

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Rodrigo Rocha Monteiro de Castro

REGIME JURÍDICO DAS REORGANIZAÇÕES. A necessária distinção das reorganizações societárias, empresariais e associativas para proteção jurídica do investimento privado.

Doutorado em Direito Comercial

Orientador: Prof. Dr. Fábio Ulhoa Coelho

São Paulo

2015

Rodrigo Rocha Monteiro de Castro

REGIME JURÍDICO DAS REORGANIZAÇÕES. A necessária distinção das reorganizações societárias, empresariais e associativas para proteção jurídica do investimento privado.

Doutorado em Direito Comercial

Orientador: Prof. Dr. Fábio Ulhoa Coelho

Tese apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. Fábio Ulhoa Coelho.

Banca Examinadora

RESUMO

Esta tese oferece um novo tratamento às reorganizações, ao identificar, inicialmente, que a reorganização é gênero, de que são espécies as reorganizações (i) societárias, (ii) empresariais e (iii) associativas. Essa distinção leva ao necessário reconhecimento de que os regimes jurídicos aplicáveis, a cada espécie, são distintos, e podem ser modulados pelo protagonista da reorganização para satisfação de interesses próprios ou para obtenção de ganhos pessoais, sem compartilhá-los com os demais acionistas (no caso de protagonismo de controlador societário) ou com qualquer acionista (no caso de protagonismo de controlador gerencial).

Esse estado de coisas se potencializa com a modificação da estrutura de capital das sociedades, sobretudo das companhias abertas, que se sujeitam a controle societário minoritário ou controle empresarial gerencial. Nesses ambientes, com efeito, surgem incentivos para modulação de reorganizações, de modo a privar determinados agentes (a totalidade dos acionistas ou apenas os acionistas minoritários, conforme o caso) de participar do ato deliberativo, de exercer direitos previstos em outras modalidades de reorganização (como OPA ou retirada) e de aproveitar condições negociadas pelo protagonista.

Daí a necessidade de, partindo-se da premissa da existência de distintos regimes jurídicos de reorganização e de conflitos entre controlador/minoritário e sócio/controlador gerencial, criarem-se instrumentos para proteção do investimento privado.

PALAVRAS-CHAVE: DIREITO SOCIETÁRIO, REORGANIZAÇÕES, CONTROLE SOCIETÁRIO, CONTROLE EMPRESARIAL, INVESTIMENTO PRIVADO.

SUMMARY

This thesis provides a new approach to reorganizations by initially identifying reorganization as a category in which the following reorganizations are inserted (i) corporate; (ii) business; and (iii) associative. This distinction leads to the necessary comprehension that the legal framework applicable to each type of reorganization is different and that the person carrying the reorganization may choose from one of these types of reorganization to fulfil its own interests or to have personal gains without sharing them with the other shareholders (when such person is a controlling shareholder) or with any shareholder (when such person is a managerial controller).

This scenario is stressed when the capital structure of companies change and mainly in public listed companies subject to minority corporate control or managerial business control.

There are incentives for choosing one of these reorganizations types to prevent certain persons (all the shareholders or only the minority shareholders, as the case may be) from participating in the decision making process (corporate approval of the reorganization), from exercising rights that they are entitled when other types of reorganizations are chosen (such as a mandatory offer of acquisition of shares or right of withdrawal) and from benefiting the same conditions applicable to the person that chooses the type of the reorganization.

Therefore, based in the different legal frameworks of reorganizations and conflicts that may exist between controlling/minority shareholders and partner/managerial controller, it is necessary to create mechanisms to protect the private investment.

KEY WORDS: CORPORATE LAW, REORGANIZATION, CORPORATE CONTROL, MANAGERIAL CONTROL, PRIVATE INVESTMENT.

SUMÁRIO

CAPÍTULO I. INTRODUÇÃO	14
CAPÍTULO II. ASPECTOS ESSENCIAIS DO CONTROLE: CONTROLE SOCIETÁRIO E EMPRESARIAL, ALIENAÇÃO DE CONTROLE SOCIETÁRIO E EMPRESARIAL: CONCEITOS NECESSÁRIOS PARA COMPREENSÃO E SISTEMATIZAÇÃO DAS REORGANIZAÇÕES E IDENTIFICAÇÃO DOS AGENTES PROTAGONISTAS.....	18
1. A classificação do controle e a necessária distinção dos controles societário e empresarial	18
1.1. Controle societário singular ou conjunto	20
1.2. Controle societário totalitário.....	21
1.3. Controle societário majoritário	21
1.4. Controle societário minoritário	22
1.5. Elemento de conexão do controle societário.....	22
1.6. Controle empresarial	23
1.7. Controle gerencial	24
1.8. Relações internas de poder no controle gerencial.....	26
2. Alienação e aquisição de controle societário: aspectos relevantes para correta compreensão do fenômeno do controle e sua aplicação no âmbito das reorganizações.....	28
2.1. Inexistência de OPA na alienação de controle minoritário.....	30
2.2. Aquisição de controle minoritário, oportunidade do controlador gerencial e a OPA estatutária	30
2.2.1. A realidade das companhias listadas no Novo Mercado.....	33
2.3. Inexistência de OPA na alienação de controle totalitário	35
2.4. Alienação da totalidade das ações com direito a voto	36
2.5. Aquisição de controle de companhia com controle totalitário e o art. 257.....	37
2.6. Controle majoritário, o uso efetivo do controle e OPA	38
2.7. Controle minoritário e o poder de fato.....	41
3. Alienação de controle empresarial	41
3.1. Aquisição de empresa, o art. 257 da Lei 6.404/76 e a destinação dos recursos decorrentes da alienação	42
3.2. A posição da burocracia administrativa nas alienações ou aquisições de empresa ..	45
4. As relações entre controle e reorganização.....	46
4.1. A <i>golden share</i> como mecanismo de controle de reorganizações	46

4.2.	O poder de veto estabelecido em acordos de sócios. Outra forma de limitar a prática de reorganizações	48
4.3.	Limites à capacidade de obtenção de ganhos pelo protagonista das reorganizações	53
4.4.	As relações entre controle empresarial e reorganização empresarial	54
CAPÍTULO III. CLASSIFICAÇÃO E REGIME JURÍDICO DAS REORGANIZAÇÕES		56
1.	Classificação das reorganizações	56
1.1.	Classificação econômica das reorganizações.....	56
1.2.	Horizontal.....	56
1.2.1.	Casos de negócios horizontais	57
1.2.2.	Reorganização internacional: caso Sonae Sierra-DDR Corp.....	60
1.3.	Vertical	61
1.4.	Conglomeração	62
1.4.1.	Casos de negócios de conglomeração.....	63
1.5.	Negócios não contemplados pela classificação clássica: justificativa para uma revisão classificatória	66
1.5.1.	Reforço (ou consolidação) de controle	66
1.5.1.1.	Caso de reforço de controle não disputado por acionistas minoritários: EcoRodovias-Impregilo	68
1.6.	Investimentos transitórios	69
1.6.1.	Casos envolvendo investimento transitório: Gávea-Chilli Beans e Carlyle- RiHappy	71
1.7.	Classificação revista.....	72
2.	As ondas de reorganizações	72
2.1.	Elementos de conexão.....	75
3.	Regime jurídico das reorganizações	76
3.1.	Reorganização-gênero e reorganização-espécie	77
3.2.	Reorganização societária.....	78
3.2.1.	Reflexos na empresa decorrentes de reorganização societária	81
3.2.2.	Negócios preparatórios para futuras reorganizações societárias.....	82
3.3.	Reorganização empresarial	83
3.3.1.	Reorganizações societária e empresarial: a necessária distinção dos fenômenos e suas consequências.....	85
3.3.1.1.	Identificando-se o fenômeno pelo exemplo da alienação de controle	86

3.3.1.2.	A alienação de todos os ativos da companhia sob a perspectiva do art. 254- do regime jurídico aplicável.....	A e 87
3.3.2.	A hipótese da alienação de estabelecimento empresarial	87
3.3.3.	Reorganização interna e externa	88
3.4.	Reorganização associativa	89
3.5.	A necessária inserção das fusões e aquisições no conceito de reorganização	90
4.	As reorganizações e seus reflexos na sociedade e na empresa	94
4.1.	O deslocamento do poder da assembleia ao conselho, a posição do conselheiro <i>independente</i> e a disfunção da governança	95
4.2.	As reorganizações e o direito de retirada	96
4.3.	Necessidade de revisão dos critérios para exercício de direito de retirada	97
4.4.	Justificativa para inclusão de reorganização associativa como causa de direito de retirada	101
4.5.	Reorganização e OPA	101
4.6.	Reorganização e a Lei Antitruste	102
4.7.	Reorganização e a Lei 8.666/93	104
4.8.	O formalismo do direito societário e o realismo de outras áreas do direito.....	105
CAPÍTULO IV. MOTIVOS DAS REORGANIZAÇÕES		107
1.	O fluxo das reorganizações	110
1.1.	Conjuntura e estrutura. Características intrínsecas	111
1.2.	Reorganizações criam valor?	112
1.3.	Reorganizações e seus movimentos	113
1.4.	As reorganizações sob as suas diversas perspectivas: do consolidador (ou protagonista), de quem deixa o mercado (ou de quem se sujeita ao interesse do protagonista) e do controlador gerencial.....	113
1.4.1.	Perspectiva de quem deixa o mercado (ou de quem se sujeita ao interesse de terceiro)	114
1.5.	Perspectiva do controlador gerencial	128
1.5.1.	Situações de conflito em reorganizações	130
1.5.2.	<i>Leveraged buyout (LBO), management buyout (MBO)</i>	132
1.6.	Insuficiência regulatória.....	133
1.7.	Legislação	133
1.7.1.	Mercado legislativo: concorrência entre estados da Federação pela atração de empresários	134
1.8.	A psicologia nas reorganizações	136

2.	Aspectos motivadores das reorganizações	137
2.1.	Sinergias	137
2.2.	Eliminação de concorrentes	138
2.3.	Captura de ativos ou conhecimentos únicos	139
2.4.	Acesso a mercados	140
2.5.	Acesso a governos.....	140
2.6.	Planejamento tributário	141
2.6.1.	Casos de negação da proposição exclusivista	141
2.7.	A economia tributária como finalidade.....	144
2.7.1.	Legalidade da reorganização societária com finalidade tributária.....	146
2.7.2.	A incorporação reversa	148
2.7.3.	Incorporação de controladora motivada pelo ágio	150
2.7.4.	Notas finais a respeito da reorganização com finalidade tributária e o art. 2º da Lei 6.404/76.....	152
2.8.	Interesses pessoais.....	152
2.9.	Troca de administração ineficiente	153
2.10.	Negócios com parte relacionada	154
2.10.1.	Caso Usiminas.....	156
3.	Motivos para fracasso da reorganização	158
3.1.	Equívoco no cálculo do retorno do investimento.....	158
3.2.	Conhecimento superficial sobre elementos essenciais da reorganização	159
3.3.	Desconhecimento do mercado	159
3.4.	Contrastes culturais	160
3.5.	Aspectos humanos.....	162
3.6.	Aspectos regulatórios	162
3.7.	Honorários e custos.....	163
3.8.	As cláusulas contratuais impeditivas	164
CAPÍTULO V. FORMAS DE REORGANIZAÇÃO.....		166
1.	Reorganização societária.....	166
1.1.	Fusão	166
1.1.1.	As modalidades de combinação conforme a pragmática norte-americana	168
1.1.2.	<i>Statutory mergers, Stock-for-assets, Stock-for-stock, Cash-for-assets e Cash-for-stock</i>	168

1.2.	Cisão.....	169
1.2.1.	Desmembramento de atividades	171
1.2.2.	Segregação de participação societária e separação de sócios	171
1.2.3.	Cisão com propósito fiscal	172
1.2.4.	Cisão com propósito de concentração de mercado	172
1.2.5.	<i>Contractions and divisions</i>	173
1.2.5.1.	<i>Sell-off e partial liquidation; spin-off, split-off e split-up</i>	174
1.3.	Incorporação.....	176
1.4.	Fusão, cisão e incorporação: atos comuns	177
1.5.	Incorporação de ações	180
1.5.1.	O dilema da unipessoalidade e as exceções legisladas	181
1.5.2.	O <i>Drop Down</i> como instrumento de reorganização.....	182
1.6.	Alienação de controle.....	183
1.6.1.	A situação do acionista da companhia fechada.....	185
1.6.2.	Caso Ticket-Comprocard	186
1.7.	Aquisição de controle.....	187
1.7.1.	OPA do art. 257	188
1.7.2.	O caso Sadia/Perdigão: trapalhada histórica ou genialidade incompreendida?	190
1.7.3.	A aquisição de controle de sociedade empresária por companhia aberta	192
1.8.	Alienação ou aquisição de participação societária.....	193
1.9.	Subscrição de ações	194
1.10.	Transformação	197
1.10.1.	O art. 1.114 do CCB: previsão no ato constitutivo	198
1.11.	Negócios preparatórios para reorganizações societárias: debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição	198
2.	Reorganização empresarial	201
2.1.	Alienação ou aquisição de estabelecimento	201
2.1.1.	Distinções entre trespasse e cessão de quotas ou alienação de ações	203
2.1.2.	Elementos do estabelecimento objeto do contrato de trespasse, aviamento e clientela	204
2.1.3.	Concorrência	206
2.2.	Alienação ou aquisição de carteira de clientes.....	206
2.2.1.	Concorrência	208

2.2.2.	Caso Ticket-Bônus e AON-TicketSeg	208
2.3.	Alienação e aquisição de ativos ou de parcela relevante de ativos	210
2.3.1.	Alienação e aquisição de ativos e trespasse	212
2.3.2.	Os casos clássicos julgados pela Corte de Delaware: (i) <i>Ginbel v. Signal Companies</i> e (ii) <i>Katz v. Bregman</i>	212
2.4.	Cessão e aquisição de direitos de PI	214
3.	Reorganização associativa	214
3.1.	Consórcios.....	214
3.2.	Grupo de sociedades	216
3.2.1.	Direito de retirada: a aproximação da reorganização societária	218
3.2.2.	Potencial afetação da empresa	219
3.3.	<i>Joint Ventures</i>	220
3.3.1.	Imutabilidade das bases societárias.....	222
3.3.2.	Tipo societário.....	222
3.3.3.	Casos Even-Jamestown, Hotelaria Accor-Veremonte e WTorre-Hotelaria Accor	223
CAPÍTULO VI. CONCLUSÕES: ANATOMIA DAS REORGANIZAÇÕES E SEU CARÁTER INSTRUMENTAL PARA OBTENÇÃO DE GANHOS. BASES PARA UM MODELO REVISIONISTA, NECESSÁRIO À PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIMENTO PRIVADO		226
1.	Protagonismo e obtenção do ganho decorrente de reorganizações na sociedade com controle totalitário	228
2.	Protagonismo e obtenção do ganho decorrente de reorganizações na sociedade com controle majoritário.....	229
3.	Protagonismo e obtenção do ganho decorrente de reorganizações na sociedade com controle minoritário.....	231
4.	Protagonismo e obtenção do ganho decorrente de reorganizações na sociedade sem controlador definido – e com controle gerencial	232
5.	A modulação da forma de reorganização e os motivos subjacentes: conclusão	234
CAPÍTULO VII. BIBLIOGRAFIA		237

Abreviaturas, Siglas e Definições

ABVCAP:	Associação Brasileira de <i>Private Equity & Venture Capital</i>
AGO:	Assembleia Geral Ordinária
BACEN:	Banco Central do Brasil
BNDES:	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CADE:	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CCB:	Código Civil Brasileiro
Constituição:	Constituição da República Federativa do Brasil
CVM:	Comissão de Valores Mobiliários
Eireli:	Empresa individual de responsabilidade limitada
FINEP:	Financiadora de Estudos e Projetos
FIP:	Fundo de Investimentos em Participações
IMAA:	<i>Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances</i>
IRPJ:	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
IPO:	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial de Ações)
Lei 6.404/76:	Lei das Sociedades por Ações
Lei Antitruste:	Lei 12.529/11
OPA:	Oferta Pública de Aquisição de Ações
PI:	Propriedade Intelectual
PUC-SP:	Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

RIR:	Regulamento do Imposto de Renda
SBDC:	Sistema Brasileiro de Direito da Concorrência
TCD:	Termo de Compromisso e Desempenho

CAPÍTULO I. INTRODUÇÃO

Neste estudo se discorre a respeito das reorganizações, apresentando-as como técnicas de apropriação, direta ou indireta, de lucros ou de meios de produção. Em outras palavras, entende-se as reorganizações como instrumentos de obtenção de ganhos pelos agentes que as protagonizam. Essa constatação não macula os propósitos oportunistas das reorganizações. O detentor do capital delas se aproveita, historicamente, para incrementar seu poder econômico. Fez e faz parte do jogo¹. Contudo, a problemática ganha novos contornos com a mutação da estrutura de capital de sociedades brasileiras, especialmente das companhias, cujos sócios controladores, reconhecidos pela Lei 6.404/76 como pilares da *macroempresa*, recebem toda sorte de incentivo (e pressão) para distribuírem a propriedade societária, resultando em outras formas de exercício do controle, especialmente aquelas identificadas como minoritária e gerencial.

A apropriação do lucro ou de meios de produção (ou seja, a extração de ganhos), antes dessa mutação, revelava-se, de certo modo, uma técnica de concentração, direta ou indireta, por parte de uma pessoa ou grupo de pessoas, que se posicionava como principal beneficiário final de riquezas (ou o principal afetado pelo mal resultado do negócio) ou do produto dos atos de reorganização.

Apesar das inevitáveis conotações negativas que comumente se pretende dar à exploração histórica do capital pelo seu detentor, existe, nessas relações, uma inegável causalidade entre investimento, risco, retorno e perda. Tal causalidade se dissipa com a intensificação de outras formas de dominação da sociedade, que se estruturam por meio da dissociação do comprometimento de capital (investimento) do poder sobre a alocação de recursos alheios, alocação essa que, invariavelmente, passa a beneficiar o controlador da empresa (controlador gerencial), em detrimento do detentor da propriedade societária.

¹Aliás, uma incorreta percepção, pelo protagonista, a respeito da utilidade e da oportunidade da reorganização pode reverter-lhe resultados negativos, invertendo a lógica motivadora do negócio, à conta, sobretudo, de seu próprio patrimônio.

Qualquer que seja o contexto do controle societário – identificável ou não –, as reorganizações se inserem, formalmente, no plano da legalidade, conforme sistema vigente; o mesmo, porém, não se pode afirmar, de modo absoluto, a respeito da motivação antecedente – ou consequente – do controlador societário ou gerencial de empreender uma reorganização. No caso do controlador gerencial, em especial, não costuma haver relação causal entre capital, risco, perda e retorno, de maneira que o norte do agente impulsionador da decisão limita-se ao último fator, ou seja, ao retorno (ou ganho) pessoal, eventualmente em detrimento do interesse do principal expectador do lucro – o sócio.

Daí a necessária conclusão de que essa nova realidade, marcada pela dissociação da propriedade acionária do controle da empresa, apesar de não abalar a máxima de que reorganizações se prestam à geração de riquezas, por meio da captura de oportunidades e de ativos alheios, indicam, porém, uma mudança dos centros decisórios e das forças motivadoras desses negócios, abalando a supremacia do capital sobre o trabalho.

O abalo não é absoluto. Há – e certamente não deixará de existir – empresários (ou seja, sociedades empresárias) controlados, de modo majoritário, por pequenos grupos de pessoas, que sobre a sociedade e a empresa exercem dominação incontestável, suportando suas posições na quantidade de suas entradas para formação do capital social. Ocorre, contudo, que esse modelo passa a conviver com formas subversivas da modelagem histórica, que consistem na apoderação do detentor de capital pela classe *trabalhadora*; classe essa minoritária, quantitativamente, no bojo da força total de trabalho: a burocracia administrativa.

Essa burocracia administrativa das sociedades empresárias - com mais frequência de companhias com alguma complexidade estrutural, tanto em sua capitalização como na formação da base acionária – domina espaço e elementos internos da empresa, a fim de reduzir o proprietário do capital a mero credor ou investidor, eliminando-lhe vias de apropriação de elementos empresariais ou reduzindo-lhe a capacidade de destinação dos excedentes gerados pelo exercício da empresa. E, como consequência, passa a exercer o papel outrora destinado ao capitalista no tocante às relações internas, sobretudo no plano das reorganizações.

A Lei 6.404/76, concebida como instrumento de mercado passível de acomodação das necessidades do capitalista, isto é, do acionista controlador, neste agente sustentou seu peso e

em função de suas preocupações organizou-se, lógica e estruturalmente. Mas a distância entre aquele país, dos anos 70, e o país inserido em novas lógicas globais, reclama uma revisão do modelo e, inevitavelmente, a conclusão de que, apesar de ainda monumental, o marco regulatório vigente não lida com as mutações relacionais havidas no âmbito da sociedade e da empresa.

Tal constatação projeta-se e se amplifica no que concerne às reorganizações. Os efeitos e os propósitos, acima enunciados, que visam à captura e ao aumento de riquezas, não mais se pacificam pela lente *setentista*, regulada para acomodar a posição e os interesses do acionista controlador, assim entendida a pessoa, física ou jurídica, que, na forma do art. 116 da Lei 6.404/76, seja titular da maioria dos direitos de sócios e use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais.

O controlador da empresa, que domina as relações internas da sociedade, não se enquadra na tipologia do mencionado art. 116. Fato que não implica sua inexistência; ao contrário: demonstra que tanto o direito societário, genericamente tratado, assim como figuras específicas que o estruturam, como as reorganizações, deixaram de acompanhar a agilidade dos agentes formadores (e manipuladores) de mercado.

O acionista controlador não mais protagoniza, solitariamente, os movimentos de reorganização, seja ela societária, empresarial ou associativa (conforme distinção que se apresenta neste estudo). A burocracia administrativa passou a coadjuvar – ou protagonizar – esse papel e a se beneficiar da ausência de marco regulatório protetivo do fornecedor de capital.

Isso dito, propõe-se, a partir da apresentação de uma classificação própria das reorganizações, vinculada aos agentes envolvidos e aos efeitos produzidos, demonstrar que existem distintos regimes jurídicos que as informam, os quais, todavia, não capturam as transformações e a sofisticação das formas de organização das relações de poder na sociedade empresária moderna. Assim, dada a inegável importância dos negócios de reorganização na sociedade capitalista – inclusive e, sobretudo, no capitalismo de Estado –, somente por intermédio da acurada compreensão de suas distintas modalidades, dos regimes jurídicos a que se submetem, da forma como são construídas a fim de que se submetam a um ou outro regime, e em

benefício de quem e como elas ocorrem, e, finalmente, quais agentes se apropriam dos respectivos ganhos, poder-se-á conferir a necessária proteção jurídica do investimento privado.

Para tanto, discorre-se, no Capítulo II, sobre aspectos essenciais do controle, indicando suas espécies – societário e empresarial – e tipologias, para, na sequência, abordar-se a disciplina de sua alienação e de sua aquisição.

No Capítulo III apresenta-se uma nova classificação das reorganizações, permitindo a compreensão dos movimentos norteadores da decisão de reorganizar-se; e também se discorre sobre o regime jurídico das reorganizações. Antecipa-se que as reorganizações se desdobram em três espécies, sujeitas a regimes distintos, e protagonizadas por distintos agentes, projetando-se sobre entidades também distintas. Assim, a adoção de reorganização societária, empresarial ou associativa é motivada por interesses próprios, de maior apropriação de ganhos, pelos agentes protagonistas.

Na sequência abordam-se, no Capítulo IV, os motivos recorrentes das reorganizações, em qualquer uma de suas modalidades – societária, empresarial ou associativa – e se levantam, também, causas que as conduzem ao fracasso.

No Capítulo V se discorre sobre as formas de reorganização, apresentando-se as principais modalidades das reorganizações societária, empresarial e associativa.

No sexto (VI) e conclusivo Capítulo se estabelece a anatomia das reorganizações e se demonstra seu caráter instrumental para obtenção de ganhos, pelos agentes protagonistas.

Adianta-se que se apresentam casos práticos, ao longo de quase todo o trabalho, a fim de ilustrar os temas tratados, inclusive com o propósito de, com base na pragmática, compreender a realidade do ambiente das reorganizações.

CAPÍTULO II. ASPECTOS ESSENCIAIS DO CONTROLE: CONTROLE SOCIETÁRIO E EMPRESARIAL, ALIENAÇÃO DE CONTROLE SOCIETÁRIO E EMPRESARIAL: CONCEITOS NECESSÁRIOS PARA COMPREENSÃO E SISTEMATIZAÇÃO DAS REORGANIZAÇÕES E IDENTIFICAÇÃO DOS AGENTES PROTAGONISTAS

As tramas relacionais envolvendo reorganizações não se revelam sem a conceituação de institutos que lhe integram ou sobre os quais refletem, invariavelmente. Daí a abordagem, neste capítulo, dos controles societário e empresarial e das situações envolvendo a alienação e a aquisição dos controles societário e empresarial. Com isso se abrem as perspectivas das reorganizações, em suas três modalidades (societária, empresarial e associativa, detalhadas, adiante, no Capítulo III).

1. A classificação do controle e a necessária distinção dos controles societário e empresarial

Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (1932:67) identificaram, a partir da análise das 200 maiores companhias americanas não financeiras, cinco situações distintas de dominação *societária*, sob ângulo interno²: (i) controle quase totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle *through a legal device without majority ownership*; (iv) controle minoritário; e (v) controle gerencial³.

Em obra clássica, Fábio Konder Comparato (1976) diverge quanto à classificação do controle quase totalitário, indicando, por outro lado, a existência de forma totalitária de dominação⁴, e despreza a terceira modalidade, porque ela expressa, ao final, alguma das outras quatro formas de manifestação do controle, de modo que, qualquer que seja o expediente ou a estrutura que

² Controle interno define-se como aquele, segundo Fábio Konder Comparato, “(...) cujo titular atua no interior da própria sociedade” e se funda “(...) unicamente, na propriedade acionária” (1976:51). Contrapõe-se ao controle externo, que se caracteriza, segundo o autor, pelo fato de o controlador não ser necessariamente membro de qualquer órgão social, exercendo seu poder de dominação *ab extra* (1976:88).

³ A propósito, v. Castro, 2010.

⁴ A divergência faz sentido. A distinção há de ser feita com base em critério objetivo, sem espaço para subjetivismos interpretativos, sobretudo pelas consequências no plano jurídico. O controle será totalitário se houver uma relação totalitarista, sem qualquer possibilidade de relativização do poder. Deixando de ser totalitário, se inscreve, automaticamente, no campo majoritário.

se adote, o poder se manifestará a partir de uma relação totalitária⁵, majoritária, minoritária ou gerencial. O autor não faz, ao menos na apresentação de sua classificação das formas de manifestação do controle, distinção entre os controles societário e empresarial, apresentando o controle gerencial como espécie de controle societário. Assim, em uma leitura superficial, pode-se concluir que o controle da sociedade se manifesta por quatro vias, da mais intensa e totalitária, reduzindo-se às formas majoritária e minoritária, até configurar-se pela dominação gerencial.

Essa assertiva não encontra, mesmo na obra de Fábio Konder Comparato, completa adesão. Ele próprio afirma, a respeito do controle gerencial, tratar-se daquele “(...) não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social”, contribuindo, conclui o autor, para que se verifique, em decorrência de “extrema dispersão acionária”, o controle gerencial, pois “os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação” (1976:52).

Essa classificação do controle societário, dividida em quatro espécies, dentre elas o gerencial,

⁵ A propósito, segue explicação a respeito da distinção entre controle totalitário e quase totalitário, que comporá o *Tratado de Direito Comercial*, no prelo, concebido e coordenado por Fábio Ulhoa Coelho: “Inicialmente, descarta-se a modalidade do controle com a quase totalidade de ações votantes. A incerteza conceitual traz uma série de dúvidas de ordem prática quanto à fixação do número representativo dessa ‘quase totalidade’ e de seus reflexos jurídicos. Serão 99%, 92% ou 85%? Ou outro número, acima, entre ou abaixo dos extremos indicados? Ademais, a Lei 6.404/76 disciplina uma série de direitos de minoria, que não se pacificam em um número exato. Além disso, o art. 136 admite a fixação, em estatutos de companhias fechadas, de quóruns ultra qualificados, inclusive totalitários, afastando-se ou tornando impraticável uma espécie imprecisa de controle quase totalitário, como pretendiam Berle e Means. Assim, o controle será totalitário quando um acionista detiver a totalidade das ações, ou majoritário, quando titular a maioria das ações votantes, descartando-se qualquer variação intermediária. A distinção é relevante, no plano prático, porque, como afirmado, a lei estabelece quóruns distintos para exercício de direitos de minoria, que poderiam se colocar acima ou abaixo de qualquer definição de quase totalidade. Neste sentido, cita-se o caso da transformação. Esta operação, pela qual a sociedade passa de um tipo para outro, por exemplo, de sociedade anônima a limitada, exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo previsão em contrário no contrato social ou no estatuto (art. 220, Parágrafo único). Paralelamente, eventual fixação arbitrária poderia impedir que o acionista detentor da ‘quase’ totalidade aprovasse certa matéria, submetendo-se à vontade minoritária. De modo que, pela demonstrada impropriedade, descarta-se essa descrição imprecisa de Berle e Means” (Castro, no prelo). No mesmo sentido, veja-se, também, a crítica de Fábio Konder Comparato à dupla norte-americana: “A assimilação, porém, parece-nos forçada e inadmissível, tanto no plano legislativo, quanto doutrinário. Na sociedade unipessoal, não há nenhum outro interesse interno a ser levado em consideração, na aplicação das normas legais, além do interesse do titular único do capital social. Por isso mesmo, perdem eficácia todas as regras postas para regular conflitos de interesse entre sócios. Basta, no entanto, que exista um só outro acionista, titular de uma única ação, ainda que sem direito de voto, para que se dissipe o caráter totalitário do controle e reapareça a possibilidade de conflitos de interesse” (1976:37).

que chamarei de clássica, influencia parcela relevante da doutrina. Mas há, nela, um equívoco cuja raiz é a mesma dos equívocos causados pela incompreensão dos fenômenos societários e empresariais, no plano das reorganizações⁶. Nesse ambiente de incompreensão – e, mais do que isso, inconsistente com as realidades jurídica e econômica – se constroem modelos de reorganização para captura e ampliação de riquezas.

Por isso a necessidade de fixação e compreensão das situações envolvendo as quatro espécies, pois descortinam-se, ali, fenômenos de duas naturezas: societária e empresarial. As causas do controle indicam essa indisputável dualidade: os controles totalitário, majoritário e minoritário remetem à propriedade acionária e à dominação da sociedade, enquanto o controle gerencial à dominação da empresa, por meio de posição interna e não associada, necessariamente, a investimento de capital. Essa dicotomia fática pode, sim, converter-se, materialmente, em unidade, quando a força da dominação societária é irresistível; mas também pode, por outro lado, tornar-se intransponível, quando (i) a propriedade acionária se distribui em distintos acionistas não integrados ou (ii) a posição gerencial supera a importância do contribuinte de capital, inclusive, hipoteticamente, em sociedade com controlador totalitário.

No plano das reorganizações, a lógica é a mesma: a reorganização societária é um ato de sócio, que afeta as bases da sociedade, enquanto a reorganização empresarial é ato da sociedade que repercute sobre a empresa. Destacam-se, nessa proposição, situações distintas e reveladoras de causas e fenômenos igualmente distintos⁷.

1.1. Controle societário singular ou conjunto

Qualquer que seja a forma de manifestação do controle societário, desdobra-se em singular (ou unipessoal) e conjunto. O controle singular caracteriza-se pela existência de apenas um sócio, pessoa física ou jurídica, dominante das relações societárias; o segundo, pela presença de mais de um sócio, geralmente na forma do art. 118 da Lei 6.404/76.

⁶ Ver, a propósito, Castro, 2010.

⁷ Como se aponta no item 3 do Capítulo III, esses fenômenos não englobam todas e quaisquer reorganizações, visto que, além daquelas que afetam a sociedade ou a empresa, há espécies de negócios que não apresentam intersecção dessas naturezas; mesmo assim, são negócios de reorganização. Remetem, portanto, às reorganizações associativas.

1.2. Controle societário totalitário

O controle societário totalitário⁸ se caracteriza pela propriedade da totalidade das ações de emissão da companhia (ou da titularidade de quotas da sociedade limitada). A origem é o acúmulo de todos, e não menos do que todos os títulos em que se divide o capital social da sociedade, e se verifica na forma do art. 116 da Lei 6.404/76. O local em que o poder se manifesta é a assembleia, não podendo o acionista expressá-lo, como regra, fora desse ambiente.

1.3. Controle societário majoritário

Descendo um grau, atinge-se o controle societário majoritário. Trata-se daquela situação em que o poder societário é exercido a partir da propriedade da maioria das ações votantes. Esse número se posiciona entre um intervalo relativamente extenso, que vai da metade mais uma das ações com direito a voto (ou da totalidade das quotas) até a totalidade menos uma dessas mesmas ações (ou da totalidade de quotas). Trata-se de poder estável, insuperável em número quantitativo pela soma de todas as demais ações votantes (ou quotas) detidas por todos os demais sócios, e que somente encontra resistência nas hipóteses de quórum qualificado e desde que o controlador não detenha títulos em número superior ao tipo qualificador, bem como nas situações de impedimento de voto previstas em lei⁹. A manifestação do poder majoritário também ocorre em assembleia, não sendo admitida, da mesma forma, manifestação fora do ambiente assemblear.

⁸ Admite-se o controle societário totalitário, permanente, em apenas uma situação: subsidiária integral, na forma do art. 251 da Lei 6.404/76.

⁹ Cf., p.ex., o art. 115 da Lei 6.404/76, que expressa o seguinte: “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. § 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º. § 3º O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. § 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido”.

1.4. Controle societário minoritário

Aponta Fábio Ulhoa Coelho que “[c]ontrole minoritário (...) tem o acionista que, embora possuindo *menos* da metade das ações com direito de voto, dirige os negócios sociais e elege a maioria dos administradores”. Esta hipótese, continua o autor, se revela nas sociedades com grande dispersão (1998:277). Verdade. Mas também pode verificar-se em sociedades com quantidade reduzida de sócios, com participações significativas e conduta passiva, permitindo a um sócio (ou conjunto de sócios), detentor de participação minoritária, dominar a sociedade.

As hipóteses de verificação do controle minoritário são opostas às hipóteses do controle majoritário: no controle minoritário o exercício do poder ocorre com a detenção de ações que vão da metade, menos uma das ações votantes, a até apenas uma ação votante. Este número apenas não se reduz a zero porque se desqualificaria a propriedade acionária, deixando de existir relação de sócio e, conseqüentemente, o direito de, como tal (ou seja, como sócio), comparecer e votar, em nome próprio, em assembleia. De forma que eventual dominação se produziria não como reflexiva de controle societário.

O controle minoritário também se manifesta no ambiente da assembleia. O que o diferencia dos demais é a instabilidade. Mesmo que o controlador minoritário prepondere reiteradamente em deliberações, acionistas poderão, sempre, reunir as suas ações em bloco, formal ou não, de modo permanente ou pontual, para superar a quantidade de ações do controlador minoritário. E, eventualmente, se a reunião se der com propósito de permanência, para assumir o controle, exercendo-o minoritariamente, se o número for inferior à metade, ou pela via majoritária, se superar esse patamar.

1.5. Elemento de conexão do controle societário

O elemento que permite a identificação e a classificação das três situações como espécies de um mesmo fenômeno é a propriedade acionária (ou titularidade de quotas). Em todas elas, controla-se porque se é sócio. E porque se é sócio se pode participar de assembleia e exercer, em nome próprio, o direito de voto. E como nenhum outro sócio ou grupo de sócios detém, naquele momento, mais títulos do que os detidos pelo controlador – e, se detiver, não os usa –, este prepondera e exerce o controle na forma do art. 116 da Lei 6.404/76. A ausência desse elemento identificador (a propriedade) implica a necessária desqualificação da manifestação

de poder como controle societário, pois não se pode controlar a sociedade, sob enfoque interno, se não se é sócio. O sistema estabelece, portanto, uma relação de causalidade. Por esses motivos o controle gerencial, como se verá adiante, não se insere no mesmo grupo e não apresenta o mesmo elemento identificador das três modalidades de controle societário.

1.6. Controle empresarial

Walfrido Jorge Warde Júnior, em precisa composição, alertou para a distinção entre os poderes de controle societário e empresarial:

[o] poder de controle societário não se confunde, conceitualmente, com o poder de controle da empresa. Este último é exercido pelo empresário, i.e., pelo protagonista da atividade empresarial, pelo organizador dos meios de produção dedicados à empresa econômica. O primeiro é, ordinariamente, um poder de sócio, que – nas sociedades de capitais – permite-lhe influenciar a vontade social, apenas para adotar estratégias e para definir ações que maximizem a possibilidade de satisfação de seu direito de crédito. Serão, de qualquer forma, ações e estratégias da sociedade, e não do sócio. A sociedade é, nesses casos, a única titular da empresa. (2007:278/279)

Em outro estudo, também se demonstrou que o controle empresarial não trata de manifestação de poder societário, de poder de sócio; refere-se à dominação da empresa (Castro, 2010). A titularidade da empresa, que integra o patrimônio da sociedade, e não dos sócios, reforça essa evidente e indisputável realidade. Daí o conteúdo do art. 966 do CCB, que estabelece que é empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada com finalidade de lucro. Por isso afirmar-se que a sociedade empresária é empresário (ou empresária), assim como também o é o empresário individual que organiza a empresa diretamente.

A dominação da empresa implica ato da sociedade, que se manifesta, assim como estabelecido na Lei 6.404/76 e no CCB, por uma burocracia administrativa, alcunhada de administração¹⁰. A dominação e o emprego dos meios de produção e dos ativos, sobretudo operacionais, pertencentes à sociedade, são pressupostos da função administrativa (ou diretiva), modulando-se a extensão do poder em lei ou no estatuto (ou contrato social). Essa modulação não significa uma interferência no poder de controle empresarial, mas a institucionalização da

¹⁰ Sobre uma suposta revolução gerencial, v. Burnham, 1941; v., também, Galbraith, 1985.

limitação desse poder. Não houvesse limite, o administrador se apropriaria dos meios decisórios e transformaria o acionista em mero contribuinte de capital e possível credor dos excedentes gerados pela sociedade e distribuídos, eventualmente, na forma de dividendos. E também lançando mão de formas de reorganização, sobretudo empresarial, para atingir propósitos pessoais – não sociais.

Por outro lado, o sócio que se apropria do controle empresarial torna-se empresário e, portanto, responsável pela empresa e pelos negócios empresariais. Essa situação o sujeita a um regime de responsabilidade semelhante ao dos demais empresários, expondo seu patrimônio às obrigações sociais, sem qualquer limitação, até o seu esaurimento (e eventualmente estendendo-se ao seu patrimônio futuro).

O controle empresarial indica a dominação dos meios de produção e do patrimônio social. Esse poder é atribuído à administração, e não aos sócios da sociedade. Assim, fazendo-se um simples exercício lógico, o controle empresarial não é uma espécie e não se confunde com o controle societário.

A ausência de sócio detentor de parcela relevante de ações representativas do capital propicia o fortalecimento do controlador empresarial, que poderá atuar visando ao abrandamento dos limites que lhe são eventualmente impostos. Por outro lado, quanto mais concentrado o controle societário, maior será a probabilidade de que o seu titular queira impor sua vontade, tanto aos demais sócios, como no âmbito de decisões empresariais, na forma do art. 116 da Lei 6.404/76.

Mas ambas as situações, de todo modo, não indicam posições absolutas, estáticas. Isso porque a administração pode ser dominada pelo controlador minoritário como, no sentido inverso, ela pode capturar o controlador totalitário. Essas facetas serão tratadas com mais detalhes nos itens seguintes.

1.7. Controle gerencial

Controle gerencial não se confunde com controle societário. Por isso a necessidade de, inicialmente, uma revisão na teoria do poder de controle. E, posteriormente, uma correta classificação e um correto tratamento do tema.

Assim, parte-se da premissa de que controle é gênero, do qual são espécies o societário e o empresarial. Das modalidades de controle societário, tratou-se acima. Já o controle empresarial se manifesta, necessariamente, pela dominação “gerencial”. O sujeito é, portanto, o administrador ou o grupo de administradores, e independe da composição do capital da sociedade. Algumas definições são colecionadas, pois ajudam a compreender o fenômeno. Afirmam Adolf A. Berle e Gardiner C. Means que o *management control* se revela quando “ownership is so widely distributed that no individual or small group has even a minority interest large enough to dominate the affairs of the company”. E, diante dessa realidade, “no stockholder is in the position through his holdings alone to place important pressure upon the management or to use his holdings as a considerable nucleus for the accumulation of the majority of votes necessary to control” (1932:78). Fábio Konder Comparato afirma que é “aquele não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais”¹¹. Por fim, Eduardo Secchi Munhoz, com proposição distinta da dos demais, defende que se trata de espécie autônoma, ao lado do controle interno (2002:257).

O administrador, mesmo em uma situação de total dispersão da propriedade societária, não se promoverá a controlador da sociedade. Nesses ambientes, a inexistência de acionista apto a enfrentá-lo contribui para que ele domine a empresa, impondo sua vontade na condução de negócios e na alocação de riquezas. Mais ainda: impondo sua vontade aos acionistas, que deliberam em assembleia conforme sua indicação, podendo eles a ela comparecer pessoalmente ou se fazendo representar por procurador, eventualmente o próprio administrador¹²⁻¹³. Em qualquer hipótese, a declaração de voto será ato próprio de sócio, e não

¹¹ Como apontado no item 1 deste capítulo, o autor reconhece, expressamente, a distinção. Mas a técnica que ele emprega, reunindo as formas de controle sob, aparentemente, um mesmo grupo composto de quatro espécies, além de não contribuir para a distinção dos fenômenos, causou uma confusão sem precedentes na doutrina brasileira, que, implicitamente, passou a reconhecer o que o próprio autor denomina de “personalização da empresa” (1976:53).

¹²O OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº001/2010 consolida os Ofícios-Circulares anteriormente emitidos pela SEP, considerando, inclusive, as disposições das Instruções CVM nº 480/09 e nº 481/09, e estabelece procedimentos a serem observados pelas companhias, dentre eles relacionados à representação de acionistas em assembleias, da seguinte forma: “o parágrafo 1º do artigo 126 da Lei nº 6.404/76 estabelece que o acionista pode ser representado em assembleia por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado, sendo que, na companhia aberta, o procurador poderá, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos. A Instrução CVM nº 481/09 dispõe, em seu artigo 5º, que o anúncio de convocação deve listar os documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia. A Instrução permite à companhia solicitar o depósito prévio dos documentos mencionados no anúncio de convocação, caso o estatuto contenha disposição a respeito do assunto, mas determina que o acionista que comparecer à assembleia munido dos documentos

de administrador. Da mesma forma, administrador não pode comparecer à assembleia, exceto se: (i) for acionista, (ii) convidado ou convocado, para tratar de tema disposto na pauta ou (iii) na qualidade de representante de acionista, na forma do art. 126, §1º da Lei 6.404/76 ou do art. 1.074, §1º do CCB.

Fábio Konder Comparato conhecia muito bem o funcionamento desse sistema e a inelutável vinculação da dominação societária à propriedade societária, como se depreende da seguinte passagem: “[a] definição do poder de dominação ou controle, a sociedade anônima (...) é sempre feita em função da assembleia geral, pois é ela o órgão primário ou imediato da corporação, que investe todos os demais, constitui a última instância decisória” (1976:36). Assim, se o administrador comparece à assembleia e vota, com direitos de sócio próprios, estará atuando como sócio, e não como administrador; se comparece e vota, na qualidade de procurador de acionista (ou acionistas, mesmo que todos), manifesta vontade alheia, e não a sua própria. Por fim, caso compareça e preste declarações ou explicações sobre as suas atividades, atua como administrador, é verdade, mas não exerce qualquer influência direta no resultado deliberativo, pois não ostenta direito de voto.

1.8. Relações internas de poder no controle gerencial

A dominação gerencial comporta variações, conforme o núcleo de irradiação de poder. O

exigidos poderá dela participar e votar, ainda que tenha deixado de depositá-los previamente. Desse modo, o impedimento de participação em assembleia do representante de acionista que tenha deixado de adotar o procedimento de entrega antecipada do instrumento de mandato conforme estabelecido pela companhia configura infração à Lei nº 6.404/76 e ao artigo 5º da Instrução CVM nº 481/09 (...). Desse modo, a companhia sempre poderá, a seu critério, dispensar o reconhecimento de firma e a consularização dos instrumentos de procuração outorgados pelos acionistas a seus representantes. O Colegiado entendeu também que nada obsta que as procurações possam ser outorgadas por meio eletrônico (...)”.

¹³Em relação aos acionistas pessoas jurídicas, a CVM decidiu, no Processo RJ 2014/3578, que elas podem ser representadas, em assembleias, “tanto por meio de seus representantes legais quanto por meio de mandatários devidamente constituídos, de acordo com os atos constitutivos da sociedade e com as regras do Código Civil”. Essa decisão, relatada pela Diretora Ana Novaes, e acompanhada na íntegra e por unanimidade pelos demais Diretores do Colegiado, afasta interpretação restritiva, que defendia que somente os representantes legais (ou diretores estatutários) poderiam (re)representar a companhia. Essa orientação se reflete no item 6.1. do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº02/2015, de 26 de fevereiro de 2015, que dá “orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas”. A orientação, sobre o tema, é a seguinte: “[o] Colegiado da CVM, em reunião realizada em 04/11/2014 (Processo CVM RJ2014/3578), entendeu que os acionistas pessoas jurídicas podem ser representados nas assembleias de acionistas por meio de seus representantes legais ou através de mandatários devidamente constituídos, de acordo com os atos constitutivos da sociedade e com as regras do Código Civil. Desta forma, não há necessidade desse mandatário ser acionista, administrador da companhia ou advogado (disponível em www.cvm.org.br; acesso em 13 de maio de 2015).

ponto de partida é a própria organização interna, conforme seja composta de conselho de administração e diretoria, ou apenas de diretoria. Havendo ambos os órgãos, cujas competências são definidas na Lei 6.404/76, nos termos dos arts. 142 e 144, o controlador gerencial será aquele que impuser sua vontade sobre a dos demais administradores, tanto da diretoria como do conselho. Não é raro que, nesses ambientes, o controlador assuma as posições de presidente (ou dos principais cargos) de ambos os órgãos, acumulando poderes. Ou, havendo impedimento para acumulação¹⁴, indique uma pessoa de sua confiança para cumprir função formal.

O controlador pode localizar-se em qualquer órgão, bastando para que se confirme sua dominação a possibilidade de imposição de sua vontade sobre a dos demais administradores. Se se tratar, por exemplo, de presidente do conselho, não apenas dominará as relações internas desse órgão, mas dominará igualmente a diretoria. Tratando-se de controlador gerencial com assento em cargo de diretoria, apesar de, formalmente, situar-se em órgão “inferior”, cuja composição é escolhida justamente por aquele que lhe é imediatamente “superior” – o conselho – terá, sobre seus membros, ascendência tal que lhe permita orientar e manipular as discussões e decisões. Essa dominação do órgão deliberativo, mesmo que de fora para dentro, lhe permitirá comandar a empresa conforme sua vontade. Essa situação caracteriza o controle gerencial unipessoal (Castro, 2010:162).

Além dela, pode haver um compartilhamento do poder entre mais de um administrador, e com assento em um ou ambos os órgãos. A vinculação pode decorrer da própria estrutura orgânica, ou se materializar pela conduta, geralmente tácita, de administradores. O poder, nesses casos,

¹⁴ A proibição de acumulação de cargos foi inserida nos regulamentos de listagem do Novo Mercado, por ocasião da reforma promovida em 2011. O texto proibitivo é o seguinte: “Vedação à Acumulação de Cargos. Os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da Companhia não poderão ser acumulados pela mesma pessoa, excetuadas as hipóteses de vacância que deverão ser objeto de divulgação específica ao mercado e para as quais deverão ser tomadas as providências para preenchimento dos respectivos cargos no prazo de 180 (cento e oitenta) dias”. E: “Excepcionalmente e para fins de transição, os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da Companhia poderão ser acumulados pela mesma pessoa pelo prazo máximo de 3 (três) anos contados a partir da data do início de negociação dos valores mobiliários de emissão da Companhia no [Novo Mercado, Nível 2 de Governança Corporativa ou Nível 1 de Governança Corporativa]”. Para concluir: “O Diretor Presidente da BM&FBOVESPA poderá, mediante solicitação formal da Companhia, devidamente fundamentada, conceder um período adicional ao previsto no [item 5.4.1] para o cumprimento da obrigação prevista no [item 5.4], sendo esse poder aplicável ainda em relação ao prazo previsto no item [14.5 (i)].” Sobre o tema, apresentando uma visão crítica do modelo instituído pela BM&FBovespa, v. Castro, 2014:E2.

emana de mais de um administrador, situado em órgãos distintos (apesar de não ser condição necessária), sob forma de imposição de vontade coincidente e alinhada. Enquanto não se transforma em antropofagia (ou canibalismo), o compartilhamento aglutina pessoas em torno de um projeto de poder comum. A literatura, especialmente americana, é farta em exemplos desse compartilhamento de poder, como no notório caso Enron (McClean, 2004).

Mas pode a companhia ser administrada apenas por diretoria, situação em que se deve identificar, dentro do órgão singular, o centro impositivo de vontade: que pode decorrer de um diretor, apenas, ou de vários diretores, atuando em conjunto.

2. Alienação e aquisição de controle societário: aspectos relevantes para correta compreensão do fenômeno do controle e sua aplicação no âmbito das reorganizações

Apesar da existência de um elemento que identifica e caracteriza o controle societário, conforme apontado no item 1.5 deste capítulo, sua gravidade é valorada de modo distinto no sistema. O principal exemplo de distinção decorre da inaplicabilidade do art. 254-A a negócios envolvendo a alienação de controle minoritário. Aliás, por um duplo motivo, também não se aplicam os comandos ali contidos à alienação de controle totalitário. A subsunção normativa ocorre, portanto, apenas às hipóteses de alienação de controle majoritário. Transcrevem-se, para facilitar o discurso, o artigo e seu primeiro parágrafo:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. § 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

Portanto, será obrigatória a OPA quando o negócio envolver a alienação, direta ou indireta, do controle. Controle, aqui, não se refere a qualquer forma de seu exercício. Reclama uma exata

qualificação. Ademais, apesar de a parte final do §1º determinar que o negócio deva resultar na alienação de controle acionário da sociedade, tal negócio pode se realizar mediante uma série de estruturas distintas, inclusive que não envolvam a alienação direta de valores mobiliários. Daí já se extraem alguns aspectos necessários ao “disparo” da OPA: primeiro, a lei elege a figura da alienação como nuclear, desprezando a aquisição. Mesmo que um agente adquira o controle, se não for proveniente de uma alienação, não estará obrigado a realizar a OPA descrita nesse artigo¹⁵. Segundo, a preocupação apenas com o controle societário, pelo emprego do termo (controle) acionário, limitando a essa hipótese de dominação, com descarte implícito da dominação empresarial. Terceiro, é irrelevante a forma de estruturação do negócio, importando o resultado.

A partir dessa descrição, deve-se, na sequência, estabelecer a extensão do conceito de controle, para fins de OPA. A ele se chega, novamente, pelas portas do art. 116, especificamente da letra (a), que trata do acionista controlador: o titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações e o poder de eleger a maioria dos administradores. Este conceito não afasta, por si só, a configuração do controle minoritário, que pode tornar-se permanente como consequência do absenteísmo recorrente dos demais acionistas. Mas, como afirma Nelson Eizirik,

(...) a OPA por alienação de controle prevista neste artigo não é obrigatória em decorrência da transferência de controle minoritário. O fato de o artigo 116 admitir a figura do controle minoritário não pode servir de base para a interpretação dos casos de alienação de controle. (...) Nas companhias sob controle minoritário, não existe um “bloco de controle”, mas apenas um conjunto de ações com direito a voto que, ocasionalmente, permite ao seu titular – o acionista controlador – exercer as prerrogativas que identificam o poder de controle. (2011:432)

A OPA está associada à alienação de controle estável, e, pelo fato de revelar-se um ônus extremo, que encarece e, não raro, inviabiliza a reorganização societária, somente deve ocorrer quando o agente que se submete a essa brutalidade (o adquirente do controle) – em

¹⁵ Veja-se, a propósito, a lição de Nelson Eizirik: “Nos casos de aquisição originária de controle, em que este é assumido por meio de compras de ações pertencentes a diversos acionistas isoladamente minoritários, sem que, para tanto, o novo controlador tenha que comprar ações pertencentes ao antigo controlador, ou, ainda, em casos em que algum acionista ou grupo passa a exercer o controle sem adquirir quaisquer ações – por exemplo, por meio da celebração de um acordo de acionistas entre sócios que atuavam de forma independente – não é obrigatória a realização da oferta pública prevista neste artigo” (2011:821).

decorrência de negócio envolvendo, necessariamente, a alienação desse mesmo controle – não fica exposto a perdê-lo sem que concorra para o resultado ou sem poder lançar mão de meios, legítimos, para defender sua posição.

Por outro lado, pouco importa que o acionista majoritário, que aliena suas ações, não “usasse” seu poder, conforme conceito do art. 116, “b”. Isto porque o adquirente, ao adquirir a maioria das ações, poderá – ou certamente – usará seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Não haveria sentido no pagamento de sobrepreço se não fosse para, em razão dele, assumir posição distinta da que um mero detentor de ações ostenta.

2.1. Inexistência de OPA na alienação de controle minoritário

Partindo-se da premissa de que o adquirente do controle somente será obrigado a realizar a OPA do art. 254-A se a aquisição implicar, sob o prisma do alienante, uma alienação de controle, e, ainda, se essa posição alienada se revelar estável e impossível de superação pela reunião de outras ações não integrantes do negócio, a hipótese descrita no art. 254-A não se aplica à alienação de controle minoritário, inclusive se a dispersão acionária for imensa. Essa conclusão não é afetada pela ocorrência, ou não, de tentativas pretéritas de organização de blocos a fim de superar a posição do controlador minoritário. O que importa, portanto, é a transferência da maioria das ações votantes, o que não se verifica na alienação de controle minoritário.

2.2. Aquisição de controle minoritário, oportunidade do controlador gerencial e a OPA estatutária

A pessoa que adquire controle minoritário, em negócio único ou vários negócios, não se sujeita à OPA do art. 257 da Lei 6.404/76, porque sua posição não lhe permite resistir à vontade de outros acionistas que, eventualmente, se reúnam com número maior de ações do que as suas, levando-os ao controle da companhia e consequente dominação da formação da vontade social. Esse é o ambiente propício, também, para que o controlador gerencial adote técnicas aquisitivas de posição societária e passe a dominar a sociedade – fundamentando (e de certa forma estabilizando) seu poder na propriedade acionária minoritária. Quanto maior o poder gerencial, e quanto maior a dispersão da base acionária, maiores serão as oportunidades

para que a burocracia diretiva contrate técnicas de financiamento para aquisições de ações, modificando – ou ampliando – seu *status* interno.

Ocorre, no entanto, que diversas companhias estabelecem, em seus estatutos, cláusulas que obrigam o acionista ou a pessoa que adquire determinado percentual de ações a realizar oferta para aquisição das ações dos demais acionistas. Muito se discutiu a respeito da funcionalidade e dos propósitos dessas cláusulas, mas não se produziu uma resposta unívoca. Ela se presta a distintas finalidades, implícitas ou explícitas, e decorrem, sobretudo, da estrutura de capital da companhia. Ou seja, dos propósitos dos agentes que comandaram a abertura de capital ou que, em algum momento da existência da companhia, conduziram sua adesão a um dos níveis diferenciados de listagem do Novo Mercado, estabelecendo regras visando à proteção de certos interesses.

Destacam-se três situações distintas. Na primeira, a companhia é controlada por controlador majoritário; na segunda, por controlador minoritário e, na terceira, inexistente controlador definido. Em todos esses exemplos, fixa-se, como premissa, a existência de cláusula com características como a que segue¹⁶:

Qualquer acionista ou pessoa que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, o Regulamento do Novo Mercado, outros regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste Artigo.

Considerando o patamar estabelecido no estatuto, a OPA pode ocorrer em quaisquer das hipóteses de aquisição de controle societário, exceto o totalitário. Assim, se o controlador detiver, hipoteticamente, 55% das ações de emissão da companhia, restando um *free float* de 45%, e qualquer outro acionista ou pessoa adquirir ou se tornar titular de ações representativas

¹⁶ Cláusula extraída do estatuto de companhia listada no Novo Mercado; trata-se, portanto, de situação real, e não meramente propositiva. Aliás, o percentual não é fixo, variando de companhia para companhia, conforme se indica no item 2.2.1.

de 20%, deverá realizar a oferta, tendo como objeto a totalidade das demais ações, ainda não adquiridas, assim como as ações do controlador majoritário. A cláusula, nesta situação, protege a posição do acionista controlador, criando uma barreira ao surgimento de acionistas minoritários com participações relevantes. Ou estimula a dispersão na base acionária não integrante do controle.

Na segunda hipótese, o controle é exercido por acionista minoritário, detentor de ações de emissão da companhia em número superior a 20% e inferior a 50%. Apesar da instabilidade de sua posição, que pode ser superada por qualquer acionista ou grupo de acionistas que some número superior ao seu, a cláusula estatutária impõe um ônus a qualquer interessado em acumular posição relevante, ao exigir que, para superar aquela posição acionária, o pretendente faça uma oferta, que englobará a totalidade das demais ações de emissão da companhia, inclusive as ações detidas pelo controlador minoritário. Ou seja, para assumir a posição de controlador, minoritário ou majoritário, não basta a aplicação de recursos suficientes para superar o “rival”; deve-se, além disso, sujeitar-se à situação de financiamento de aquisição de todas as demais ações, inclusive do próprio controlador minoritário. Esse processo é carregado de tensão e incerteza. Ao formular a OPA, o ofertante não saberá exatamente o tamanho do cheque que deverá fazer para adquirir as demais ações, pois o nível de adesão é incerto. Mesmo assim, terá de se preparar para, no limite, adquirir a totalidade de ações, negociando financiamento e garantias com base no cenário mais drástico de liquidez. A consequência tende a ser desproporcional à causa. A razoabilidade é presumida quando a aquisição representa o controle majoritário, estável, pois, ao atingir este patamar, o adquirente não haverá como ser superado nas assembleias, exceto se impedido de votar, na forma de legislação societária.

Na terceira hipótese, inexistente controle definido. Para dominar a assembleia, qualquer acionista ou pessoa deverá adquirir ações que superem o número de ações detidas pelo acionista que, com participação mínima, prepondera, sem permanência, em assembleia anterior. Mas é possível que a dominação seja manipulada por administradores, que pedem e reúnem procurações, somando votos inferiores ou superiores a 20%. Ou seja, apesar de administradores não votarem em nome próprio, mas em nome e por conta de acionistas, que lhes outorgam poderes de representação, indica, na prática, o domínio sobre a vontade de

grupo de acionistas. Esse controle, que não é societário, funda-se na confiança, inerente à relação de mandato. A quebra dessa “fidúcia” é improvável pelo pedido de nova procuração e oferecimento de vantagens, inclusive dividendos, por parte de acionista que tente superar a posição contratual (decorrente de mandato) construída (ou negociada) pelos administradores. De maneira que o caminho para superação e dominação da assembleia passa pela aquisição de ações em número superior ao controlado, pela confiança, pelos administradores. Se o número for inferior a 20%, não se aplica a cláusula estatutária. Se exceder este percentual, exige-se, como consequência, a realização de OPA, na forma acima transcrita. Em companhias com esta composição de capital, protege-se a manutenção da dominação *gerencial*, criando-se obstáculo ao restabelecimento de vinculação entre capital (propriedade acionária) e dominação da empresa. Ou, sob outro ângulo, movimentos mais agressivos, por parte do controlador gerencial, visando à aquisição de participação inferior ao limite, mas que lhe garanta uma posição relevante perante os demais acionistas – fato que pode lhe transformar em acionista societário minoritário.

Por fim, não se pode deixar de reconhecer que é justamente nessas companhias que surgem, de modo mais evidente, oportunidades de movimentos de tomadas hostis de controle.

2.2.1. A realidade das companhias listadas no Novo Mercado

Em novembro de 2014 havia 133 companhias listadas no Novo Mercado.¹⁷

Destas companhias, 75 ostentam cláusulas que obrigam o acionista ou a pessoa que adquirir determinado número de ações a realizar a OPA estatutária. O percentual adotado como referência varia de 2,5% a 35%. Dessas 75 companhias, 16 informam a existência de acionista singular detentor de mais de 50% das ações; em 29 delas, o maior acionista individual detém entre 20% e 50%; em 24, o percentual varia entre 20% e 10%; e, finalmente, apenas 6 companhias têm acionistas singulares detentores de menos de 10%.

O quadro abaixo indica os parâmetros identificados nos estatutos (inclusive ausência de identificação), as recorrências e os percentuais que cada parâmetro representa em relação às 133 companhias ou às 75 companhias em cujos estatutos existem cláusulas de OPA.

¹⁷ Dados levantados em novembro de 2014, nos sítios da BM&FBovespa e CVM.

Destacam-se, no universo das companhias com cláusulas estatutárias, as recorrências dos parâmetros de 15% e 20%, representativas de 10,52% e 23,30% do todo, e representativas de 18,66% e 41,33% das companhias com essas cláusulas¹⁸⁻¹⁹.

¹⁸ Em 2010, a BM&FBovespa promoveu um debate e um movimento visando à reforma dos regulamentos de listagem de seus níveis diferenciados, para inserir normas que entendia importantes para reforço do que chamo de “estado da governança”. Dirigida pela percepção de que o mercado responde favoravelmente a certas supostas boas práticas de governança, foram apresentadas diversas sugestões, que mexiam – como de fato mexeram – com a estrutura interna das companhias. Tais sugestões somente poderiam ser implementadas se não houvesse objeção de mais de um terço das companhias listadas no respectivo segmento que se pretendia reformar. De acordo com nota da própria BM&FBovespa, esse percentual representava, à época, 35 companhias para o Novo Mercado, 11 para o Nível 1 e 6 para o Nível 2. O número de companhias participantes do processo foi o seguinte:

Nº de companhias / segmento	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Companhias que se manifestaram	93	13	28
Companhias que não se manifestaram	12	6	7
Total	105	19	35

Uma das sugestões abordava justamente a fixação de determinado percentual do capital, o qual, quando atingido por acionista, o obrigaria à formulação de OPA para aquisição das demais ações, inclusive de eventual acionista controlador minoritário ou majoritário. O conteúdo da proposta, dirigida apenas ao segmento do Novo Mercado, era o seguinte: "Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) por Atingimento de Participação Acionária Relevante (proposta para Novo Mercado) – A OPA será aplicável na hipótese de acionista ou Grupo de Acionistas atingir participação acionária relevante de 30%. O preço da OPA será o maior preço pago pelo adquirente nos últimos 12 meses. Na hipótese de a OPA por Atingimento de Participação Relevante ser aprovada em audiência restrita, as companhias listadas no Novo Mercado até a data de entrada em vigor do Regulamento alterado poderão permanecer com as cláusulas de proteção à dispersão acionária (*poison pills*) constantes em seus estatutos sociais". Colocada à votação, 60 companhias votaram contra, reprovando-a, portanto. Parcela do mercado, inclusive a BM&FBovespa, lamentou a derrota, concluindo que a reforma, apesar de relevante, não fora completa.

Tudo cf. e disponível em http://www.ibri.org.br/Upload/Arquivos/novidades/Press%20Release_Anúncio%20Resultado-09%2009%202010_FINAL.pdf; acesso em 13 de novembro de 2014.

¹⁹ Qualquer proposta visando à instituição, no país, de norma em âmbito regulatório ou autorregulatório que obrigue acionista a efetuar a OPA ao atingir determinado percentual de ações votantes deverá ser sensível à realidade local, e tratar situações distintas conforme suas próprias peculiaridades. A estrutura de capital de companhias brasileiras listadas e as características do mercado de dívida e de instrumentos de financiamento não podem ser desprezadas. Por isso, não raro, a escalada ou a aquisição de ações por parte de algum acionista pode representar uma alternativa para problemas conjunturais, sobretudo quando conjugadas com injeções de capital na companhia, ou criando ambiente propício a uma retomada de projetos e investimentos. Essa realidade local, somada à ainda forte presença de acionistas ou blocos estáveis de controle, indica a necessidade de uma modelagem própria, local. Seria inapropriada, consequentemente, a importação de modelos alienígenas, que talvez façam sentido em suas respectivas jurisdições e em função de suas realidades. Nesse sentido, a OPA deveria ser obrigatória em duas hipóteses. Primeira, se não houvesse acionista detentor de ações representativas de mais de 50% do capital. Ele já dispõe da possibilidade de dominar as assembleias, mesmo contra a resistência de acionista que houver acumulado o percentual legal, exceto nas hipóteses de quórum qualificado e desde que sua participação não o supere. Ao contrário, não haverá incentivo para que acionistas, com perfil de detenção de participações minoritárias, aumentem suas posições e, com isso, empreguem recursos para atuar ativamente. Segunda, havendo controlador minoritário, a referência deveria ser dupla: (i) um percentual legal e (ii) a superação da posição do controlador. Assim, a OPA somente ocorreria se a participação do acionista superasse ambos os critérios, implicando a possibilidade de dominação efetiva, apesar de possíveis resistências do acionista controlador minoritário anterior e demais acionistas. Essas situações deveriam justificar a OPA. Ou seja, a

Mínimo para realização da OPA Estatutária	Nº de Empresas (total = 133)	Porcentagem (em relação às 133 companhias)	Porcentagem (em relação às 75 companhias)
Sem definição no Estatuto	58	43,60%	-
2,5%	1	0,75%	1,33%
5%	2	1,50%	2,66%
8%	1	0,75%	1,33%
10%	7	5,26%	9,33%
15%	14	10,52%	18,66%
20%	31	23,30%	41,33%
22%	1	0,75%	1,33%
25%	9	6,76%	12%
30%	6	4,51%	8%
33%	1	0,75%	1,33%
35%	3	2,25%	4%

2.3. Inexistência de OPA na alienação de controle totalitário

Todos os fundamentos para que o adquirente de controle formule uma OPA se apresentam nos negócios envolvendo a alienação de controle totalitário. Mas a oferta é inaplicável. Recorde-se, inicialmente, que o art. 254-A trata da alienação de controle de companhia aberta, exclusivamente. Companhia aberta, conforme dispõe o art. 4º, é aquela cujos valores mobiliários de sua emissão estão admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. Somente podem ser negociados nesse mercado os valores mobiliários de companhia registrada na CVM.

Ao registrar-se a companhia terá, necessariamente, ao menos dois acionistas, exceto se se tratar de subsidiária integral, na forma do art. 251 da Lei 6.404/76. Supondo que, após o registro, um dos acionistas venda suas ações ao outro, aquele consolida a totalidade das ações. Trata-se, do ponto vista prático, de situação improvável. Por outro lado, imagine-se que a

configuração de determinada posição acionária, somada à possibilidade de imposição de vontade pela detecção de parcela relevante de ações, superior à de qualquer outro acionista e próxima do controle estável, fundamentaria, portanto, a obrigatoriedade de formulação da OPA. Isso dito, resta o tema da fixação do número que, quando atingido, dispararia a obrigatoriedade de realização da oferta. Tal número não poderia ser vulnerável, podendo ser superado, com certa facilidade, por outros acionistas (como no caso da fixação em 30%), e deveria estar próximo do controle estável, de modo que, diante de uma escalada ou pequenas aquisições por parte de outro acionista, o controlador teria possibilidade de, ele também, aumentar sua posição e atingir o controle majoritário. O número se fixaria entre 40% e 50% e combinado com a inexistência de acionista majoritário. Uma situação como essa, inegavelmente favorável à manutenção do poder e à consolidação do controle majoritário, justifica a imposição de OPA e os ônus dela decorrentes (apesar de, como dito anteriormente, modificar e, de certo modo, abalar a estrutura atual da Lei 6.404/76).

companhia aberta ostente, efetivamente, apenas um acionista. A unipessoalidade decorrerá de uma das seguintes hipóteses: (i) negociação ocorrida entre acionistas, como descrito no parágrafo anterior; (ii) de sua própria natureza, se se tratar de subsidiária integral; (iii) por força do disposto no §6º do mencionado art. 4º (ou resultante de alguma modalidade de OPA).

Este parágrafo determina que o acionista ou sociedade controladora que adquirir novas ações da companhia, afetando a liquidez de mercado de ações remanescentes, será obrigado a realizar a OPA, para aquisição da totalidade das ações no mercado. Admitindo-se a adesão de todos os acionistas, a companhia passará a ser controlada por acionista único, na forma de controle totalitário. Diante desse cenário, eventuais intenções de compra de ações pressupõem uma negociação direta com o acionista único, que se passará em ambiente privado, e não mediante oferta aberta e pública. Iniciando-se e se concluindo a negociação privada, o então detentor da totalidade das ações transferirá (i) todas as suas ações, (ii) a maioria ou (iii) a minoria delas. E como, qualquer que seja o objeto da negociação, inexistente outro acionista a quem se formular a OPA, ela se revela inaplicável²⁰.

2.4. Alienação da totalidade das ações com direito a voto

Entende-se, por acionista totalitário, aquele que detém a totalidade das ações de emissão da companhia. Esse enunciado revela uma possível fissura no conceito de controle totalitário: seria a propriedade da totalidade de ações de emissão da companhia, como aqui assumido, ou a totalidade das ações com direito a voto? O controle totalitário refere-se à primeira hipótese. A outra deve ser enquadrada na disciplina do controle majoritário.

Isso porque a Lei 6.404/76 contempla uma série de situações em que o acionista titular de ações sem direito a voto ou com voto restrito pode votar. Essas situações dividem-se em três grupos: (i) necessário, (ii) facultativo ou (iii) provisório. No primeiro grupo insere-se, por exemplo, a “criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto”, cuja eficácia depende de “prévia aprovação ou da ratificação, em prazo prorrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de

²⁰Essa realidade demonstra, aliás, a inatacável distinção entre o controle totalitário e o controle *quase totalitário*. Existissem acionistas, mesmo que um, a OPA, em tese, seria obrigatória.

ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta lei” (art. 136, §1º da Lei 6.404/76). No segundo grupo inclui-se a transformação, que é a operação pela qual a sociedade passa de um tipo a outro, por exemplo, de limitada a anônima, ou vice-versa. Conforme disposto no art. 221, a transformação exige o consentimento unânime de sócios, exceto se houver previsão em sentido contrário no estatuto ou no contrato social²¹. No terceiro grupo cataloga-se a aquisição do direito de voto quando verificadas certas situações excepcionais previstas em lei. É o que estipula, por exemplo, o art. 111, §1º, que determina que as ações preferenciais sem direito a voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia deixar de pagar dividendos fixos ou mínimos, pelo prazo fixado no estatuto, não superior a três anos.

Em todos esses grupos a relação de poder pode modificar-se em função dos critérios legais ou estatutários pertinentes ao voto de acionistas detentores de ações que, ordinariamente, não ostentam esse direito. Neste sentido, imagine-se que a relação entre ordinárias e preferenciais seja de 1/3 de ordinárias para 2/3 de preferenciais²², conforme se admitia antes da reforma decorrente da Lei 10.303/01²³, e que a companhia fica três anos sem pagar dividendos, resultando na aquisição do direito pela totalidade das ações preferenciais. O acionista controlador, hipoteticamente detentor da totalidade das ações votantes, passa a minoritário, detendo 33% do capital social e das ações votantes, enquanto as preferenciais preservarem o direito de voto.

2.5. Aquisição de controle de companhia com controle totalitário e o art. 257

Caso algum agente pretenda adquirir controle de companhia aberta controlada, hipoteticamente, por único acionista, poderia, em tese, lançar a OPA do art. 257. Essa medida teria efeito apenas midiático e, eventualmente, psicológico. Isso porque havendo apenas um acionista, não seria esse o caminho apropriado para chegar-se ao controlador. A oferta desse artigo tem como destinatários acionistas distintos e dispersos, proprietários de ações que,

²¹ O Art. 1.114 do CCB regula a transformação da mesma forma. Com efeito, trata-se de operação que depende do consentimento de todos os sócios, salvo se prevista no ato constitutivo.

²² É o que estabelecia o §2º do art. 15: “O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações admitidas”.

²³ Após a reforma, o parágrafo passou a ter a seguinte redação: “O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas à restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações admitidas”.

reunidas, representam, para o ofertante, aquisição de controle. O negócio envolvendo a alienação de controle e, sob o prisma do adquirente, a aquisição de controle a um controlador identificável, pressupõe uma negociação privada, estabelecida, na maioria das vezes, sob sigilo e sujeita a contrato que impede a revelação, pelos partícipes, de sua existência.

2.6. Controle majoritário, o uso efetivo do controle e OPA

Como afirmado no item anterior, o negócio envolvendo a alienação de controle pressupõe, como regra, uma negociação privada, que tem como consequência uma oferta pública a todos os demais acionistas titulares de ações com direito a voto²⁴. Mas se trata, na origem, de negócio de “natureza privada”²⁵. Esse negócio representa a alienação de número de ações que, por si só, garante ao titular a supremacia nas assembleias gerais e o poder de eleger a maioria de seus administradores. O controle somente se estabiliza se esse estado de coisas não puder ser alterado sem a vontade exclusiva do titular dos direitos de sócio. Sempre que a alteração puder ocorrer por motivos externos, alheios à sua vontade, está-se diante de situação que não justifica a imposição de um ônus a quem pretender substituí-lo, justamente pela impossibilidade de preservação do controle, em determinados casos de resistência ou oposição de outros acionistas. Por isso o necessário reconhecimento de que a norma do art. 254-A não incide sobre os fatos caracterizados pela alienação de controle minoritário. Isola-se, assim, a única hipótese de OPA, em negócios de reorganização societária que tenha como objeto a alienação: há de haver alienação de controle societário majoritário.

Pressupõe o controle majoritário a titularidade de direitos de sócios que assegurem ao titular a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores, de modo estável, inexistindo a possibilidade de superação dessa situação fática por qualquer sócio ou todos os demais sócios juntos. Mesmo que o acionista controlador não use efetivamente seu poder, poderá, a qualquer momento, reverter a situação e superar o

²⁴ As companhias listadas no Nível 2 do Novo Mercado sujeitam-se à norma distinta, pois, sendo admitida a criação de ação preferencial, a OPA dirige-se a qualquer acionista, inclusive titular de ação preferencial, com voto restrito, conforme se depreende do seguinte texto: “8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.”

²⁵ No mesmo sentido, Eizirik (2011:413).

acionista controlador minoritário que vinha impondo sua vontade nas deliberações e elegendo a maioria dos administradores. A instabilidade, que caracteriza o controle minoritário, torna-se ainda mais intensa quando a dominação decorre da passividade de acionista detentor de ações representativas da maioria das ações votantes.

Na definição de acionista controlador, a Lei 6.404/76, no art. 116, acrescenta à situação de titularidade da maioria dos direitos de sócios o uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da administração. O uso efetivo, para caracterização da situação de acionista controlador, e sua consequente responsabilização, é motivo de divergência doutrinária, que não importa a este estudo²⁶. De todo modo, a alienação da maioria das ações votantes, sejam elas usadas ou não pelo alienante, caracteriza a hipótese descrita no art. 254-A e obriga o adquirente à realização da OPA. Isto porque, devido à instabilidade do controle minoritário, presente também no caso em que o detentor da maioria das ações votantes não as use para dominar as relações societárias, o adquirente habilita-se ao exercício do poder de fato, decorrente de sua posição de titular da maioria das ações votantes²⁷.

²⁶ Para Fábio Konder Comparato: “A exigência do uso efetivo do poder ‘para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia’ somente se compreende, como elemento integrante da definição do controlador, em se tratando de controle minoritário. Neste, com o efeito, o titular de direitos de sócio que lhe assegurariam a preponderância nas deliberações sociais, em razão da dispersão acionária, pode manter-se ausente das assembleias gerais, perdendo com isto, de fato, o comando da empresa. Já no controle de tipo majoritário, porém, o desuso ou mau uso do poder não é elemento definidor do *status*, pois ainda que o controlador afete desinteressar-se dos negócios sociais, não pode arredar o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome, ou por delegação sua, o que a tanto equivale” (1976:74). Em sentido contrário, Eduardo Secchi Munhoz: “Ante a redação do dispositivo, porém, a interpretação de Fábio Konder Comparato não parece a mais adequada, pois ali não se estabelece nenhuma distinção entre as espécies de controle (majoritário ou minoritário), ao se prever o requisito do uso efetivo do poder (...). Se um acionista detém mais da metade das ações com direito a voto, mas nunca comparece aos conclaves, permanecendo em posição de total absenteísmo, outro acionista que comparecer, ainda que detendo menos da metade das ações, pode determinar a orientação dos negócios sociais, hipótese em que se caracteriza o controle minoritário” (2002:239).

²⁷ Em fundamentado voto, no Caso Pão de Açúcar-Casino, Pedro Oliva Marcilio de Sousa assim se pronunciou: “31. Isso nos leva a perguntar se faria sentido excluir o exercício do controle como requisito para a necessidade de oferta pública. Parece-me que sim, por um argumento simples: se, na alienação de controle, alienante deve entregar algo (controle) e o adquirente deve receber esse mesmo algo, e, dado que não há obrigação do titular de mais de 50% das ações com direito a voto exercer o controle, a verificação da aquisição de controle – que obrigaria o adquirente a realizar oferta pública – só poderia ser verificada posteriormente à transferência dos valores mobiliários, se e quando o adquirente passasse a exercer o controle. 32. Contra esse argumento, não se pode nem mesmo afirmar que o relevante é a alienação e não a aquisição, pois o art. 254-A menciona expressamente o adquirente do controle. Não sem outro motivo, tem-se como pacífico que a alienação de controle mediante oferta pública para investidores dispersos não gera oferta pública (pois ninguém o adquire). 33. Mesma conclusão se chega quando analisamos a questão sob a perspectiva do alienante. Se o alienante é titular de mais

Como afirma Alfredo Lamy Filho, o poder pode ser jurídico ou de fato. Poder jurídico, ele continua, advém de lei, e seu titular pode obter tutela estatal para que outros sujeitos a ele se submetam. O poder de controle de sociedade empresária, ele conclui, é um poder factual, e não jurídico. Não há lei que confira ou assegure o poder a uma pessoa. Da mesma forma, proíbe-se o voto plural, conforme disposto no art. 110, §2º da Lei 6.404/76, e cada ação tem direito a apenas um voto. De modo que o poder de controle decorre da reunião de ações que confere a maioria de direitos de sócios, e se estabiliza se não houver ações em circulação em número superior às ações reunidas pelo controlador societário. Daí a lei definir acionista controlador, e não controle, e reconhecer o dinamismo dessa situação, em contraposição a uma situação estática. Por isso a coerente conclusão do autor, no sentido de que se evidencia a natureza fática do poder porque:

a) não há norma legal que confira ou assegure poder de controle: esse poder nasce do fato da formação do bloco de controle e deixa de existir com o fato da sua dissolução; b) poder de controle não é direito subjetivo: o acionista controlador não pode pedir a tutela do Estado para obter que esse respeito seja respeitado, a não ser quando se manifesta através do exercício regular do direito (ou poder jurídico) de voto nas deliberações da Assembléia Geral; e (c) o poder de controle não é objeto de direito: não pode ser adquirido nem transferido independentemente do bloco de controle, que é a sua fonte. (1996:620)

Assim, pouco importa o uso efetivo, ou não, do poder. O poder de controle não pode ser adquirido de modo independente, como um *bem* próprio (*idem*). Ele não se destaca do bloco de ações que caracteriza o controle, e também dele não se derivam institutos ou *produtos* que permitem sua negociação, sem observância das normas que tratam da alienação do controle. O que a Lei 6.404/76 tutela, portanto, não é a alienação do poder jurídico, que inexistente, como transcrito acima, mas o poder de fato, o qual somente será considerado para efeito da OPA se houver a reunião da maioria das ações votantes. Essa proposição desconsidera o efetivo uso,

da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, ele não é considerado, para fins do art. 116, como acionista controlador. Nada obstante, caso ele aliene essas ações e o terceiro adquirente tenha interesse em exercer o controle da companhia, esse adquirente estará apto a exercê-lo e deveria estar disposto a pagar o mesmo prêmio de controle que pagaria a um acionista controlador propriamente dito, dado que o bloco de ações de um (acionista controlador) ou de outro (acionista com ações suficientes para ser considerado acionista controlador, mas que não exerce o controle) concederá ao adquirente os mesmos direitos. O fato de o alienante não ser considerado acionista controlador, para fins do art. 116, “b”, justificaria a não realização de oferta pública nesse caso? Creio que não”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>.

pelo alienante, de seu poder. Basta que se confirme a reunião da maioria das ações votantes por uma pessoa ou grupo de pessoas, e que essas ações sejam objeto de reorganização envolvendo a alienação de controle, para que o adquirente se sujeite ao comando de realizar a oferta prevista no art. 254-A.

Em outras palavras, mesmo que o acionista majoritário omissa possa, no plano do direito das obrigações, ser considerado irresponsável por atos de controle, sua decisão de alienar sua participação não será irrelevante e sem efeitos jurídicos. A Lei 6.404/76 considera a potencialidade dessa reunião de ações e o provável uso pelo adquirente com a finalidade de impor sua própria vontade, assumindo a posição de Max Weber, no sentido de que “[p]oder significa toda a probabilidade de impor a própria vontade numa relação social, mesmo contra resistências, seja qual for o fundamento dessa probabilidade” (2004:33). O que importa, para que a norma se imponha, não é o uso efetivo do poder pelo alienante ou a finalidade que lhe pretenda dar o adquirente, mas simplesmente o fato de que as ações objeto da reorganização possam instrumentalizar a vontade de um novo agente, mesmo, como apontou Max Weber, contra a vontade de todos os demais acionistas, titulares de todas as demais ações.

2.7. Controle minoritário e o poder de fato

Por fim, analisando-se o poder de fato decorrente do controle minoritário, ele é desprezado, como motivo de oferta, em caso de aquisição das ações que o sustentam (que serão, necessariamente, em número inferior à metade do capital votante), justamente pelo fato de não permitir ao seu detentor ou ao seu adquirente a possibilidade de impor sua vontade em caso de resistência qualificada. O controlador minoritário prevalecerá sempre que a resistência não se qualificar; daí, inclusive, o fundamento de sua dominação. Mas sucumbirá quando a organização opositora lhe for superior. Ou seja, esse movimento organizacional está além de suas próprias forças.

3. Alienação de controle empresarial

O direito não oferece uma disciplina própria da alienação do controle empresarial. Também não admite, no caso, processo integrativo, mediante adoção do regime da alienação de controle societário à alienação de controle empresarial. São situações incompatíveis. A OPA do art. 254-A se justifica por estender a determinados acionistas condições que se aproximam ou se

equiparam, conforme o caso, às obtidas pelo controlador. Visa a afastar a exclusividade de benefícios pessoais, permitindo que outros sócios aproveitem as condições contratadas privadamente pelo detentor do poder societário. No caso da alienação de empresa, nenhum sócio, ao menos diretamente, se beneficia do negócio, recebendo, em nome próprio, o preço de venda. A contrapartida da alienação pertencerá, exclusivamente, ao alienante – que é o empresário.

Por isso, negócios realizados no plano empresarial, sem modificação da base societária, não são compensados por direitos subjetivos, atribuídos a sócios, com o propósito de repor situações pretéritas, ou que faculte (a) a retirada ou (b) a prerrogativa de receber uma oferta igualando as condições da negociação realizada pelo ofertante. Explica essa opção legislativa o emprego de um modelo lógico, que pauta a própria construção do direito societário, consistente na determinação das bases da sociedade, e não da empresa, o que justifica e reclama a correta distinção entre sociedade e empresa, reorganização societária e empresarial e, por fim, controle societário e empresarial. Essas separações são fundamentais para a compreensão e organização das condutas e suas consequências, no âmbito da formação dos chamados *mercados*.

A partir da identificação de que as estruturas de capital de companhias brasileiras passam por mutação, espontânea ou induzida, resultando numa cada vez mais presente dominação burocrática, irresistível, dos elementos de empresa, a decisão a respeito da forma de negócio de reorganização a realizar acaba por intensificar o poder do controlador gerencial, sobretudo quando não sujeito a qualquer forma de controle por parte dos sócios.

Nesse cenário, conquanto o sistema preveja algumas técnicas que, a princípio, inibem a apropriação indevida desses elementos, sua eficácia é questionável e não resiste ao implemento de outras técnicas, fruto da complexidade relacional de que participa a sociedade.

3.1. Aquisição de empresa, o art. 257 da Lei 6.404/76 e a destinação dos recursos decorrentes da alienação

Negócio envolvendo a aquisição de empresa, titulada por companhia aberta, não tem qualquer relação com a oferta pública prevista no art. 257. O bem que se pretende adquirir pertence a uma pessoa, a própria companhia aberta, com quem a relação comercial se estabelece, e única

destinatária do preço de venda. O preço ingressa em seu patrimônio, em conta do ativo, e seu emprego, pelo controlador gerencial, deverá respeitar os limites e competências legais e estatutários. Nenhum acionista poderá apropriar-se do produto da alienação, como, aliás, já não podia apropriar-se de qualquer ativo social antes da realização do negócio. Assim uma oferta pública não faz sentido porque, em primeiro lugar, o proprietário da empresa pretendida é conhecido e a negociação se trava em ambiente privado e, em segundo, porque não existem destinatários, mas destinatário único: a própria companhia.

O sócio controlador de sociedade empresária que aliena empresa não se apropria do preço, pois não lhe pertence. Se o fizer, estará praticando ato ilícito. A mesma lógica se aplica à apropriação de qualquer ativo, financeiro ou não, e a qualquer tempo. Essa máxima vale, também, aos ativos transferidos pelo próprio sócio à formação do capital social. Seja dinheiro ou qualquer outro bem, passível de avaliação econômica, a integralização pelo sócio implica um ato de disposição do bem ou dinheiro transferido, em caráter definitivo. Eventual arrependimento superveniente não o autoriza a reaver seu capital ou bem. Em troca, o sócio recebe quotas ou ações, representativas de parcela do capital. Esses títulos (ou direitos, no caso de quota de sociedade limitada) ingressam em seu patrimônio e podem ser objeto de negócios jurídicos. Mas, insiste-se, não pode o sócio negociar o patrimônio da sociedade²⁸. Esse estado de coisas não afasta toda e qualquer possibilidade de destinação de recursos da sociedade aos sócios. O sistema admite a transferência entre sociedade e sócios nas hipóteses de: (i) distribuição de dividendos²⁹; (ii) redução de capital³⁰; (iii) empréstimos³¹; ou (iv)

²⁸ Mesmo que determinado negócio deva ser deliberado pela assembleia, esta não pratica o ato, apenas autoriza sua realização pela companhia. O sujeito da relação contratual será a companhia, e não a assembleia.

²⁹ A sociedade somente está autorizada a pagar dividendos à conta de lucro do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros. Os acionistas reúnem-se anualmente em AGO, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício, e tomam contas dos administradores, examinam, discutem e votam as demonstrações financeiras; ademais, deliberam sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos. Além de dividendos anuais, aprovados em AGO, existe previsão de pagamentos intermediários, observadas normas específicas, constantes do art. 204 da Lei 6.404/76. O *caput* prevê que a “companhia que, por força de lei ou de disposição estatutária, levantar balanço semestral, poderá declarar, por deliberação dos órgãos de administração, se autorizado pelo estatuto, dividendo à conta do lucro apurado nesse balanço”. Os dois parágrafos que compõem esse artigo são mais flexíveis ao permitir, no primeiro, que, havendo previsão estatutária, a companhia poderá levantar balanços e distribuir dividendos em períodos menores, desde que os dividendos pagos em cada semestre não excedam o montante das reservas de capital. O parágrafo segundo autoriza a previsão estatutária e o pagamento de dividendos intermediários à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral. Ou seja, conforme estabelecido nesse parágrafo, a companhia pode aproveitar-se de balanços anteriores e, havendo disponibilidade, pagar dividendos. Assim, o lucro gerado pela alienação da empresa pode ser distribuído pela sociedade alienante, observadas as normas referidas acima.

³⁰ O art. 173 da Lei 6.404/76 autoriza à assembleia geral deliberar a redução de capital em duas circunstâncias: (i)

liquidação da sociedade³². Mas, em todas elas, a transferência deverá se sustentar em uma deliberação social ou em um negócio contratado pela administração, e não em um ato de apropriação de patrimônio alheio.

quando a companhia tiver prejuízo, reduzindo-se o capital até o montante dos prejuízos acumulados; ou (ii) se for reputado excessivo. O art. 1.082 do CCB dispõe de modo análogo, da seguinte forma: “pode a sociedade reduzir o capital, mediante a correspondente modificação do contrato: I – depois de integralizado, se houver perdas irreparáveis; II – se excessivo em relação ao objeto da sociedade”. Na primeira, a redução não implica devolução de capital aos sócios. Trata-se de operação contábil, em que se reduzem duas contas, uma de prejuízo e outra de capital social, sem efeito direto no caixa da sociedade. Ao final tem-se uma sociedade com menor capital, porém com um prejuízo igualmente menor, de maneira que a aproxima, em tese, duma situação de estabilidade ou lucratividade contábil, e, a partir da geração de lucros, da viabilidade de pagamento de dividendos aos sócios. A segunda, por outro lado, gera, necessariamente, devolução e transferência de capital aos acionistas. O fundamento é o excesso. Esse fundamento costuma ser adotado quando a sociedade dispõe de recursos em caixa, sem uma destinação empresarial específica, e não pode distribuí-los integralmente aos sócios porque os lucros apurados ou em reserva são inferiores ao montante que se pretende distribuir. A redução de capital pode, nesta hipótese, ser uma maneira de fazer o produto da alienação de empresa chegar aos bolsos dos acionistas.

³¹É comum verem-se negócios entre sócios e sociedade, ou vice-versa, cujos fluxos financeiros são justificados pela realização de empréstimos. Sócios emprestam recursos à sociedade quando, apesar das necessidades para desenvolvimento de alguma atividade ou para enfrentamento das obrigações cotidianas (capital de giro), não pretendem aumentar sua contribuição, em caráter definitivo, para formação ou incremento de capital. Em outras palavras, a transferência ocorre a título provisório, devendo ser restituída ao término de determinado prazo e acrescida dos respectivos encargos. Difere, portanto, da subscrição de capital, pois, nesta hipótese, o capital é transferido, mediante integralização, de modo definitivo à sociedade, em troca de ações ou quotas. E o retorno do capital propriamente dito somente ocorre mediante redução (ou dissolução), que exige uma série de procedimentos e condições. Empréstimos ocorrem, normalmente, em sociedades limitadas ou companhias fechadas, quando há excesso de recursos em caixa e inexistência de lucros contábeis. Note-se que o empréstimo não é definitivo, devendo o negócio ser liquidado, conforme condições contratuais. Negociando-se um empréstimo da sociedade ao sócio, este terá uma dívida para com a sociedade, a qual contabilizará, em seu balanço, um crédito exigível contra o sócio, em conta do ativo, no ativo realizável a longo prazo, independentemente do prazo contratado (art. 179, II da Lei 6.404/76). Os encargos financeiros serão reconhecidos como receita financeira da sociedade, observando-se o regime de competência. Do ponto de vista tributário e no que concerne ao imposto de renda, essa receita é equiparada a rendimentos de aplicações financeiras de renda fixa, independentemente de a fonte pagadora ser instituição autorizada a funcionar pelo Bacen ou não. Não é incomum que se inclua no estatuto da companhia ou no contrato de sociedade limitada a necessidade de deliberação de sócios, em assembleia ou reunião, conforme o caso, a respeito de negócios entre sociedade e sócios, inclusive envolvendo empréstimos. Em outras, especialmente companhias abertas, a aprovação é deslocada para o conselho de administração, órgão ao qual compete, então, deliberar sobre o tema. Veja-se redação extraída de companhia listada no Novo Mercado: “Artigo 20º Compete ao Conselho de Administração: (...) (xxv) deliberar sobre a realização de operações e negócios de qualquer natureza entre a Companhia e o acionista controlador, ou suas sociedades controladas ou coligadas, direta ou indiretamente, nos termos da regulamentação aplicável, bem como qualquer operação ou negócio de qualquer natureza envolvendo a Companhia e qualquer de seus administradores; (...)”

³²Outra forma de transferência de recursos da sociedade aos sócios acionistas é mediante a liquidação da sociedade. A liquidação pressupõe um ato anterior, que é a dissolução. Dentre as modalidades catalogadas pela Lei 6.404/76 e pelo CCB, importa a que decorre de deliberação de assembleia geral ou de sócios. Deliberada a dissolução, inicia-se a liquidação, devendo-se, dentre outros atos, arrecadar bens da sociedade, pagar o passivo e partilhar o ativo. Numa sociedade em que existam poucos passivos e muitos ativos, por exemplo, de natureza financeira decorrentes da venda da empresa, aos sócios serão partilhados esses recursos e todos os demais eventualmente existentes, que excederem os pagamentos das contas passivas. Trata-se de situação drástica, pois é o ato que antecede a extinção da sociedade. Aliás, extingue-se a sociedade justamente pelo encerramento da liquidação. Mas não deixa de expressar uma forma jurídica legítima para que o produto da alienação de empresa chegue às mãos dos sócios, quando não se pode fazê-lo pelas vias do pagamento de dividendos ou da redução de capital.

3.2. A posição da burocracia administrativa nas alienações ou aquisições de empresa

O controlador gerencial não é proprietário dos elementos de empresa. Ele é, aliás, órgão de onde se emana a força executiva da atividade empresarial. Daí a conclusão lógica de que tanto o sócio, controlador ou não, como o administrador, vestido de controlador gerencial, não se legitimam a apropriarem-se de patrimônio que não lhes pertence, mesmo que, sob determinado ângulo, exerçam, sobre aquele patrimônio, o poder de disposição. Em contrapartida, o único titular e legítimo proprietário do patrimônio é o empresário, protagonista da empresa, ou seja, na hipótese considerada, a sociedade empresária.

Eventuais transferências de recursos da sociedade para o sócio devem respeitar uma das formas admitidas ou não vedadas em lei. Em qualquer uma delas, ao controlador gerencial nada toca. Apesar de protagonista da empresa e, eventualmente, manipulador da vontade dos sócios, sobretudo quando se lhe outorgam poderes de representação em assembleia, o resultado do sucesso de reorganizações, por ele concebidas, lhe é totalmente neutro, do ponto de vista do retorno de capital investido. Essa posição negativa inverte-se se os sócios atribuírem-lhe alguma forma de compensação ou – e aí reside o problema – havendo autoatribuição.

Os mecanismos de autoatribuição encontram limites apenas na criatividade (ou falta dela) de implementação dos objetivos almejados. Aliás, a própria reorganização eventualmente encubra um propósito pessoal e não, como se deve revelar, um interesse da sociedade. Quando aplicados de modo sofisticado, dificultam ou, não raro, impossibilitam a sua verificação pelo sócio. Conquanto se trate de conduta patológica, é uma realidade que não se pode desprezar, sobretudo a partir da inauguração de modelagens que reduzem o protagonismo do acionista controlador e elegem, como agente (do mercado), o administrador. Isto porque inexistem normas que lhe imponham padrões de conduta em reorganizações, não pela sua atuação como administrador, mas como controlador gerencial e principal ator do processo.

Concluindo, a reorganização empresarial costuma gerar, ao agente alienante (geralmente a sociedade empresária), disponibilidades que podem ser revertidas aos sócios, quando para isso houver amparo legal; ou que permanecem, parcial ou totalmente, sob gestão do próprio empresário (ou seja, do alienante). Nesta hipótese, e configurada a situação de domínio

gerencial, o controlador poderá, eventualmente, destinar os recursos para fins que lhe sejam pessoalmente interessantes, vestindo-os com o manto da legalidade – sem, portanto, afronta aparente à lei ou ao estatuto.

4. As relações entre controle e reorganização

Existe alguma relação entre o exercício do poder de controle societário e a realização de reorganização societária? A resposta não comporta solução unívoca.

Como regra, a realização de reorganização societária voluntária depende de deliberação de sócios. Deixando-se de atingir o quórum legal, estatutário ou contratual, a proposta não pode ser implementada. Essa situação se verifica em companhias: (i) com controle minoritário ou gerencial; (ii) com controle majoritário em que se preveja quórum superior à participação do controlador; ou (ii.i) em cuja deliberação o sócio esteja impedido de votar, recusando-se a proposta por conta da votação negativa dos demais sócios; ou (iii) em companhias com sócio titular de *golden share*. Por outro lado, como se verá no item 1.4.1 do Capítulo IV, há reorganizações que se realizam contra ou a despeito da vontade dos sócios, inclusive controlador, a exemplo daquelas impostas pelo CADE ou pela CVM. Expressam, essas hipóteses, reorganizações involuntárias.

De modo que, apesar da intuitiva relação entre a deliberação de reorganização e o exercício do poder de controle, essa relação não explica todo e qualquer negócio dessa natureza.

4.1. A *golden share* como mecanismo de controle de reorganizações

A Lei 6.404/76 proíbe a conferência de voto plural a qualquer classe de ações (art. 110, §2º). Por outro lado, autoriza a limitação do número de votos de cada acionista, mecanismo que, com efeito, é utilizado com frequência, inclusive para restringir o número de votos de determinada categoria ou nacionalidade de acionistas³³⁻³⁴. Observadas essas normas, a cada

³³ Veja-se, a propósito, cláusula extraída do estatuto da companhia Renner: “Artigo 10 - A Assembleia Geral reunir-se-á ordinariamente uma vez por ano e, extraordinariamente, quando convocada nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (...). Parágrafo 3º - A deliberação acerca de alteração ou exclusão do Artigo 42 deste Estatuto Social será tomada pela maioria absoluta de votos presentes, computando-se um único voto por acionista, independentemente da sua participação no capital social, na forma do §1º do Artigo 110 da Lei das Sociedades por Ações”. Disponível em: <http://portal.lojasrenner.com.br/renner/ri/index.htm>; acesso em 20 de dezembro de 2014.

ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral; quanto às preferenciais, podem ou não ter direito de voto, mas, se não tiverem, ou se sujeitarem à restrição no exercício desse direito, seu número não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas³⁵. As ações de cada classe conferem, aos seus titulares, direitos iguais. Daí interditar-se, por exemplo, a emissão de ações preferenciais de mesma classe com e sem direito de voto.

Esse cenário é abalado pela possibilidade de acionista titular de apenas uma ação resistir de modo exitoso às pretensões dos demais acionistas, inclusive de todos eles em conjunto. Confere-se a essa ação, ou “super-ação”, a alcunha de “classe especial”. O §7º do art. 17 estabelece que, nas “companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia geral nas matérias que especificar”. Essa redação foi inserida na reforma de 2001, por intermédio da Lei n. 10.303, e tinha como objetivo prover ao ente estatal o poder de veto sobre determinadas matérias³⁶. Este poder, cuja extensão se fixa no próprio estatuto, pode

³⁴ V., também, regras inseridas no estatuto da Embraer, que estipula, além de limitação de voto por acionista, limitação de voto por conjunto de acionistas estrangeiros: “Direito de Voto - Art. 14 - Cada ação ordinária conferirá direito a um voto nas deliberações da Assembleia Geral, observados os seguintes limites: I - nenhum acionista, ou Grupo de Acionistas, brasileiro ou estrangeiro, poderá exercer votos em número superior a 5% da quantidade de ações em que se dividir o capital social da Companhia; II - o conjunto dos Acionistas Estrangeiros não poderá exercer, em cada reunião da Assembleia Geral, número de votos superior a 2/3 do total dos votos que puderem ser exercidos pelos Acionistas Brasileiros presentes. Parágrafo Único - Não serão computados nas deliberações da Assembleia Geral os votos que excederem os limites fixados neste artigo. Art. 15 - Para efeito do disposto no inciso II do art. 14, após a instalação de cada Assembleia Geral: I - serão apurados, com base na lista de presença, e divulgados pelo Presidente da Mesa (conforme estabelece o art. 22, § 3º abaixo), o número total de votos que podem ser exercidos pelos Acionistas Brasileiros e pelos Acionistas Estrangeiros presentes, observado o disposto nos incisos I e II do art. 14; II - se o total dos votos dos Acionistas Estrangeiros exceder 2/3 (dois terços) dos votos que podem ser exercidos pelos Acionistas Brasileiros, o número de votos de cada Acionista Estrangeiro será reduzido proporcionalmente da porcentagem do excesso, de modo que o total dos votos de estrangeiros não supere o limite de 40% do total de votos que podem ser exercidos em tal Assembleia Geral. Parágrafo 1º - No caso de Acionistas Estrangeiros e Grupos de Acionistas Estrangeiros, as limitações acima serão aplicadas conjunta e sucessivamente. Parágrafo 2º - O Presidente da Assembleia Geral informará o número de votos que poderão ser exercidos por cada acionista presente, após a aplicação das regras constantes no art. 14 e no presente artigo.” Disponível em: <http://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=GrwYNw/VreTxNQQRDdOgKA==>; acesso em 14 de novembro de 2014.

³⁵ Destaca-se que não há limite à emissão de ações preferenciais, mas à emissão dessas ações sem direito de voto ou com restrição do direito.

³⁶ Essa reforma não teve o mérito de introduzir o tema no sistema. Como aponta Juliana Krueger Pela, “no Brasil, a chamada ‘ação de classe especial’ foi originalmente prevista pela Lei n. 8.301, de 12 de abril de 1990, que instituiu o Programa Nacional de Desestatização”. Posteriormente, uma série de iniciativas, tanto do Executivo como do Legislativo, trataram do tema, até culminar na reforma de 2001(2012:215).

abranger qualquer matéria, inclusive envolvendo reorganizações, servindo como mecanismo de controle de negócios dessa natureza³⁷.

Apesar de a lei referir-se à criação de ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente estatizante, o mecanismo vem sendo adotado para prover a acionistas que encerrem determinadas qualidades ou características, ou que tenham certos interesses legítimos, o poder de veto em relação a determinadas matérias. Juliana Krueger Pela menciona os exemplos da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC e da Caloi S.A. No primeiro, a ação de classe especial foi atribuída à BM&FBovespa, conferindo-lhe direito de aprovar, por votação em separado, “liquidação, fusão, cisão ou incorporação da CBLC”. Também se lhe confere poder de veto em negócios envolvendo “participação da CBLC em outras sociedades sempre que se fizer necessária a alteração estatutária prevista no art. 3º, inciso X deste estatuto”.

Em Caloi, a ação de classe especial foi conferida a uma sociedade encarregada de exercer a administração temporária (*interim management*³⁸), visto passar a companhia por situação de crise. Durante o prazo de execução do contrato celebrado entre a sociedade e o titular da ação, certas matérias somente poderiam ser implementadas com o voto positivo ou desde que não houvesse veto desse acionista (Pela, 2012:229).

4.2. O poder de veto estabelecido em acordos de sócios. Outra forma de limitar a prática de reorganizações

O acordo de acionistas, disciplinado no art. 118 da Lei 6.404/76, deve ser observado pela companhia quando arquivado na sua sede. Tais acordos versam, geralmente, sobre compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto e do poder de controle.

³⁷ Calixto Salomão, em seu *Novo Direito Societário*, refere-se a duas formas possíveis de *golden share*: uma, conforme prevista no próprio art. 17; outra, representativa, segundo ele, de “uma quinta forma de controle, não redutível a qualquer das quatro identificadas por Berle e Means”, representada pelo “controle gerencial direto, que não se confunde com o controle gerencial identificado pelos famosos autores, que decorre da mera diluição acionária”. Essa quinta forma se estabelece com certa simplicidade: “basta prever em estatuto, além da composição da diretoria e do Conselho de Administração, virtualmente todas as matérias relevantes para os negócios sociais, atribuindo, além disso, via estatuto social, substanciais poderes de direção dos negócios sociais aos órgãos de administração. Assim, com o poder de veto das alterações estatutárias e com o poder de eleger a maioria dos membros do Conselho, pode-se controlar a sociedade” (1998:114).

³⁸ V., a propósito, Castro e Knopfmacher, 2004.

Porém, na prática, acionistas costumam esticar a lista de matérias e regular outras, mesmo que não expressamente previstas na lei.

Um aspecto comumente negociado e estipulado é o direito de determinados acionistas, inclusive minoritários que reúnam certas características, de vetarem certas deliberações. Tais mecanismos de veto são adotados, geralmente, em companhias: (i) fruto de reorganizações societárias, conferindo-se a acionista minoritário, como condição do negócio, o direito de proteger-se contra certos atos, vetando-os; (ii) com participação de investidor transitório (cf. conceito apresentado no item 1.6 do Capítulo III), que igualmente condiciona a subscrição de ações à contratação, por via do acordo, de direitos especiais, como o de aprovar aumentos ou reduções de capital, ou reorganizações; ou (iii) decorrentes de reorganizações associativas, nas quais uma das partes, apesar de minoritária, negocia, como condição da associação, o direito de veto a certas matérias. As cláusulas abaixo foram extraídas de acordo de acionistas celebrado entre acionista controlador, detentor de aproximadamente 60% das ações representativas do capital total e votante, e investidor transitório, titular das ações restantes. Como condição de entrada e subscrição de ações, cujo produto da integralização se destinava a prover meios para expandir as atividades empresariais, negociou-se um conjunto de situações, distribuídas entre as competências da assembleia ou do conselho, que dependeriam, para sua aprovação, do voto positivo dos conselheiros indicados pelo investidor ou do próprio investidor, em assembleia. Os textos são os seguintes, apresentando-se, inicialmente, os vetos em assembleia:

Deliberações em Assembleia Geral. A cada Ação Vinculada corresponderá 1 (um) voto nas deliberações das assembleias gerais das Companhias. Todas e quaisquer resoluções ou deliberações das assembleias gerais dependerão do voto afirmativo de Acionistas representando, no mínimo, metade mais uma das ações com direito de voto das Companhias, ressalvadas as hipóteses especiais previstas em lei e o quanto disposto na Cláusula [x] abaixo. Sem prejuízo das disposições dos Estatutos Sociais, a aprovação em assembleia geral das seguintes matérias dependerá do voto afirmativo do FIP, enquanto este detiver participação igual ou superior a 15% (quinze por cento) do capital das Companhias: (i) quaisquer alterações aos Estatutos Sociais (ou, no caso de uma Subsidiária, ao seu respectivo estatuto ou contrato social); (ii) fixação da remuneração anual global dos administradores das Companhias e de suas Subsidiárias; (iii) alteração da política de distribuição de dividendos que acarrete na

redução do dividendo mínimo obrigatório previsto nos Estatutos Sociais; (iv) aumento ou redução do capital social das Companhias, com ou sem a emissão de novas ações; (v) emissão de ações, bônus de subscrição ou valores mobiliários conversíveis em ações, criação de novas classes ou espécies de ações, emissão de ações sem guardar proporção com as demais espécies e classes existentes, alteração nos direitos, preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização das ações; (vi) pedido de registro de companhia aberta das Companhias ou de qualquer de suas Subsidiárias (ou, no caso previsto na Cláusula [--] abaixo, de sociedade *holding* que venha a ser constituída com o propósito de controlá-las); (vii) aprovação da avaliação de bens com que qualquer acionista concorrer para formação do capital social das Companhias ou de qualquer de suas Subsidiárias, observada, ainda, a legislação em vigor; (viii) o resgate, recompra ou amortização de ações pelas Companhias, os termos e condições da respectiva operação, incluindo, mas sem limitação, o respectivo valor a ser pago, observados os parâmetros definidos em lei; (ix) transformação das Companhias ou de qualquer de suas Subsidiárias em outro tipo societário; (x) qualquer operação de fusão, cisão ou incorporação, inclusive de ações, ou outra operação com efeitos similares, incluindo, sem limitação, qualquer forma de reorganização societária envolvendo as Companhias, suas Subsidiárias ou qualquer de seus respectivos ativos (incluindo-se *drop down*) ou a absorção do acervo resultante de qualquer sociedade pelas Companhias ou por qualquer de suas Subsidiárias; (xi) a participação em grupo de sociedades, a dissolução, liquidação e extinção das Companhias ou de qualquer de suas Subsidiárias, eleição dos liquidantes, julgamento de suas contas, bem como cessação do estado de liquidação das Companhias; (xii) autorização aos administradores para confessar falência ou requerer recuperação judicial ou extrajudicial das Companhias ou de qualquer de suas Subsidiárias; (xiii) suspensão do exercício dos direitos de acionista; (xiv) aprovação da política de reinvestimentos das Companhias e das suas Subsidiárias, da proposta da administração de destinação do lucro das Companhias, da declaração e fixação das condições de pagamento de quaisquer proventos aos acionistas pelas Companhias, da constituição de reservas de capital ou lucros pelas Companhias, desde que de forma diversa do previsto no Plano de Negócios; e (xv) a adoção, estabelecimento, alteração ou modificação de qualquer plano, programa, contrato ou acordo de benefício para funcionários ou membros do conselho de administração ou da diretoria das Companhias ou de suas Subsidiárias, que envolvam de qualquer forma direitos relacionados ao recebimento de lucros e/ou ações de emissão das Companhias ou de qualquer de suas Subsidiárias por tais funcionários, membros do conselho de administração ou diretores, incluindo, mas não se limitando a opções de compra de ações de emissão das Companhias ou de qualquer de suas Subsidiárias.

E, posteriormente, relacionados ao conselho:

Deliberações no Conselho de Administração. Todas e quaisquer resoluções ou deliberações dos conselhos de administração das Companhias dependerão do voto afirmativo da maioria dos respectivos conselheiros eleitos, exceto pelo quanto disposto na Cláusula [x] abaixo. (...) Sem prejuízo das disposições dos Estatutos Sociais, a aprovação em reunião do conselho de administração das seguintes matérias dependerá do voto afirmativo de ao menos um dos membros do conselho de administração indicados pelo FIP, enquanto este detiver participação igual ou superior a 15% (quinze por cento) do capital das Companhias, observadas as disposições da Cláusula [x] abaixo: (i) aprovação de aumentos de capital dentro do limite do capital autorizado, bem como a fixação do preço de emissão das ações emitidas, observadas as disposições deste Acordo e da Lei das Sociedades por Ações; (ii) qualquer operação que envolva a aquisição, oneração e alienação de qualquer participação em qualquer outra sociedade que atue no Brasil ou em qualquer outro território, desde que não prevista no Plano de Negócios; (iii) qualquer operação que envolva atividades fora do objeto das Companhias e das suas Subsidiárias, como estabelecido no seu estatuto ou contrato social; (iv) transações com Partes Relacionadas pelas Companhias ou qualquer de suas Subsidiárias; (v) emissão ou cancelamento de programas de opção de compra de ações, no âmbito de planos devidamente aprovados pela assembleia geral, ou instrumentos similares; (vi) aprovação do Plano de Negócios, bem como suas eventuais alterações em relação ao Plano de Negócios aprovado e em vigor; (vii) modificação da política de remuneração e/ou da remuneração individual dos administradores das Companhias e de suas Subsidiárias, observadas as disposições deste Acordo; (viii) modificação da política de dividendos intermediários, declaração ou distribuição de dividendos (exceto o obrigatório) ou juros sobre o capital próprio à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral, bem como declaração de dividendos intercalares à conta de lucros ou de reservas de lucros existentes em balanços levantados em períodos menores, desde que de forma diversa do previsto no Plano de Negócios; (ix) proposta de retenção de lucros com base em orçamento de capital, na forma do artigo 196 da Lei das Sociedades por Ações, desde que tal proposta seja diferente do estabelecido no Plano de Negócios; (x) investimentos em novos negócios ou o estabelecimento de qualquer parceria, *joint venture*, associação ou aliança similar com terceiros, desde que não previstos no Plano de Negócios das Companhias e que individual ou agregadamente exceda R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais); (xi) aprovação de qualquer investimento de capital (*capex*) não previsto no Plano de Negócios e no orçamento anual lá

contido, ou aprovação de qualquer investimento de capital (*capex*) previsto no Plano de Negócios e no orçamento anual e que individual ou agregadamente exceda R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais); (xii) aprovação de contratos financeiros, incluindo contratos de abertura de crédito, mútuos, empréstimos, extensão de crédito, financiamentos, arrendamentos mercantis ou *leasing*, *comprar*, *vender* e desconto de recebíveis ou créditos, emissão de notas promissórias comerciais (*commercial papers*), debêntures não conversíveis ou outros títulos de dívida das Companhias e/ou de suas Subsidiárias, bem como a outorga ou criação das respectivas garantias, em qualquer caso, somente nas operações cujo valor total e agregado, em uma ou mais operações realizadas a partir de então, exceda R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) ou não contempladas no Plano de Negócios; (xiii) aprovação de oferta de distribuição pública de valores mobiliários de emissão das Companhias (ou, no caso previsto na Cláusula [--] abaixo, de sociedade *holding* que venha a ser constituída com o propósito de controlá-las), inclusive no contexto de uma oferta pública inicial ou de qualquer de suas Subsidiárias; (xiv) estabelecimento de qualquer obrigação sobre os ativos das Companhias ou qualquer de suas Subsidiárias, fora do curso normal de seus negócios e não estabelecida no Plano de Negócios; (xv) celebração de transações para prevenir ou pôr fim a litígios cujo valor exceda R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais) (ajustado anualmente pela variação do IGP-M/FGV), exceto quando contemplado no orçamento anual contido no Plano de Negócios; (xvi) aprovação e alteração da política de planos de participação ou distribuição de lucros a administradores ou empregados das Companhias e das suas Subsidiárias, incluindo bônus, distribuição de lucros e programas de incentivo à remuneração, e planos de oferta ou opção de compra de ações ou instrumentos similares, não contemplados no orçamento anual contido no Plano de Negócios; (xvii) substituição e destituição dos auditores independentes das Companhias e de suas Subsidiárias; (xviii) aprovação da aquisição, pelas Companhias ou por qualquer de suas Subsidiárias, de suas próprias ações/quotas ou outros valores mobiliários; (xix) venda ou alienação, pelas Companhias ou por qualquer de suas Subsidiárias, de qualquer ativo fixo em valor individual (base de custo) acima de R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais); (xx) decisão do voto das Companhias em qualquer assembleia geral ou reunião/assembleia de sócios das sociedades nas quais as Companhias participem diretamente, ou voto de sociedades em qualquer assembleia geral ou reunião/assembleia de sócios das sociedades nas quais as Companhias participem indiretamente, desde que e somente se relacionado às matérias constantes desta Cláusula [--] ou, conforme o caso, da lista constante da Cláusula [--] acima; (xxi) celebração, modificação ou rescisão de qualquer contrato, exceto contratos de franquia (desde que não celebrados com

Partes Relacionadas), ou assunção de qualquer obrigação cujo valor total e agregado, em uma ou mais operações realizadas a partir de então, exceda R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais) (ajustado anualmente pela variação do IGP-M/FGV), ou que não estejam contempladas no Plano de Negócios; (xxii) concessão, pelas Companhias ou por qualquer de suas Subsidiárias, de qualquer garantia, real ou fidejussória para garantir obrigações de terceiros, incluindo, sem limitação, fianças e avais; (xxiii) aquisição, alienação, locação, cessão, empréstimo, transferência de qualquer bem, ativo ou direito das Companhias ou de suas Subsidiárias, exceto aqueles previstos em outros itens desta lista, cujo valor total e agregado, em uma ou mais operações realizadas a partir de então, exceda R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais) (ajustado anualmente pela variação do IGP-M/FGV) e não estejam contempladas no Plano de Negócios; (xxiv) exoneração de terceiros do cumprimento de obrigações para com as Companhias ou com qualquer de suas Subsidiárias que envolva valores iguais ou superiores a R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais) (ajustados anualmente pela variação do IGP-M/FGV); (xv) proposição de qualquer medida judicial ou administrativa que envolva valores iguais ou superiores a R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais) (ajustados anualmente pela variação do IGP-M/FGV), em processos envolvendo Autoridades Governamentais ou que possam ter impacto negativo nas atividades das Companhias ou de suas Subsidiárias ou seu relacionamento com qualquer autarquia, órgão ou autoridade governamental; e (xvi) aprovação da contratação dos seguros indicados nas Cláusulas [xx] acima, bem como seus termos e condições das respectivas apólices.

Apesar de não se atribuir ao acionista ação de classe especial, a negociação entabulada lhe confere a possibilidade de *controlar* o poder de controle do acionista majoritário, cujo poder se abala pela impossibilidade, contratual, de imposição irresistível de sua vontade.

4.3. Limites à capacidade de obtenção de ganhos pelo protagonista das reorganizações

Mecanismos como a *golden share* e o acordo de sócios podem servir para limitar a capacidade do protagonista da reorganização de extrair ganhos, legítimos ou não, desses negócios. Dependendo de como são estruturados, podem prestar-se, portanto, a controlar o poder societário ou empresarial do controlador. Essa situação ocorrerá quando se condicionar a aprovação de certa modalidade de reorganização ao voto do titular da ação especial ou, como ocorre com frequência, à concordância de sócio detentor de parcela minoritária do capital, signatário de acordo. A pragmática, aliás, é farta em exemplos de negócios em que o acionista

controlador concede, ao minoritário, direitos que não teria, mas que fazem sentido no momento da negociação. A justificativa original costuma ser a necessidade de recursos para realização de investimentos, composição de fluxo de caixa ou outro motivo empresarial ou associativo. É nesse cenário que ocorrem os chamados investimentos transitórios, admitindo-se o ingresso, no capital, de sócio que contribuirá com recursos para atingimento de metas, com a premissa de que, em algum momento futuro, alienará sua participação. Para que o plano estabelecido não se perca, o investidor impõe uma série de restrições ou verificações para aprovação do negócio.

4.4. As relações entre controle empresarial e reorganização empresarial

Não são evidentes as relações causais entre controle da empresa e reorganização empresarial. Partindo-se da premissa de que sócio é titular tão somente de direitos de sócios, competindo-lhe, no máximo, usar seu poder para dirigir as atividades empresariais e orientar o funcionamento dos órgãos da sociedade, descrição que lhe retira o domínio sobre os bens, ativos e atividades da sociedade, o controle da empresa é verificado em função da hegemonia administrativa sobre certas decisões que não se atribuem aos sócios. Assim colocada a questão, pode-se sugerir que a reorganização empresarial, conquanto sua concepção se fixe no âmbito da competência dos órgãos da administração, independa da vontade dos sócios.

Tal afirmação pode revelar-se verdadeira em sociedades sujeitas a controle gerencial, nas quais se verifica com frequência o rompimento da ponte que liga o controle societário às decisões da empresa, pela via do uso efetivo do poder para dirigir as atividades empresariais. Esse rompimento se dá pela ausência de mecanismos de controle das decisões ou atuação administrativa; e, ainda, por meio da outorga de poderes a administradores para, em nome e por conta de sócios, deliberar em assembleia as propostas formuladas justamente pelos procuradores (atuando como administradores), concebidas sem influência, direção ou orientação de sócio controlador.

Mas revelam-se menos evidentes em sociedades caracterizadas por qualquer forma de controle societário: totalitário, majoritário ou minoritário. Mesmo que o controlador societário não possa se apropriar dos elementos de empresa, sua posição o qualifica a eleger a maioria dos administradores e, quando o quiser, destituí-los. A relação de poder permite a captura do

administrador, o qual, exceto em casos de extrema independência ou insuperável conflito ideológico, agirá a fim de manter sua posição e reforçar sua influência no plano administrativo.

O sistema vigente não oferece incentivos, na prática, à efetiva independência do administrador, inclusive membro do conselho de administração. Essa realidade se modificaria apenas se houvesse algum mecanismo de deslocamento de poder, da esfera societária à empresarial, e alguma técnica de isolamento da administração, sobretudo para garantir a preservação de sua posição a despeito da vontade do controlador. O que se atingiria com a vedação de destituição *ad nutum*.

Ademais, há companhias regidas por disposições estatutárias restritivas da competência diretiva para prática de reorganizações empresariais, inibindo a condução desses negócios pelo controlador gerencial.

Resumindo, a verificação de causalidade entre a posição do controlador gerencial e a deliberação – e realização – de reorganização empresarial se faz, na prática, casuisticamente.

CAPÍTULO III. CLASSIFICAÇÃO E REGIME JURÍDICO DAS REORGANIZAÇÕES

1. Classificação das reorganizações

A importância da classificação, menos do que um exercício retórico, consiste na eleição de um critério de aproximação de elementos de análise. Serve não apenas para o expurgo de elementos estranhos como para detecção de elementos de conexão, que justificam um mesmo tratamento ou geram consequências similares. As justificativas para as premissas classificatórias podem ser pessoais ou arbitrárias. Não há classificação certa ou errada desde que, em qualquer caso, se parta de critérios coerentes e justificáveis. A coerência justifica a classificação que abaixo se propõe.

1.1. Classificação econômica das reorganizações

A teoria econômica costuma, quando se refere (incorretamente) às fusões e aquisições, apresentar a seguinte classificação, que se aplica, conforme as premissas estabelecidas neste estudo, às reorganizações³⁹:

- i. horizontal;
- ii. vertical; e
- iii. conglomeração.

Aqui se apropria, então, de ponto de partida de exercício classificatório das chamadas fusões e aquisições, pois referem-se, ambas, a espécies de reorganizações – conforme se explica no item 3.5 deste Capítulo.

1.2. Horizontal

A reorganização horizontal indica a reunião de agentes competidores, concorrentes efetivos ou potenciais, os quais, ao realizarem o negócio, somam *market shares*, ou participações de um mesmo mercado⁴⁰. A horizontalidade caracteriza-se por negócios envolvendo “(...) agentes

³⁹ Cf. Gaughan, 2005:4.

⁴⁰ Paula A. Forgioni expõe o conceito de *market share*, relacionando-o com o de *market power*: “[h]á uma aproximação quase intuitiva da parcela de mercado detida pelo agente econômico e o poder dela derivado. Presume-se que, quando um agente econômico detém parcela substancial do mercado (*market share*), ele possui

econômicos que atuam em um mesmo mercado relevante (geográfico e material) e estão, portanto, em *direta relação de concorrência*” (Forgioni, 1998:395; grifos originais). O antagonismo anterior dá lugar à convergência econômica e jurídica. Mesmo quando as sociedades se mantêm intactas, continuando a existir de modo independente e autônomo, com personalidades jurídicas próprias, o interesse convergente se dá pela concentração e pacificação do controle.

Com efeito, há hipóteses em que os antigos sócios (inclusive controladores) de uma das sociedades alienam suas participações societárias, transferindo-as aos sócios controladores da outra ou à própria sociedade que antes lhes fazia concorrência; mas há, também, hipóteses em que aqueles sócios continuam a deter participação societária, geralmente em uma sociedade de investimento (*holding*), que concentra as participações nas sociedades investidas, operacionais, ou na própria sociedade operacional, outrora concorrente. Naquela situação, com a partida dos sócios que ditavam as regras da sociedade concorrente e, ainda, com a concentração dos ativos e dos meios de produção, a orientação societária e a condução empresarial sujeitam-se à cartilha do grupo que antes controlava a sociedade preponderante. Já na outra situação, em que os sócios de ambas se “frequentam” em assembleias e detêm interesses no mesmo ativo, a pacificação costuma ocorrer por via de acordo, conforme previsto no art. 118 da Lei 6.404/76⁴¹.

1.2.1. Casos de negócios horizontais

Apresentam-se três casos: Multiner-Bolognesi, Saraiva-Editora Érica e Totvs-CiaShop.

(i) Caso Multiner-Bolognesi. Conforme fato relevante de 28 de março de 2012, o Grupo Bolognesi – controlado por uma pessoa física, Ronaldo Bolognesi, com negócios nos setores de construção, concessões rodoviárias, imobiliário e energia -, por uma das sociedades integrantes do grupo, celebrou com acionistas controladores da Multiner S.A., uma companhia aberta, contrato de compra e venda de ações, para aquisição da totalidade das ações detidas

poder econômico tal que lhe permite atuação independente e indiferente, ou, na terminologia norte-americana, possui *market power*” (1998:331).

⁴¹ “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede”.

por esses acionistas. Na mesma data, o Grupo Bolognesi, por outra sociedade do grupo, celebrou com a totalidade dos demais acionistas da Multiner⁴², que permaneceriam na companhia, um contrato de reorganização e de financiamento, com objetivo de (i) refinanciar as dívidas da companhia, (ii) capitalizar a companhia, de modo a preservar o valor de seus ativos e o investimento de seus acionistas e (iii) concretizar a transferência do controle societário da companhia para o grupo Bolognesi. Tratava-se de um negócio da ordem de R\$ 2,24 bilhões. A operação, pelas suas características, estava sujeita à obtenção de autorização da Aneel e do CADE.

Em novo fato relevante, datado de 28 de setembro de 2012, noticiou-se a conclusão da aquisição das ações, tornando-se o Grupo Bolognesi acionista controlador da Multiner, detendo 62% do capital social total. Com o negócio, o adquirente, que atua em diversos segmentos, caracterizando-se, portanto, como um conglomerado, reforçou sua posição em um dos setores, de energia, acrescentando ao portfólio do grupo os ativos detidos pela Multiner. E, assim, apropriou-se, no caso, não de lucros, pois a situação da Multiner era complexa do ponto de vista financeiro, mas, por via indireta, de ativos, contratos e estruturas que lhe permitiriam, operando-se certas organizações internas, criar um fluxo positivo e ampliar sua capacidade de negociação. Somando-se esse ativo aos demais detidos pelo Grupo, enrobusteceu sua estrutura, tornando-se expressivo agente no setor objeto da reorganização.

(ii) Caso Saraiva-Editora Érica. Em 29 de maio de 2013, a Saraiva comunicou ao mercado, por intermédio de fato relevante, que celebrara Contrato de Cessão e Aquisição de Quotas e Outras Avenças, com Condição Suspensiva, para aquisição da totalidade das quotas representativas do capital social da Editora Érica. A Editora Érica, conforme dispunha o fato, fora fundada em 1978 e atuava no mercado de livros direcionados ao segmento técnico. O negócio envolvia uma cifra da ordem de R\$ 30 milhões.

Com a realização da aquisição, a Saraiva fortalecia sua posição no mercado de livros técnicos, incorporando ao seu portfólio obras de perfis distintos às que editava. Tratava-se, segundo o adquirente, de movimento estratégico que agregava valor às soluções educacionais oferecidas.

⁴² A participação minoritária fora concentrada no Multiner Fundo de Investimento e Participações, que tinha como quotistas, dentre outros, Postalis, Petros, Infraprev, Refer, Fundiágua, Funcef e Faceb.

A adquirida atuava em um nicho específico do mercado principal da adquirente; aliás, um nicho em que ela já atuava, com certa palidez, e no qual tinha interesse em fortalecer sua posição. Barreiras para sua entrada não existiam, até porque sua força, no mercado editorial nacional, era inconteste. Mas a aquisição permitiria partir de uma base já consolidada, testada e aceita no mercado, composta de centenas de autores, adotados em diversas instituições, reduzindo-se, drasticamente, o tempo necessário para concepção e implementação de projeto empresarial próprio, desenvolvimento e colocação de produtos e geração de lucro.

Após implementação de determinadas condições, a operação se concretizou, conforme fato relevante de 06 de junho de 2013. Optando pela aquisição, a adquirente despendeu mais recursos do que despenderia se houvesse partido para uma via interna, de organização empresarial concorrente. Mas os riscos e incertezas do sucesso da empresa justificavam a aceleração do processo, pagando-se valor superior para, imediatamente, apoderar-se de ativos e conhecimento de concorrente. Mais do que isso, para agregação do lucro, imediato e expectativo, da atividade empreendida pela sociedade cujas ações se adquiria.

(iii) Caso Totvs-CiaShop. Em 02 de dezembro de 2013, Totvs S.A. e Ideiasnet S.A., ambas companhias abertas, divulgaram fato relevante informando que a Totvs, por uma subsidiária integral, celebrara com a Ideiasnet contrato de compra e venda de ações e outras avenças, para aquisição de 68,5% do capital social da Ciashop – Soluções para Comércio Eletrônico S.A. Conforme termos do contrato, a Totvs poderia aumentar sua participação para até 72% do capital social total. Tratava-se de um negócio da ordem de R\$ 22 milhões.

Como se depreende do fato relevante, a Ciashop fora pioneira em comércio eletrônico no Brasil, oferecendo plataforma na nuvem no modelo *software as a service*. Em decorrência da aquisição da participação, a Totvs – continua o texto tornado público – poderia aproveitar e orientar sua controlada de maneira singular para beneficiar-se do acelerado ritmo de adoção do *e-commerce* no Brasil e na América Latina. A Totvs, ao adquirir o controle da Ciashop, reforçou sua atuação no seu segmento, passando a controlar um agente que, até então, se posicionava horizontalmente, concorrendo com produtos existentes ou que poderiam ser desenvolvidos para concorrência direta. Ou seja, apoderou-se da capacidade de geração de

lucros e, ao mesmo tempo, afastou um agente que poderia fazer-lhe concorrência, afetando suas projeções de resultado.

1.2.2. Reorganização internacional: caso Sonae Sierra-DDR Corp.

Conforme fato relevante, de 10 de março de 2014, a Sonae Sierra Brasil S.A., companhia listada no Novo Mercado, recebeu notícia de DDR Corp., acionista controladora final de DDR Luxemburgo S.a.r.l e DDR Luxembourg II S.a.r.l, de que estas haviam celebrado uma carta de intenções com o Sr. Alexandre Otto, cidadão alemão, para possível venda de ações representativas de 50% do capital social da Sonae Sierra Brazil B.V.S.a.r.l, companhia detentora de 66,65% do capital social da Sonae Sierra Brasil S.A. Tratava-se de um negócio de US\$ 343,6 milhões, sem alienação de controle, mas de ingresso, em bloco existente, de outro agente, em substituição a signatário original⁴³.

Esse tipo de reorganização merece reflexão a respeito de seu enquadramento no plano das reorganizações, pois, aparentemente, não se enquadra na classificação tradicional (horizontal, vertical ou de conglomeração) ou na que se proporá, abaixo, neste estudo. No caso, um agente, até então ausente e distante do país, adquire participação em companhia situada fora deste mesmo país, passando a titular 50% do capital social de sociedade que detém 66,65% de companhia listada no Brasil, que se dedica, conforme seu estatuto, à atividade de “(a) a realização de planejamento, desenvolvimento, implantação e investimentos na área imobiliária, nomeadamente em Shopping Centers e em atividades correlatas, como empreendedora, incorporadora, construtora, locadora e assessora; (b) a exploração e a gestão de imóveis próprios e/ou de terceiros e de estabelecimentos comerciais e a prestação de serviços conexos em operações imobiliárias de imóveis próprios e/ou de terceiros; e (c) a participação em outras sociedades empresárias e/ou em fundos de investimentos imobiliários, podendo as atividades aqui descritas serem exercidas diretamente ou através de controladas e

⁴³A CVM oficiou as partes envolvidas, por meio do OFÍCIO/CVM/SER/GER-1/Nº 51/2014, de 11 de março, indagando sobre a “incidência ou não da oferta pública de aquisição de ações da Companhia nos termos do art. 254-A (...) por conta da operação supra, justificando o seu entendimento sobre o tema (...)”. Após explicação e justificação a respeito da não incidência, a área técnica da CVM concluiu, por intermédio do MEMO/SREGER-1/Nº22/2014, que: “(...) embora tenhamos verificado que houve a alienação de ações pertencentes a integrantes do bloco de controle de SSB, de forma onerosa, concluímos pelo não ensejo da OPA por alienação de controle da Sonae Sierra Brasil S.A., de que trata o art. 254-A da Lei, uma vez ‘que a operação, em seu conjunto, [não resultará] na presença de um novo acionista controlador ou grupo de controle, [que venha a substituir] o antigo controlador no exercício do poder de dominação sobre a companhia’”.

coligadas”⁴⁴. O adquirente não terá atuação executiva ou operacional direta, mas indireta, por intermédio da sociedade adquirida. E a companhia cuja participação indireta se adquire atua no mesmo setor do adquirente, o Sr. Alexander Otto (por uma de suas controladas).

De relação vertical não se trata, visto que a atividade é a mesma, apenas exercida em jurisdições distintas. De conglomeração tampouco, pois não se está buscando diversificação por conta da entrada em novos segmentos de atuação. Igualmente não existem as figuras previstas na nova proposta classificatória que se fará adiante, ou seja, o reforço de controle ou o investimento transitório. Por exclusão, resta, como possível enquadramento, a horizontalidade. O que, de fato, o é, porém, de modo indireto. Afinal, o adquirente passa a deter participação em sociedade que exerce a sua mesma atividade, em outra jurisdição.

1.3. Vertical

A reorganização vertical indica negócio entre agentes que se posicionam em etapas distintas da cadeia produtiva ou de colocação de produtos ou serviços. Ao contrário do que se verifica na reorganização horizontal, em que existe disputa pelo e no mesmo mercado e pelos mesmos clientes, na vertical praticam-se atividades distintas, porém interligadas, às vezes dependentes, como de fornecimento. De todo modo, expressa uma relação não competitiva⁴⁵.

São negócios entre “(...) agentes econômicos que desenvolvem suas atividades em mercados relevantes diversos, muitas vezes complementares. Quando se fala de acordos verticais, em teoria da organização industrial e em antitruste, lida-se com uma imaginária linha vertical que nos conduz, através da extração da matéria-prima, das várias fases da produção e da comercialização, até o consumidor final do produto” (Forgioni, 1998:395-396).

A essência da verticalidade é a colaboração potencial: mesmo que um agente não mantenha relação com outro agente, situado na mencionada linha imaginária indicada por Paula A. Forgioni, poderá passar a entreter relações dessa natureza, em função de variáveis empresarias

⁴⁴ Disponível em: <http://ri.sonaesierra.com.br/show.aspx?idCanal=uMWvOL++IybyjCdrRppDQ==>; acesso em 25 de janeiro de 2015.

⁴⁵ “*In vertical transaction, a company might acquire a supplier or another company closer in the distribution chain to consumers. The oil industry, for example, features many large vertically integrated companies, which explore for and extract oil but also refine and distribute fuel directly to consumers*” (Cf. Gaughan, 2005:5-6). O autor, aliás, indica como exemplo o negócio realizado em 1993 entre a produtora de remédios Merck e a Medco, companhia que se dedicava à distribuição de remédios.

ou de mercado. A situação que importa, para análise da existência, ou não, de reorganização vertical (ou de concentração, sob o prisma das normas concorrenciais), é a posição em que os agentes envolvidos se situam nessa linha, o que se verifica pelos respectivos mercados de atuação, e não a existência, pretérita ou atual, de vínculos jurídicos entre eles⁴⁶.

1.4. Conglomeração

Patrick A. Gaughan aponta que “[c]onglomerates deals are combinations of companies that do not have a business relationship with each other. That is, they do not have a buyer-seller relationship as they are not competitors” (2005:6). De acordo com o autor, a formação de conglomerados foi (involuntariamente) incentivada nos Estados Unidos, nos anos 1960, em decorrência de ação de autoridades *antitrust* que endureceram o processo de análise e aprovação de integrações horizontais e, de certo modo, verticais.

A formação de conglomerado, conforme tipologia aqui adotada, difere da horizontalidade ou da verticalidade porque, apesar de se apropriar de instrumentos semelhantes aos adotados em negócios daquelas naturezas para realização de reorganizações, envolve agentes que não concorrem ou colaboram, potencialmente. Abrange, portanto, empresários que se dedicam a negócios distintos, atuando em mercados igualmente distintos, sem algum tipo de intersecção empresarial ou de mercado. Esses movimentos indicam diversificação, voluntária ou induzida, de negócios. O crescimento é motivado pelo emprego de recursos em novas atividades, até então inexploradas pelo consolidador.

Ocorre por diversos motivos. Uma hipótese é o excesso de caixa e a reduzida possibilidade de integração horizontal ou vertical. Outra, a redução da margem de lucro da atividade usualmente empreendida e a percepção de que outras atividades oferecem retornos mais atrativos. Ainda, a percepção de que a diversificação trará vantagens ou oportunidades subjetivas, como acesso a financiamentos, governos ou informações privilegiadas.

No Brasil, desde a abertura econômica do início dos anos 1990, com o então Presidente

⁴⁶Hipotético agente que se dedique à comercialização em larga escala de relógios, comprando peças de fabricante suíço e nelas imprimindo sua marca, que toma, no entanto, a decisão de modificar seu modelo de negócios e iniciar produção local, a partir da aquisição de fabricante local, que atua exclusivamente na atividade fabril (fornecendo seus produtos a outros agentes, não consumidores finais) realiza uma integração vertical, pois resulta na concentração de um fabricante e de um comerciante do mesmo produto.

Fernando Collor, passando pelas privatizações promovidas durante a presidência de Fernando Henrique Cardoso, e concluindo com as oportunidades surgidas durante os anos em que o Presidente Lula conduziu o País, foram diversos os casos de conglomeração, especialmente a partir de ações de macroempresas, que diversificaram para atividades privatizadas e voltadas à infraestrutura. Muitas dessas conglomerações, aliás, resultaram da escolha, pelos governos instituídos, de agentes para que se tornassem supercampeões, ou expressões nacionais do desenvolvimento e pujança da empresa nacional.

1.4.1. Casos de negócios de conglomeração

Dos anos 1990 em diante, o Brasil vem conhecendo diversos casos de conglomeração, motivados pelas oportunidades surgidas com as privatizações, com a melhoria do cenário interno, com a abundância de crédito, especialmente oferecido pelos bancos de fomento, e pela expansão e alargamento da base consumidora. Citam-se, abaixo, alguns casos.

(i) Caso Contax-Ability. A Contax comunicou aos acionistas e ao mercado em geral, em 31 de agosto de 2010, que seus conselheiros haviam aprovado a aquisição, por parte de uma sua controlada, da totalidade das quotas representativas do capital social da Ability, pelo preço estimado de R\$ 82 milhões.

A Contax atuava preponderantemente no setor de *contact center* e se posicionava, de acordo com o comunicado, como a “única empresa de *BPO (Business Process Outsourcing)*, especializada no Gerenciamento do Relacionamento com Clientes (*CRM - Customer Relationship Management*)”; a Ability, por sua vez, nos setores de (i) prestação de serviços de agenciamento de publicidade e propaganda; (ii) prestação de serviços de propaganda e publicidade, inclusive promoção de vendas, merchandising e marketing, inclusive direto, de incentivo e promocional, planejamento de campanhas e sistemas de publicidade, elaboração de desenhos, textos e demais materiais publicitários; e (iii) prestação de serviços de consultoria em publicidade de qualquer natureza, inclusive em *trade marketing* e marketing de incentivo, treinamento em publicidade, marketing e promoção de vendas, análise, exames, pesquisas de mercado e de opinião pública, coleta, compilação, e fornecimento de dados e informações de publicidade e marketing.

Não havia, entre ambas, uma relação de concorrência e, tampouco, de verticalidade. Uma não era fornecedora da outra ou se posicionava na mesma cadeia produtiva.⁴⁷ A reorganização permitiu à adquirente ampliar “sua oferta de serviços, agora para atuação especializada em pontos de venda” dando “mais um importante passo na direção da consolidação de sua estratégia de ser a única empresa de serviços corporativos especializada em toda a cadeia de relacionamento entre empresas e seus consumidores, nos múltiplos canais de contato”⁴⁸⁻⁴⁹.

(ii) Caso JBS⁵⁰. A origem do grupo data de 1953, com uma planta com capacidade de processamento de cinco cabeças de gado por dia, em Anápolis, Goiás. No mesmo ano, fundou-se a Casa de Carnes Mineira. A partir da década de 1970 e até 2001, expandem-se as operações no setor de carne bovina no Brasil. Até esse período, as atividades eram focadas, tanto em relação aos segmentos como à região geográfica. Nos cinco anos seguintes, inicia-se a expansão internacional, com a aquisição, especialmente, da Swift-Armour, maior produtora e exportadora de carne bovina na Argentina, seguida da aquisição, em 2007, da Swift Company, marcando seu acesso aos mercados bovinos e suínos nos Estados Unidos da América e na Austrália. O ano seguinte foi pródigo em novas aquisições: Tasman Group, na Austrália; Smithfield Beef, divisão de bovinos da Smithfield Foods, nos Estados Unidos da América; e os confinamentos da Five Rivers, com capacidade para engordar dois milhões de animais por ano. Na sequência dá-se um passo importante na consolidação do mercado nacional, com a incorporação do frigorífico Bertin, até então segundo maior no Brasil. E a seguir novo movimento no sentido de confirmação de sua vocação internacional, com a aquisição do controle acionário da Pilgrim's Pride, ingressando no mercado norte-americano de aves. As aquisições não param. Em 2010, é a vez da Tatiara Meats e dos ativos da Rockdale Beef, na Austrália, além do Grupo Toledo, na Bélgica. E ainda: aquisição do

⁴⁷ Aliás, em relação ao negócio, a Contax expressa, em sítio eletrônico, que: “Em 2010, o novo direcionamento para expansão do nosso escopo de serviços ganhou ainda mais consistência com a aquisição de 100% do capital social da Ability, uma das maiores empresas do segmento de Trade Marketing no Brasil. Essa aquisição nos permitiu evoluir na cadeia de valor de nossos clientes por meio da oferta de interação presencial, para promoção e venda dos produtos e serviços no ponto de venda.” Disponível em: http://ri.contax.com.br/contax/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=39579; acesso em 25 de janeiro de 2015.

⁴⁸ Conforme Fato Relevante, de 31 de agosto de 2010.

⁴⁹ O termo cadeia, conforme divulgado, não expressa a linha vertical desde a concepção até o fornecimento de produto ou serviço, mas, sim, um emprego pouco técnico de palavra que busca expressar a diversificação empresarial, somando-se um novo serviço que se integra ao leque já praticado pelo adquirente. Traduz, pois, um movimento de conglomeração, com a integração de nova atividade, inserida em mercado relevante novo.

⁵⁰ Informações deste item extraídas de: <http://www.jbs.com.br/pt-br/perfil>; acesso em 16 de novembro de 2014.

confinamento McElhaney nos Estados Unidos da América e ampliação de sua participação na Pilgrim's Pride para 67,27%, a qual, dois anos depois, passaria a 75,3% do capital social. Em 2013, nova aquisição relevante: a Seara Brasil, consolidando-se como líder global no processamento de aves. Além disso, o grupo passa a atuar no segmento de alimentos industrializados, o que o coloca em posição de destaque nesse setor, com a segunda maior plataforma brasileira de produção e distribuição de produtos de valor agregado. Essa história posicionou a JBS na liderança mundial de produção de proteínas, e operações envolvendo carnes bovina, suína, ovina e de frango e no processamento de couros.

O grupo atua, também na comercialização de produtos de higiene e limpeza, colágeno, embalagens metálicas, biodiesel, entre outros.

(iii) Caso X. O idealizador e comandante do Grupo X foi Eike Batista. No topo dele uma holding, a EBX, com participações em outras companhias, com atuações diversas, dentre elas OGX (petróleo), MPX (energia), LLX (logística), MMX (mineração), OSX (indústria naval offshore) e CCX (mineração de carvão). Mas a atuação se espalha por outros setores, como hotelaria, entretenimento, tecnologia, esporte, mineração de ouro e catering aéreo e ferroviário. Ícones da capital do Rio de Janeiro, como o Hotel Glória, passaram a fazer parte de sua estratégia de diversificação (ou conglomeração). Nela também se incluía o exótico Pink Fleet, embarcação que navegava pela Baía de Guanabara, transportando pessoas ou empresas que se dispusessem a pagar um valor expressivo por uma experiência “eikiana”. Mas a joia da coroa, atividade que sustentava o conglomerado, era a OGX, atuante no segmento de petróleo.

Eike comandou a abertura de capital das companhias controladas pela EBX, inclusive a OGX, a maioria delas em estágio pré-operacional ou que, apesar de operacional, ainda em fase embrionária. Existia, entre as companhias que controlava, uma enorme dependência uma da outra; mais do que isso, de certo modo, concebeu-se um modelo em que companhias eram idealizadas para atender sobretudo às necessidades das outras. Essa dependência foi uma das causas da derrocada do conglomerado. Quando a OGX anunciou que determinados campos de petróleo não seriam viáveis economicamente, sinalizando que pararia a extração naquelas localidades, fato que abalava a credibilidade de suas projeções e, conseqüentemente, sua capacidade de geração de caixa e de lucro, o Grupo começou, com efeito, a desmoronar.

Negócios envolvendo suas companhias, que dependiam das relações com a OGX, não foram cumpridos, interrompendo-se o fluxo positivo de recursos. O mercado reagiu nervosamente e o valor, em bolsa, das ações, despencou. Iniciaram-se pedidos em série de recuperação judicial, abalando-se a capacidade imediata de superação da crise.⁵¹

1.5. Negócios não contemplados pela classificação clássica: justificativa para uma revisão classificatória

A teoria econômica reúne as formas de reorganização em três grandes grupos: horizontal, vertical e conglomeração. Essa classificação não considera dois outros grupos de negócios que merecem ser destacados e classificados de modo autônomo, pois suas características não coincidem com as dos outros três, e suas implicações não se satisfazem adequadamente a partir daquela proposição. São eles: (i) reforço de controle e (ii) investimentos transitórios.

1.5.1. Reforço (ou consolidação) de controle

O conceito de reforço (ou consolidação) de controle foi testado e confirmado pela CVM em precedente, ainda não revertido, no qual o colegiado da autarquia decidiu a respeito de alienação de ações entre membros de bloco de controle. A companhia era a Copesul, controlada (direta ou indiretamente) por Ipiranga e Brasken, ambas com participações idênticas de 29,46% do capital votante. O negócio envolvia a aquisição, por Brasken, da participação de Ipiranga. A CVM entendeu que aquela reorganização não dava ensejo à OPA porque Brasken não adquiria controle e o alienante, conseqüentemente, não alienava controle. Aí está o cerne do instituto.

A consolidação de controle implica a transferência de ações entre membros do grupo controlador. Em outras palavras, algum membro do grupo de controle, que o exercia de modo compartilhado, conforme acordo formal, aumenta sua participação dentro do bloco – e sujeito ao acordo –, reforçando sua posição interna, dentro do próprio bloco, ou passando a exercer controle exclusivo. Inexiste alienação de controle, nessas reorganizações, porque quem aliena

⁵¹Durante o auge do que se chamava de Império X, em que a Presidente da República, Dilma Rousseff, referiu-se a Eike como o “orgulho do Brasil” (disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,dilma-diz-que-eike-e-orgulho-do-brasil-imp-,865908>; acesso em 16 de novembro de 2014), seu idealizador chegou a alcançar a sétima colocação na lista de pessoas mais ricas do mundo, com uma fortuna estimada em US\$ 30 bilhões (disponível em: <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2012/03/eike-batista-sobe-para-7-posicao-em-lista-de-bilionarios-da-forbes.html>; acesso em 16 de novembro de 2014).

não detém o controle para alienar e, quem adquire, não adquire o controle.

Eli Loria, relator do Processo Administrativo CVM n. RJ 2007/7230 – Caso Copesul, assim se manifestou: “[d]aí decorre, no meu entender, que a venda de participação a uma pessoa já integrante do bloco de controle não implica, em princípio, na obrigatoriedade de realização de oferta pública”. O Diretor se apoia na manifestação de outro Diretor, Wladimir Castelo Branco Castro, no âmbito do Processo CVM n. RJ2002/7888, o qual, conquanto não fosse o principal aspecto deste Processo, afirmou que: “[r]essalvo que, no meu entender, numa operação em que um controlado vende sua participação – total ou parcial – a outro controlador, não haveria, em princípio, para efeitos do art. 256, compra do controle, pois o comprador já ocupava antes da operação a posição jurídica de controlador, adquirindo apenas um reforço de controle”. E conclui Eli Loria, na relatoria do caso Copesul, que para que ocorra a alienação de controle é indispensável que haja mudança na titularidade do poder de controle, devendo-se introduzir a figura de um novo controlador. E, como nenhuma das companhias que contrataram a reorganização, Braskem e Ipiranga, exercia o controle isoladamente, o negócio consistia em alienação de ações (valores mobiliários), e não o poder de controle⁵²⁻⁵³.

⁵² Marcelo F. Trindade, à época Diretor da CVM, acompanhou o Relator. Dois parágrafos de seu voto merecem transcrição. Um deles, pelo aparente desconforto pessoal com a orientação da CVM, e sua própria, mas decorrente de, segundo ele, aplicação da norma posta: “25. Concluir pela não obrigatoriedade de OPA em casos de consolidação do controle dentro do bloco não é, certamente, adotar a decisão mais simpática. E certamente este não é o voto que eu mais gostaria de dar. *De lege ferenda*, me parece que a alienação de participações relevantes, conforme percentual previsto em lei ou no Estatuto, deveria gerar a obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas, através da realização de OPA. Isto contribui para que o valor das ações de uma companhia aberta seja estabelecido pelo mercado de maneira mais adequada, sem prêmios ou descontos economicamente pouco justificáveis, decorrentes de direitos não expressos nos títulos, mas sim inerentes ao exercício do poder.” E assim continua, no outro: “26. Mas o fato é que, *de lege lata*, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o *grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto*, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais”. Disponível em: www.cvm.org.br; acesso em 30 de janeiro de 2015.

⁵³ Outro caso relevante, envolvendo alienação de participação em bloco controlador, foi relatado no Processo Administrativo CVM n. RJ 01/10329 – Caso Aracruz. Aqui, porém, não se trata de reforço de controle, pois adquirente não integrava, anteriormente, o bloco. O relator foi Marcelo F. Trindade, e envolvia a transferência de participação integrante de bloco de controle da Aracruz, entre o Grupo Mondi, como alienante, e VCP, como adquirente. O percentual de ações votantes, objeto do negócio, era de 28%. Como o caso não envolvia “alienação de uma participação majoritária dentro do bloco de controle (...) nem se [estava] diante de aquisição de uma participação que, somada àquela já detida pelo adquirente, o eleve à condição de controlador único”, houve “simplesmente a transferência de uma participação que compõe o bloco de controle, mas certamente o Grupo Mondi não alienou nem VCP adquiriu o controle da sociedade”. Isto porque, conclui, “nem o Grupo Mondi

O reforço de controle se caracteriza pela situação em que um agente econômico, que detém interesse em uma determinada sociedade, adquire *mais do mesmo*, isto é, aumenta sua participação naquele mesmo ativo, sem expandir-se horizontal ou verticalmente, e sem que seu ato implique conglomeração. No âmbito de um negócio de reforço de controle, o agente que reforça sua posição aumenta sua exposição ao mesmo risco antes existente, agora, porém, com maior intensidade. Se antes sua participação implicava um percentual x do capital social, após o reforço passa a representar $x + y$, onde y é o acréscimo decorrente da aquisição.

Não se pode atribuir ao ato, em si, a inauguração de uma relação de horizontalidade; se esta existe, decorre de negócio anterior, reflexivo da realização do investimento inaugural. O reforço, como o próprio vocábulo indica, informa a intensificação daquela relação⁵⁴. Do mesmo modo, não se inaugura uma relação de verticalidade; apenas, eventualmente, sua intensificação. Logicamente, também não se trata de política de diversificação; ao contrário, de política intensificadora, de foco, mediante a qual sua posição torna-se ainda mais exposta aos mesmos riscos. Daí a necessária conclusão de que não se classifica no campo da conglomeração.

1.5.1.1. Caso de reforço de controle não disputado por acionistas minoritários: EcoRodovias-Impregilo

Em 21 de junho de 2012, a EcoRodovias comunicou, por meio de fato relevante, que recebera de Primav, sua acionista detentora de 45% do capital, correspondência informando que havia proposto a aquisição de ações detidas por outra acionista, a Impregilo, representativas de 19% do capital social. Tratava-se de um negócio da ordem de R\$ 2,2 bilhões⁵⁵.

Existia, conforme o fato relevante, um acordo de acionistas vigente e celebrado entre ambos os acionistas, o qual seria substituído por um novo, ainda em negociação, no qual a Impregilo manteria o direito de indicar um ou mais membros do conselho de administração e poder de veto sobre certas decisões estratégicas. Mas haveria mudanças em relação ao acordo anterior, reduzindo-se os poderes do acionista alienante.

detinha isoladamente, nem a VCP adquiriu o poder de, isoladamente, exercer ‘a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia’”.

⁵⁴ Mesmo assim, o negócio pode sujeitar-se à notificação prévia às autoridades antitruste, na forma da lei.

⁵⁵ Este “alvo” não era a totalidade das ações detidas por Impregilo, que acumulava mais 10,2% do capital social total, totalizando 29,2% das ações de emissão da EcoRodovias.

O fato apontava, por isso, que a “a modificação da porcentagem de participação da Primav e Impregilo dentro do bloco de controle não alterará o controle da companhia”. Ou seja, apesar de a participação da ofertante passar de 45% para 64% e a ofertada reduzir a sua participação de 29,2% para 10,2%, e de se celebrar novo acordo, com redução do poder da Impregilo, entendia-se que não haveria alienação de controle sujeita ao disposto no art. 254-A, pois ela não detinha controle para alienar; e, sob o prisma da Primav, se trataria de reforço de sua posição dentro do bloco⁵⁶.

A operação foi concluída e comunicada ao mercado, conforme fato relevante datado de 27 de dezembro, sem realização de OPA. Não houve, por outro lado, disputa no âmbito administrativo ou judicial, pela já pacificada doutrina do reforço de controle, prevalecendo, assim, a tese consagrada no caso Copesul.

1.6. Investimentos transitórios

Classificam-se como investimentos transitórios aqueles realizados por agentes desinteressados na perenidade da empresa titulada pela sociedade cuja participação societária se adquire, mas sim interessados, simplesmente, na oportunidade de “pegar carona” em uma ideia (*start up*⁵⁷) ou em sociedade que: (i) necessite de recursos financeiros para financiar a expansão de suas atividades; ou (ii) precise de recursos para superar situações conjunturais; ou, além de umas das hipóteses anteriores, (iii) necessite de apoio, sobretudo humano, para profissionalizar determinadas áreas da empresa, instituir-lhe métodos e criar padrões de governo compatíveis com os desafios de mercado. Os investidores transitórios buscam, assim, uma oportunidade de investir em sociedades promissoras, mesmo que se sujeitem, no momento, a dificuldades operacionais ou financeiras, mas que projetem, em qualquer caso, crescimento de faturamento e lucratividade, de modo a permitir que o investidor possa, no futuro, liquidar seu investimento, vendendo a terceiro interessado, ou mesmo no mercado, mediante *IPO*. Essa atividade de investimento transitório é batizada *private equity*.

⁵⁶ Apesar de a adquirente passar a deter, com o negócio, a maioria das ações votantes de emissão da companhia, o objeto do negócio não era o controle, e, sim, ações em número reduzido que, isoladamente, não configuravam a possibilidade do exercício, isolado, do poder. Não se alienava, portanto, o controle; logo, também não se o adquiria.

⁵⁷ Considera-se *start up* “empresa inovadora, com alto potencial de crescimento e geralmente criadas por jovens empreendedores” (cf. <http://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-imprensa.aspx?id=2940>; acesso em 31 de janeiro de 2005).

A Abvcap refere-se ao *private equity* como: “instrumento fundamental no desenvolvimento de mercados de capitais e economias emergentes”. É “um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debêntures conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo”.⁵⁸⁻⁵⁹ Os números do setor são expressivos⁶⁰. O capital comprometido para investimentos, em 2011, foi de R\$ 63,5 bilhões, saltando para R\$ 83,1 bilhões em 2012 e para R\$ 100,2 bilhões, em 2013⁶¹. Do capital comprometido foram investidos R\$ 39,7 bilhões em 2011, saltando para R\$ 52,7 bilhões em 2012 e, finalmente, para R\$ 70,7 bilhões em 2013. Outro dado merece destaque: do capital comprometido em 2011, 54% procediam do exterior; em 2012, o percentual caiu para 49%, voltando a subir, em 2013, para 55%.

O veículo principal de realização de investimentos transitórios foi regulamentado pela Instrução CVM n. 391, de 16 de julho de 2003, que dispôs sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações – FIPs. De acordo com o art. 2º, o FIP, que se constitui sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados “à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas”. O FIP deve participar do processo decisório da companhia investida, retendo e exercendo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. A forma definida para observância desse comando consiste na indicação de membros do conselho de administração. Também se determina que o FIP participe do processo decisório, mediante: (i) detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) celebração de acordo de acionistas; ou (iii) celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

⁵⁸Cf. <http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx?c=pt-br>; acesso em 24 de agosto de 2014.

⁵⁹O início do setor, de acordo com informações e estudo da Abvcap, data dos anos 1970, e os números, ao longo dos anos, cresceram de modo significativo. O mercado deu seus primeiros passos em 1974, com iniciativas do BNDES e, posteriormente, em 1976, da Finep. Mas a confirmação como atividade pujante e viável coincidiu com o Plano Real e a edição, pela CVM, da instrução ICVM 209/94.

⁶⁰*Idem*, acesso em 31 de outubro de 2014.

⁶¹Apesar da enorme preponderância de investimentos em *private equity*, esses números envolvem operações em outros setores assemelhados, como *venture capital* (*idem*).

Caso a companhia investida pelo FIP seja fechada, deverá, como condição para realização do investimento, (i) estabelecer, em seus estatutos, proibição de emissão de partes beneficiárias e não terem esses títulos em circulação; (ii) prever mandato unificado de um ano para todo o conselho de administração; (iii) disponibilizar os contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia; (iv) aderir à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; (v) no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e (vi) praticar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

1.6.1. Casos envolvendo investimento transitório: Gávea-Chilli Beans e Carlyle-RiHappy

(i) Caso Gávea-Chilli Beans. De acordo com notícia veiculada pela imprensa, certo fundo gerido pela Gávea, criado pelo ex-Presidente do Bacen, Armínio Fraga, adquiriu 29,82% da rede varejista de acessórios e óculos Chilli Beans. Apesar de o valor não ter sido divulgado, o mercado considerou uma cifra da ordem de R\$ 120 milhões.

Do montante, uma parcela foi atribuída para aquisição de ações então detidas pelo controlador, e outra para aumentar o capital da companhia cujas ações se adquiriram. Essa fórmula atende a dois interesses e necessidades: a parcela destinada ao bolso do alienante, ou *cash out*, premia o esforço e o trabalho do idealizador do negócio e lhe dá liquidez; a parcela destinada à companhia, por meio de aumento de capital, ou *cash in*, serve para, dentre outras coisas, provê-la de recursos necessários para realização de investimentos, expansão da atividade, renegociação e modificação do perfil de dívida, aquisição de concorrentes (horizontalidade), fornecedores (verticalidade) ou de outros negócios, que se incorporam aos existentes (conglomerado).

(ii) Caso Carlyle-RiHappy⁶². Em 1º de março de 2012 foi anunciada a aquisição da RiHappy

⁶² Informações extraídas de <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/carlyle-compra-85-da-hi-happy>, acesso em 30 de novembro de 2014; também de <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fundo-carlyle-compra-85-da-ri-happy,104680e>, acesso em 30 de novembro de 2014.

pelo Carlyle. De origem norte-americana, fundado em 1987 em Washington, “é um dos maiores e mais diversificados gestores de ativos alternativos do mundo, tendo aproximadamente US\$ 148 bilhões em ativos sob gestão em 89 fundos e 49 fundos de fundos”⁶³. O fundo adquiriu ao então fundador e controlador, Ricardo Sayon, 85% do capital da sociedade, que operava aproximadamente 110 lojas e respondia por 20% da venda de brinquedos no país. Os dados do negócio não foram revelados, mas estimou-se, à época, que a RiHappy faturava entre 600 e 800 milhões, e o valor da aquisição tenha sido da ordem de R\$ 600 milhões. A aquisição foi justificada pelo potencial de crescimento de vendas, decorrente do aumento da renda disponível da população.

1.7. Classificação revista

Considerando que a classificação clássica não é suficiente para explicar os fenômenos antes narrados, sugere-se, pois, revisão e ampliação classificatória, com a inserção de duas outras modalidades de negócios, conforme acima exposto. A classificação revista inclui as seguintes modalidades:

- i. Horizontal;
- ii. Vertical;
- iii. Conglomeração;
- iv. Reforço de controle; e
- v. Investimento transitório.

Qualquer que seja a forma estabelecida de apropriação, por um agente, de lucros ou elementos de empresa de outro agente, o negócio implicará, do ponto de vista econômico, resultados que indicam uma das modalidades propostas nessa classificação.

2. As ondas de reorganizações

A literatura norte-americana costuma apresentar períodos na história econômica, marcados por ondas de “fusões e aquisições”. Tratam-se, quando analisadas tecnicamente, de reorganizações societárias, empresariais ou associativas (conforme indicadas no item 3.5 deste Capítulo III). Essas ondas coincidem ou são marcadas por fatores macro ou microeconômicos, como

⁶³ Cf. <http://www.abvcap.com.br/default.aspx?p=atlas&c=pt-br>, acesso em 30 de novembro de 2014.

políticas econômicas, reforma de marco regulatório, abundância de crédito e globalização (Thompson, 2010:4-5). A compreensão dos motivos que as originaram é fundamental para a ilação a respeito da motivação das reorganizações, sobretudo quando ocorrem em períodos determináveis e sob formas repetidas. A propósito, a citada literatura costuma catalogar ao menos cinco grandes ondas – estendendo-se, conforme certos autores, a seis – relacionadas a negócios de reorganização desde os anos 1890. Donald M. DePamphilis anota, sobre o tema, e de modo mais agudo, que:

[t]here are two competing explanations for this phenomenon. One argues that merger waves occur when firms in industries react to ‘shocks’ in their operating environments, such as from deregulation; the emergence of new technologies, distribution channels, or substitute products; or a sustained rise in commodity prices (...). The second argument (...) suggests that managers use overvalued stock to buy the assets of lower-valued firms (...). (2012: 13)

(i) Primeira onda – anos 1890⁶⁴. A primeira onda se define como a onda de consolidação horizontal. Conforme expõe Robert B. Thompson, passa-se nos anos 1890, como reflexo da expansão da macroempresa e de reformas legislativas que facilitaram os negócios dessa natureza. Antes, segundo o autor, fusões se sujeitavam à aprovação da totalidade dos acionistas de cada companhia, situação que se modifica com a introdução, nas normas societárias estaduais, de quóruns qualificados, geralmente representativos de 2/3 (dois terços) do capital, os quais, apesar de expressivos, relativizam o por vezes inatingível quórum totalitário⁶⁵. Caracteriza-se pela realização de negócios horizontais resultando em concentrações nos setores de metal, transporte e mineração. Foi neste período, ainda, que J.P. Morgan criou a primeira companhia bilionária, a U.S. Steel, formada da associação de 785 companhias, das quais a maior era a Carnegie Steel (DePamphilis, 2012:14). Marca seu término especialmente a crise do mercado bursátil, em 1904.

(ii) Segunda onda – anos 1920⁶⁶. É marcada, de acordo com Donald M. DePamphilis, pela intensificação da concentração (*increasing concentration*). Decorre da entrada dos Estados Unidos na primeira grande Guerra e, nos anos 1920, da expansão econômica do período pós-

⁶⁴ DePamphilis fixa esse período entre os anos 1887 e 1904 (2012:13).

⁶⁵ No mesmo sentido: “*M&A activity was spurred by a drive of efficiency, lax enforcement of the Sherman Anti-Trust Act*” (DePamphilis, 2012:14).

⁶⁶ DePamphilis fixa esse período entre os anos 1916 e 1929 (*idem*).

guerra, e é interrompida com a crise de 1929. Também se caracteriza por negócios horizontais, intensificando a concentração em setores estratégicos. Durante esse período a inovação administrativa e empresarial, que dá origem ao surgimento de modelos eficientes de produção, justifica aquisições voltadas para o ganho de eficiência (Thompson, 2010:2). Marca o final dessa onda a crise de 1929 (assim como os reflexos do *Clayton Act*, de 1914, restringindo certas práticas monopolísticas).

(iii) Terceira onda – anos 1960⁶⁷. É a onda da conglomeração, conforme designação do mesmo autor. Inicia-se, segundo Robert B. Thompson, nos anos 1960, e se notabiliza pelo crescimento econômico sustentado e pelas aquisições hostis de controle, ambiente que culminou no *Williams Act*, de 1968⁶⁸. Nesses anos de abundância, durante os quais se verificou o mais longo período de crescimento ininterrupto até então na história do país, ocorreu um “*record price-to-earnings (P/E) ratios*”. Assim, “[c]ompanies given high P/E ratios by investors learned how to grow earnings per share (EPS) through acquisition rather than through reinvestment” (DePamphilis, 2012:14). Donald M. DePamphilis aponta, como fatores para seu término, “[t]he higher prices paid for the targets coupled with the increasing leverage of the conglomerates, caused by ‘pyramids’ to collapse”. (2012:14)

(iv) Quarta onda – anos 1980⁶⁹. Trata-se da chamada era da contração (ou *retrenchment era*). Tem seu pico nos anos 1980 e reflete período de crescimento econômico, após os árduos momentos e crises dos anos 1970 e, sobretudo, o extremo liberalismo regulatório, marco da administração Reagan. Alguns fatores a caracterizam, como o *breakup* de importantes conglomerados e a proliferação das aquisições hostis (*hostile takeovers*) e dos chamados *LBOs* (*leveraged buyouts*), negócios estruturados com intensos endividamentos (Thompson, 2010:3). Aponta-se como termo final uma série de fatores, notadamente a redução do ritmo econômico e a *widely publicized LBO bankruptcies*, assim como o esgotamento da principal fonte desses negócios, os *junk bonds*.⁷⁰

⁶⁷ DePamphilis fixa esse período entre os anos 1965 e 1969 (*idem*).

⁶⁸ Ato esse que reformou o *Securities Exchange Act*, de 1934, impondo obrigações para a parte responsável pela oferta de aquisição de controle.

⁶⁹ DePamphilis fixa esse período entre os anos 1981 e 1989 (2012:14).

⁷⁰ Ver, a propósito, *Barbarians at the gate* (Burrough e Helyar, 2003).

(v) Quinta onda – anos 1990⁷¹. Período notabilizado pelas *strategic mega-mergers*. A motiva os avanços tecnológicos e as oportunidades envolvendo negócios com “companhias promissoras”, geralmente dotadas de grandes ideias e capitaneadas por pessoas visionárias, mas com pouca receita ou lucro operacional (Thompson, 2010:3). A percepção de que se estava a entreter negócios ou realizar investimentos em companhias que, assim como o meio pelo qual ofereciam seus produtos, era virtual, põe fim à euforia e causa um colapso sistêmico, culminando na promulgação da Lei *Sarbanes-Oxley*, de 2002.

(vi) Sexta onda – anos 2000. Ao contrário de Robert B. Thompson, que cataloga cinco grandes ondas, Donald M. DePamphilis sugere mais uma, entre os anos 2003 a 2007. Seria a onda do renascimento de negócios alavancados (*the birth of leverage*) e dos investimentos transitórios, produzidos pelos fundos de *private equity*. Como explica o autor, os negócios ganham complexidade, pela proliferação de “*complex securities collateralized by pools of debt and loan obligations of varying levels of risks*”. E continua, sobre as características dessas estruturas: “[m]uch of the financing of these transactions, as well as mortgage-backed security issues, has taken the form of syndicated debt (i.e., debt purchased by underwriters for resale to the investing public)” (2012:15). O declínio dessa onda tem início com o crescente inadimplemento de mutuários e credores de instituições financeiras, culminando na crise financeira americana de 2007 e, sob sua influência, mundial (2012:16).

2.1. Elementos de conexão

A doutrina americana, ao identificar nesses últimos 130 anos padrões de condutas recorrentes, pretende criar uma teoria evolutiva e estabelecer as bases para o surgimento de uma teoria geral das reorganizações. Marcando-se, no tempo, esses períodos, podem-se observar as semelhanças e diferenças nos anos antecedentes e nos anos durante o próprio intervalo histórico, e inferir conclusões passíveis de validação científica. Os motivos de surgimento e desaparecimento, de cada um desses períodos, apresentam substrato relevante e instrutivo, que permite a antecipação de novas ondas e suas possíveis consequências.

Apesar de cada período apresentar características únicas, a principal delas sendo o menor

⁷¹ DePamphilis fixa esse período entre os anos 1992 e 2000 (2012:15).

desenvolvimento tecnológico em relação ao posterior, e a própria premissa evolutiva do capitalismo, que somente se sustenta sobre bases constantes de crescimento, há sinais internos e externos recorrentes, passíveis não apenas de catalogação como de sistematização pela ciência. E, sob enfoque pragmático, de manipulação por agentes capazes de ler o início do surgimento de fatores recorrentes em ondas pretéritas, antecipando as tendências inerentes a essas situações.

Donald M. DePamphilis aponta três indícios, costumando ocorrer em períodos de: (i) crescimento sustentável da economia; (ii) baixa ou de tendência redutora de taxa de juros; e (iii) pujança do mercado bursátil. Esses indícios indicam, somente, a possibilidade de surgimento de novas eras, mas pouco dizem sobre suas características intrínsecas. Com efeito, olhando para as ondas catalogadas, fatores micro ou macroeconômicos estimulam movimentos similares dentro delas, como se atraídos por força única. Assim, se cada negócio é único e oferece seus elementos exclusivos, tendem a seguir, extrinsecamente, características plurais. A primeira onda, por exemplo, caracteriza-se pelos negócios horizontais, visando à concentração de mercados relevantes; a terceira, pela conglomeração; a quinta, pelos *strategic mega-merger*; e, a sexta, pelos investimentos transitórios.

A antecipação da onda seguinte (e de seu sentido) proporciona importante vantagem aos agentes que a realizam. Aliás, “*the stock market rewards firms that see and act on promising opportunities early and punishes those that merely imitate. Those pursuing these opportunities early on pay lower prices for target firms than do the followers*” (2012:19).

3. Regime jurídico das reorganizações

Reorganização significa o “ato ou efeito de reorganizar”. E reorganizar significa “melhorar, reformar, aprimorar” (cf. dicionário Aurélio). Sob a ótica econômica, trata-se de expressão que denota arranjo estrutural. Pode envolver arranjo ou rearranjo interno da sociedade, que se passa no plano da empresa, ou que ocorre em plano superior, envolvendo agentes detentores de direitos de sócios. Refere-se, assim, à racionalização ou organização empresarial, na primeira descrição, e à societária, na segunda. Além desses dois planos de reorganização, deve-se considerar um terceiro plano, que não envolve, necessariamente, a afetação da sociedade ou da empresa: a reorganização associativa.

Donald M. DePamphilis apresenta e desmembra as *corporate restructuring activities* em reestruturações (ou reorganizações) operacionais ou financeiras, definindo as primeiras como aquelas que “*may entail changes in the composition of a firm’s asset structure by acquiring new businesses or by the outright or partial sale or spin-off of companies or product line*”. E as outras como “*actions by a firm to change its total debt and equity structure, such as repurchase or adding debt either to lower the corporation’s overall cost of capital or as part of an antitakeover defense*” (2012:19/20)⁷².

Mas sua proposta não se atenta às diferenças essenciais das espécies de reorganizações, que se revelam a partir da necessária identificação do sujeito afetado. A distinção entre reorganização operacional e financeira é pertinente do ponto de vista econômico, mas insuficiente sob o prisma jurídico. Precede essa abordagem, sem dúvida útil a outros fins, a verificação do plano em que se opera: societário, empresarial ou associativo. E, conseqüentemente, dos regimes jurídicos aplicáveis (e dos sujeitos que protagonizam ou sofrem os efeitos da reorganização).

Nem toda reorganização se opera em todos esses planos, ou ao menos em dois deles, repercutindo, por exemplo, na sociedade e na empresa; ao contrário, é comum limitar-se a um deles. De modo que as normas que incidem sobre esses negócios, distintos por natureza, também se distinguirão. Revela-se, aí, a necessidade de uma formulação sistematizadora, que ponha ordem nesse estado insubordinado de coisas.

3.1. Reorganização-gênero e reorganização-espécie

Reorganização, no âmbito jurídico, é gênero que não informa o plano de ocorrência e o sujeito afetado, indicativos de suas espécies. Deve-se, pois, encontrar os elementos que reúnam as distintas espécies e organizá-los. Basta verificar-se o plano da ocorrência e, daí, suas conseqüências, sobretudo normativas, que costumam ser diferentes conforme a espécie de reorganização.

Reorganização é expressão genérica que denota, intuitivamente, duas espécies distintas e inconfundíveis: a societária e a empresarial. Mas, além delas, há, ainda, aquelas

⁷²O autor apresenta um interessante gráfico, distinguindo as modalidades de reorganização conforme sua concepção, que merece menção (2012:22).

reorganizações que não se enquadram nessas hipóteses, pela natureza meramente associativa, sem afetação das estruturas societárias ou empresariais dos agentes envolvidos. De modo que as reorganizações se classificam da seguinte maneira:

(i) Reorganização-gênero

(i.i) Reorganização-espécies:

(i.i.i) Reorganização societária;

(i.i.ii) Reorganização empresarial; e

(i.i.iii) Reorganização associativa.

As distinções não são apenas semânticas, mas fenomenológicas. Não se pretende, com essa afirmação, cair na cilada apontada por Fábio Konder Comparato, no sentido de que “a ciência do direito sofre, de tempos em tempos, esse extraordinário fascínio da lógica formal, levando os seus cultores a procurar, asceticamente, no deserto das ideias puras, para poder construir, *more geometrico*, pirâmides de conceito”. Ao contrário; imagina-se apresentá-la, conforme palavras do mesmo autor, como “remédio específico contra o exagero abstracionista da *Begriffsjurisprudenz*” que “consiste, justamente, na permanente correção das definições jurídicas, encaradas como meros conceitos operacionais, em função dos mutáveis conflitos de interesses e da transformação histórica dos valores sociais”. E, ainda, reafirmando que:

[a] nova ciência jurídica não despreza, evidentemente, os conceitos e as definições, como instrumentos indispensáveis à aplicação do direito, mas considera tais instrumentos sempre perfectíveis e provisórios, em função da constante observação histórica da vida humana em sociedade. (2008:105/106)

Sob a perspectiva destes vetores sugerem-se os elementos que distinguem as reorganizações.

3.2. Reorganização societária

Ao discorrer a respeito do Capítulo XVIII da Lei 6.404/76, que trata da transformação, incorporação, fusão e cisão, José Luiz Bulhões Pedreira o batiza de capítulo das

reorganizações, e oferece o seguinte conceito: “[a] palavra ‘reorganização’ é empregada, neste título para significar o gênero dos negócios jurídicos típicos, ou nominados, que a LSA regula nas Seções I e II do Capítulo XVIII ...”. O coautor da Lei 6.404/76 oferece, portanto, de modo implícito, uma classificação genérica de reorganizações societárias, das quais há formas tipificadas ou não. Apesar da coerência expositiva, a classificação é mais ampla, exceto se se pretender, por motivos metodológicos, isolar reorganizações societárias. Aliás, foi exatamente isso o que ele fez, descartando outras formas de reorganização, notadamente a empresarial e a associativa. Continuando, o autor oferece nova lição, preciosa para o estudo que aqui se propõe. Segundo ele:

Classificados juridicamente, transformação, incorporação, fusão e cisão de sociedade são negócios jurídicos contratuais típicos, ou nominados, próprios do direito societário, que têm em comum a função de reorganizar sociedades: a reorganização mediante transformação consiste em modificar o tipo legal de uma sociedade existente; os negócios de incorporação, fusão e cisão reorganizam sociedade ou sociedades mediante sua unificação ou divisão, e podem compreender a extinção e a divisão de sociedades existentes e a criação de nova sociedade. (Lamy Filho e Pedreira, 2009:1738)

Afastada qualquer dúvida sobre a natureza reorganizacional de determinados atos societários, apresentam-se, a seguir, os elementos distintivos das espécies de reorganização. Pegue-se, como exemplo, a alienação de controle, prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76. O que ela implica? A troca de titularidade das ações e a possibilidade fática de controlar as deliberações das assembleias e de eleger a maioria dos administradores; mas não afeta, no ato praticado, a organização empresarial. A empresa preserva todos os seus elementos intactos, sem qualquer modificação.

O plano da ocorrência é societário: muda-se a titularidade dos sócios. O objeto do negócio são ações da companhia, que permitirão ao adquirente o exercício de direitos e poderes, e de dominar as relações societárias, impondo-se sobre os demais sócios. Como consequência, a companhia passa a submeter-se a nova orientação de controle. Opera-se uma alteração essencial na estrutura da sociedade (preservando-se, intacta, a empresa). Trata-se, portanto, de uma reorganização societária.

A mesma lógica prevalece nas demais modalidades de reorganização societária, inclusive na incorporação, que pode, aparentemente, suscitar algumas dúvidas sobre a proposição, pelo fato de, após a extinção da incorporada, as empresas tituladas pelas sociedades envolvidas sujeitarem-se e se incorporarem no patrimônio de apenas uma delas, a incorporadora.

A dúvida, porém, é apenas aparente. Opera-se a incorporação quando, conforme disposto no art. 227 da Lei 6.404/76 (ou no art. 1.116 do CCB), uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. No caso da companhia, a incorporação de sociedade por outra deve ser aprovada por acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, podendo o estatuto da companhia fechada estabelecer quórum maior (art. 136). Para companhia incorporadora, o procedimento de aprovação está contido no §1º do mesmo artigo⁷³. Tanto na companhia incorporadora como na incorporada, trata-se de ato de acionistas, a ser deliberado em assembleia geral, e, quando aprovado, resulta em modificação da estrutura essencial societária. Essa modificação, aliás, foi valorada de modo distinto pelo legislador, que estipula quórum qualificado apenas para deliberação em assembleia da incorporada, e, aos dissidentes dela, o direito de retirada.

Com a extinção da sociedade, que se opera justamente pela sua incorporação em outra, os acionistas daquela companhia subscrevem, na incorporadora, o aumento de capital resultante do patrimônio incorporado, tornando-se, assim, acionistas não de uma nova companhia, constituída em decorrência do ato, mas da própria companhia incorporadora. Essa descrição, que resume os efeitos das deliberações de ambas as companhias, não avança ou afeta, imediatamente, as empresas, tituladas por elas, que ficarão sob a titularidade de apenas uma delas, a incorporadora. A partir desse momento, a companhia incorporadora poderá, por intermédio de seus administradores, ou, se o caso, de seus acionistas, afetar as empresas, por exemplo, vendendo-lhe ativos, encerrando linhas produtivas ou alienando estabelecimentos. Mas serão decisões administrativas, ou mesmo societárias, quando sujeitas à deliberação de sócios, posteriores à reorganização societária. Não integram ou decorrem, portanto, diretamente do ato de reorganização. A incorporação, ato societário por definição, fora

⁷³ “§1º. A assembleia geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão”.

praticado anteriormente e de modo autônomo em relação a possíveis reorganizações empresariais estruturadas simultânea ou posteriormente à reorganização societária.

Essa lógica vale para as demais modalidades de reorganização societária, como a fusão e a cisão. Mesmo que impliquem, em sua essência, uma possível ou provável reorganização empresarial – como na cisão –, será reflexiva de ato que o precede, e não inerente a ele.

3.2.1. Reflexos na empresa decorrentes de reorganização societária

Não seria honesto, para evitar um possível enfrentamento à proposição, afirmar que a reorganização societária jamais afeta as bases da empresa. Isso não é verdade. Mas essa afetação decorre de uma deliberação superior, de natureza societária, e que antecede a própria reorganização da empresa. A fusão, por exemplo, não tem como propósito imediato a união de estabelecimentos empresariais; esta união, mesmo que ocorra, somente se verificará pela extinção prévia de ao menos duas sociedades, deliberada pelos sócios; indica, assim, propósito mediato. Insiste-se: o propósito deliberativo imediato não é a reorganização da empresa, mas a extinção de sociedades e a constituição de uma nova, com patrimônio advindo daquelas.

Idêntico raciocínio se aplica a outro ato societário, a cisão. Opera-se, na cisão, a segregação patrimonial. Parcela do patrimônio da sociedade cindida é transferida a uma ou mais sociedades. É possível que esse patrimônio transferido, ou parcela dele, fosse utilizado no exercício da atividade empresarial; no limite, pode representar, até, um dos estabelecimentos empresariais da sociedade. Nessas situações, a empresa é afetada pelo ato societário deliberado pelos sócios. Mesmo assim, continua não sendo uma reorganização empresarial, em sua origem.

Importante realçar que os reflexos na empresa não são inerentes (ou necessários) ao ato societário. São possíveis, mas não necessários, mesmo na cisão. Neste sentido, não é raro que se cindam, por exemplo, direitos decorrentes de relações não operacionais, e que, diretamente, não se vinculam à atividade empresarial.

É preciso, por derradeiro, reconhecer que, mesmo que praticados imediatamente no plano societário, há atos que se deliberam com o fim mediato de se proceder a uma reorganização empresarial. Certas cisões, por exemplo, têm esta característica. Mesmo assim, não se afasta a

natureza societária do ato. Da mesma forma, como consequência dessas deliberações, o agente se submete eventualmente à necessidade de OPA ou de direito de retirada, situações tipicamente atreladas a ato societário. Encobrendo ou se prestando a negócio indireto, a reorganização não afastará a essência do ato que lhe deu origem. O regime jurídico será o das reorganizações societárias, com a incidência das normas específicas.

3.2.2. Negócios preparatórios para futuras reorganizações societárias

Há negócios, em sua origem não qualificados como reorganização, que se praticam com a intenção ou com a possibilidade de, num momento posterior, converterem-se em reorganizações, sobretudo societárias. Ocorrem fundamentalmente pelos seguintes motivos: (i) vontade dos sócios das sociedades que será objeto da reorganização; (ii) necessidade, não havendo esses mesmos sócios opção de pactuar um negócio que não implique, no futuro, uma reorganização; ou (iii) imposição de algum agente externo.

Integram o primeiro grupo os negócios em que os próprios sócios da sociedade pretendem que, verificadas certas situações ou implementadas certas condições, ocorra uma reorganização societária, atraindo-se agentes que não só participaram daquele negócio, mas que, de alguma forma, contribuíram ou contribuirão para estabilidade societária e/ou desenvolvimento empresarial. No momento da contratação das bases negociais, reconhece-se a importância desses agentes, seja pela contribuição de recursos financeiros ou pela própria atuação pessoal para consecução de resultados e objetivos.

No segundo grupo, a possibilidade futura de reorganização societária não é pretendida pelos sócios, mas, por necessidade, acaba-se por admitir, como única solução, a contratação de condições ou concessão de algum direito de modo que agentes externos possam ingressar na sociedade conforme termos contratados. Neste grupo, apesar de não terem opção, geralmente por motivação econômica conjuntural ou estrutural, os sócios, no entanto, realizam o negócio por vontade própria, sem imposição externa.

Por fim, o terceiro grupo, em que os negócios preparatórios são impostos por agentes externos, que ostentam títulos ou direitos sobre a sociedade ou os sócios, e podem impor certas reorganizações para preservação de direitos ou como solução a crises empresariais. Nessas

relações, a própria reorganização costuma ser arquitetada com a participação daquele agente. Em situações mais extremas, a arquitetura é idealizada pelo próprio agente e, de algum modo, imposta à sociedade e aos sócios. São exemplos desses negócios as (a) debêntures conversíveis em ações e os (b) bônus de subscrição⁷⁴ (sobre ambos se discorre no item 1.11, Capítulo V).

3.3. Reorganização empresarial

Na reorganização empresarial não se afeta a estrutura essencial da sociedade; mas se modifica substancialmente a empresa e a atividade empresarial. É apenas no plano empresarial, portanto, que as modificações ocorrem. Veja-se, por exemplo, o negócio envolvendo estabelecimento empresarial, previsto no art. 1.143 CCB, segundo o qual “[p]ode o estabelecimento ser objeto unitário de direitos e de negócios translativos ou constitutivos, que sejam compatíveis com a sua natureza”. E se considera estabelecimento, de acordo com o artigo precedente (1.142), “todo complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário, ou por sociedade empresária”.

Quando se opera a alienação de estabelecimento, as relações societárias permanecem inalteradas, sem qualquer movimento essencial no plano dos sócios ou da sociedade. Os sócios da sociedade que adquire o estabelecimento continuam sócios, com as mesmas participações e entretendo as relações antes entretidas (conforme, por exemplo, previstas em acordo de sócios), enquanto os sócios da sociedade que aliena o estabelecimento também resguardam suas posições. Mesmo que o estabelecimento alienado representasse única e total fonte de geração de receita da sociedade alienante, em nada afetaria a posição societária: sócios mantêm suas participações na sociedade, a qual, por sua vez, continua existindo sem qualquer solução de continuidade.

A modificação se opera no plano patrimonial da sociedade: antes, a sociedade titulava um estabelecimento, cujos elementos eram contabilizados em grupos distintos e separadamente (como regra, pelo custo de aquisição); depois, passa a dispor de caixa, isto é, de dinheiro, proveniente da alienação do estabelecimento.

⁷⁴ Há outras modalidades, não abordadas neste estudo, como as opções e as *stock options*.

Não se aplicam, a essas reorganizações, o regime jurídico das reorganizações societárias, a exemplo de OPA ou do direito de recesso, mesmo que, materialmente, os efeitos possam ser, em relação a minoritários, mais drásticos do que se se houvesse arquitetado um negócio de natureza societária.

Distintas formas de reorganização empresarial serão apresentadas no Capítulo V. Em qualquer uma delas, os procedimentos e as consequências assemelham-se. Ainda quando o ato se sujeita a uma deliberação prévia, condicionante de sua realização, a organização de natureza empresarial não afeta a estrutura societária. As bases da sociedade, portanto, restam inalteradas. Aliás, o *locus* da deliberação não relativiza essa afirmação. Provenha ela da assembleia de sócios ou do conselho de administração, terá, inequivocamente, reflexo apenas sobre a empresa.

A propósito, a Lei 6.404/76 não costuma relacionar, como matéria de competência da assembleia, atos de reorganização empresarial. Mas essa opção legislativa não afasta a possibilidade de o estatuto da companhia ou o acordo de sócios imputar a esse órgão o poder de deliberar sobre negócios dessa natureza. Ademais, o movimento da governança corporativa costuma sugerir a atribuição, ao conselho de administração, de matérias que, historicamente, se atribuem e se reconhecem como de competência dos sócios⁷⁵. Inflaciona-se o estatuto com matérias originárias da assembleia, como bandeira de “boa prática”, a ser seguida e estimulada pelo mercado. Essa tendência não subverte sua natureza. O deslocamento da competência, por força legal, autorregulatória ou estatutária, não abala o ato e seus reflexos jurídicos. Mas indica, é importante realçar, uma tendência atrativa ou deslocadora do poder de controle. Quanto mais intenso o deslocamento decisório aos órgãos de administração, maior a

⁷⁵ Veja-se, a propósito, a redação dos itens 4.8 e 4.8.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que atribuem ao conselho de administração obrigação de manifestação a respeito de oferta pública de aquisição, como forma de subsidiar o acionista na formação de sua opinião: “4.8. Manifestação do Conselho de Administração. O Conselho de Administração da Companhia deverá elaborar e tornar público parecer prévio fundamentado sobre toda e qualquer oferta pública de aquisição que tenha por objeto as ações de emissão da Companhia, no qual se manifestará: (i) sobre a conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse do conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade; (ii) sobre as repercussões da oferta sobre os interesses da Companhia; (iii) quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à Companhia; e (iv) outros pontos que considerar pertinentes. No parecer, o Conselho de Administração deverá manifestar opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da oferta pública de aquisição de ações, alertando que é responsabilidade de cada acionista a decisão final acerca da aceitação, ou não, da referida oferta”. “4.8.1 O parecer prévio fundamentado, referido no item 4.8 acima, deverá ser apresentado em até 15 (quinze) dias da publicação do edital da oferta pública de aquisição de ações”.

possibilidade de fissura da relação propriedade/domínio sobre a empresa, especialmente nas companhias sem controlador definido.

3.3.1. Reorganizações societária e empresarial: a necessária distinção dos fenômenos e suas consequências

A distinção, como se vem demonstrando, é necessária porque os fenômenos também são distintos. A reorganização societária é, por definição, ato de sócio, que abala a estrutura societária e, apenas como consequência, a empresa. Por outro lado, a reorganização empresarial é ato da sociedade, deliberada por sócios ou administradores, conforme dispuser a lei ou o estatuto (ou contrato social). A previsão nesses diplomas não modifica a natureza do ato e os seus reflexos.

A importância da distinção do fenômeno é evidente: o sócio, ao subscrever quota ou ação de sociedade, transfere o valor subscrito, a título de integralização de capital, deixando de ter a disponibilidade sobre aqueles recursos, perdendo-os em favor da sociedade. Em contrapartida, passa a titular quotas ou ações da mesma sociedade, que são títulos que se incorporam ao seu patrimônio, e lhe conferem direitos, econômicos e, eventualmente, políticos. Essas proposições devem ser ajustadas se as ações ou quotas ingressarem no patrimônio do sócio pela via da compra e venda de ações ou da cessão de quotas (e não da integralização, decorrente de subscrição). Nesses casos, o perdimento dos recursos não se dá em relação à sociedade – por via da integralização – mas aos antigos sócios, que alienam ou cedem suas posições. No mais, a validade da proposição é indisputável.

Todo e qualquer ato visando à preservação de direitos decorre justamente desses direitos de sócios, e da possibilidade de expressar-se em ambientes restritos: assembleias ou reuniões de sócios. O sócio não terá, porém, direitos sobre os ativos da sociedade ou, como regra, obrigações pelos atos da sociedade. Os ativos não lhe pertencem. Daí o acionista da Petrobras, por exemplo, não ter direito a acampar ou mudar residência para *sua* plataforma de extração de petróleo. O ativo está incorporado ao patrimônio da companhia, e não ao do sócio.

Assim se justifica por que as reorganizações ocorridas no plano dos sócios e que modificam as relações entre eles distinguem-se daquelas havidas no plano empresarial, as quais, como exposto, implicam modificações no âmbito da empresa, apenas.

3.3.1.1. Identificando-se o fenômeno pelo exemplo da alienação de controle

A alienação de controle, tipificada no art. 254-A, é um bom exemplo para exercitar a identificação do fenômeno tutelado pelo direito. E, a partir daí, para correta compreensão dos regimes jurídicos das reorganizações. De acordo com esse artigo, a “alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco do controle”. A alienação de controle implica modificação relevante na estrutura societária, substituindo-se o acionista ou acionistas que eram titulares de direitos de sócios que lhes asseguravam a maioria de votos nas deliberações assembleares e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Por isso, protege-se o acionista não-controlador, titular de ações com direito a voto, que não participa das negociações e dos resultados econômicos do negócio entabulado, atribuindo-lhe o direito de “tomar carona” no negócio, aderindo à oferta pública que se lhe faz o adquirente, em termos idênticos, exceto pela eventual diferença percentual no preço da ação⁷⁶. Na OPA, o objeto do negócio são ações não integrantes de bloco de controle, cuja oferta decorre exclusivamente da aquisição prévia, sob condição, de ações que permitam o exercício do controle. Note-se que não se está negociando ativo, estabelecimento, empresa ou qualquer direito de titularidade da sociedade; (apenas) valores mobiliários, representativos de parcela de capital, que conferem direitos de sócios. E que integram seu patrimônio.

⁷⁶ Com efeito, o *caput* do art. 254-A estabelece que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle” (grifou-se). Outra solução consta do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, nível que admite apenas ações ordinárias, com direito a voto, no qual se estabelece, no item 8.1, que “a Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante” (grifou-se). A redação do Regulamento de Listagem do Nível 2 é semelhante: “a Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante”.

O elemento empresa é irrelevante para efeito da norma, que pretende tutelar interesse de acionista, e não da sociedade. E, tampouco, garantir a preservação da empresa.

3.3.1.2. A alienação de todos os ativos da companhia sob a perspectiva do art. 254-A e do regime jurídico aplicável

O Art. 254-A inibe a apropriação, exclusiva, por um ou mais acionistas, de um prêmio por serem titulares e alienarem a maioria das ações com direito a voto. Apesar dessas ações, em conjunto, oferecerem-lhes a possibilidade de preponderar em assembleias e de eleger a maioria dos administradores, a lei limitou-lhes a possibilidade de extração de benefícios, sem estendê-los aos demais acionistas.

Por outro lado, a inexistência do art. 254-A admitiria a apropriação, pelo adquirente, do poder sobre a totalidade dos meios de produção e de toda a capacidade de geração de riquezas da sociedade cujo controle se adquire, por meio do *pouvoir effectif de direction des affaires sociales* (Champaud, 1962:107), sem a correspondente contraprestação integral de preço. Note-se que essa apropriação da empresa e dos meios da empresa ocorre por via indireta, ou seja, pela aquisição do controle societário, e não da própria empresa.

A empresa, por outro lado, é adquirida por intermédio de um negócio entre o adquirente e a sociedade, sem modificação das posições de sócios. Tutela-se, portanto, o poder “de direção dos negócios da sociedade, e não a aquisição da empresa”. Aliás, a aquisição da empresa não é disciplinada pela Lei 6.404/76; o negócio envolvendo a aquisição ou alienação empresarial não oferece direitos especiais aos acionistas – mesmo quando envolver todos os ativos da companhia –, os quais, como regra, nem mesmo são convocados a deliberar sobre ele⁷⁷.

3.3.2. A hipótese da alienação de estabelecimento empresarial

Veja-se, especificamente, o caso da alienação de estabelecimento empresarial. Imagine-se, apenas como exemplo, que o objeto do negócio envolve o único estabelecimento da companhia e responsável por toda a receita operacional. Ao aliená-lo, a companhia recebe, em troca, numerário, que será, segundo a administração, empregado na concepção de novo

⁷⁷ Estatutos elaborados por advogados mais experientes e que já passaram por negócios envolvendo reorganização empresarial costumam prever a necessidade de deliberação prévia para realização desses negócios. Dependendo da estrutura de governo, a competência é atribuída à assembleia ou ao conselho de administração.

estabelecimento, mais moderno e eficiente. Esse movimento não implica mudança de objeto, que conferiria ao acionista dissidente o direito de recesso, nos termos do art. 137 da Lei 6.404/76. E também não lhe daria o direito de alienar suas ações, no âmbito de OPA do art. 254-A, pois não teria havido alienação de controle.

Mas, na concepção de Claude Champaud, houve, sem dúvida, apropriação, por terceiro, dos meios de produção, pela aquisição do poder de direção do estabelecimento; ou seja, mesmo fenômeno que se descortinou quando encarado sob prisma econômico. Porém, tratando-se de fenômeno juridicamente distinto, a subsunção será, também, distinta. Daí a opção política de recusar a catalogação de negócios de reorganização empresarial como passíveis de direito de recesso, por acionistas dissidentes.

3.3.3. Reorganização interna e externa

Tanto a reorganização societária como a empresarial podem ocorrer entre agentes sujeitos a controle comum ou distinto. E podem, ainda, operar-se com a finalidade de desmembramento de atividade empresarial ou atribuição de poder sobre determinados ativos. Ocorre a reorganização interna quando operada entre sociedades sujeitas a controle comum. Tem como objetivo, geralmente, introduzir alguma técnica para racionalizar ou tornar mais eficiente a atividade empresarial, para reduzir a carga tributária ou para solucionar pretensões de sócios. Também se opera como forma preparatória para possíveis novos investimentos ou desinvestimentos.

Exemplos clássicos são a cisão, sem intenção, por parte dos sócios, de liquidar parcela do investimento, mas, apenas, de segregar, econômica e juridicamente, atividades empresariais; ou a constituição de subsidiária integral, com propósito específico e distinto do da sociedade que a criou, e com autonomia administrativa.

Reorganizações externas são aquelas que, por oposição às internas, operam-se entre agentes independentes entre si, isto é, que não se sujeitam a controle comum ou que não se prestam a ajustes *interna corporis*. De modo intuitivo, indicam a realização de negócios em que agentes se concentram ou se apropriam uns de outros, ou praticam ato de desinvestimento, sem que antes houvesse, entre eles, um centro único ou compartilhado de poder. São exemplos de

reorganização externa a aquisição de uma sociedade concorrente por outra concorrente ou a alienação de controle, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, a adquirente estranho ao bloco de controle da companhia cujas ações são alienadas.

As reorganizações internas se prestam, como regra, para impor sistemas capazes de aumentar a eficiência e o lucro, sem a necessidade de apropriação externa; já as reorganizações externas, ao contrário, pressupõem a conduta de agentes sobre outros, visando apropriações de ativos que antes não lhes pertenciam, em troca de alguma retribuição.

3.4. Reorganização associativa

Há modalidades que não se enquadram nas descrições das reorganizações societárias ou empresariais. Não deixam, por isso, de ter natureza de reorganização. Mas o propósito é associativo, sem modificação das bases da sociedade ou da empresa. São as reorganizações associativas⁷⁸. Assim se caracterizam, por exemplo: (i) o consórcio; (ii) o grupo; e (iii) a *joint venture*.

Como o nome o indica, a reorganização associativa implica uma associação de duas ou mais pessoas, geralmente jurídicas, para desenvolvimento de atividade comum, com contribuições

⁷⁸O conceito de reorganização associativa não se confunde com o de contrato associativo, definido pelo CADE. De acordo com a Resolução n. 10, de 29 de outubro de 2014, o Plenário do CADE resolveu, conforme previsto no art. 2º, que “Respeitados os critérios objetivos estabelecidos no artigo 88 da Lei nº 12.529, de 2011, e para fins do disposto nesta lei, consideram-se associativos quaisquer contratos com duração superior a 2 (dois) anos em que houver cooperação horizontal ou vertical ou compartilhamento de risco que acarretem, entre as partes contratantes, relação de interdependência. § 1º Para fins do disposto no caput deste artigo, considera-se que há cooperação horizontal ou vertical ou compartilhamento de risco que acarretam relação de interdependência: I - nos contratos em que as partes estiverem horizontalmente relacionadas no objeto do contrato sempre que a soma de suas participações no mercado relevante afetado pelo contrato for igual ou superior a vinte por cento (20%); ou II – nos contratos em que as partes contratantes estiverem verticalmente relacionadas no objeto do contrato, sempre que pelo menos uma delas detiver trinta por cento (30%) ou mais dos mercados relevantes afetados pelo contrato, desde que preenchida pelo menos uma das seguintes condições: a) o contrato estabeleça o compartilhamento de receitas ou prejuízos entre as partes; b) do contrato decorra relação de exclusividade. § 2º Para fins dos incisos I e II deste artigo, consideram-se partes contratantes as entidades diretamente envolvidas no negócio jurídico sendo notificado e os respectivos grupos econômicos, conforme definição do artigo 4º da Resolução nº 2, de 29 de maio de 2012. § 3º Os contratos com duração inferior a dois anos devem ser notificados nos termos desta Resolução quando, mediante sua renovação, o período de 2 (dois) anos for atingido ou ultrapassado”. Nas reorganizações associativas, conceitualmente mais abrangentes do que o contrato associativo, não importa a relação de horizontalidade ou verticalidade, ou a participação dos agentes nos mercados. O que as caracteriza é a sua natureza, envolvendo a associação de agentes distintos, eventualmente de segmentos distintos, possivelmente sem qualquer intersecção empresarial.

isoladas de esforços ou ativos, e participação nos resultados. Permite, em primeiro lugar, a manutenção das estruturas societárias e empresariais, que continuam a ser empregadas e dirigidas aos mesmos fins e sem qualquer solução de continuidade. Em segundo, a participação em empresa de vulto ou de risco acentuado, em conjunto com outros partícipes, permitindo-se o compartilhamento do risco. Assim, se, por um lado, limita-se percentualmente o ganho decorrente da participação em eventual negócio associativo, limitação esta atrelada ao percentual de contribuição ao todo, por outro se afasta o risco isolado do empreendimento.

O compartilhamento do risco e a incapacidade de emprego isolado são motivos comuns das reorganizações associativas. Além deles destaca-se o acesso a novos mercados, locais ou internacionais. Locais, quando o empresário se aventura por nova atividade, antes por ele inexplorada, e se associa a agente já estabelecido ou, como ele, novo entrante, para, juntos, empreenderem. Internacionais se a associação representa o ingresso em novo país. E assim se faz pelo fato de o associado, geralmente local, ali estar estabelecido, conhecer mercado e funcionamento das instituições, pessoas e governos, e haver estabelecido relações empresariais passíveis de alargamento em decorrência da associação.

3.5. A necessária inserção das fusões e aquisições no conceito de reorganização

O termo fusões e aquisições vem de tradução literal da expressão de língua inglesa *mergers and acquisitions*. Em vernáculo, pouco diz sobre suas denotações, sendo necessários, assim como em relação a determinadas obras de arte contemporâneas, índices, ou melhor, explicações significativas. Mesmo em seu idioma de origem o termo não ostenta significado unívoco e as explicações se mostram, sempre, necessárias. Mas se adianta que, em regra, é expressão utilizada para capturar toda e qualquer forma de reorganização.

Stephen M. Bainbridge, em capítulo introdutório da obra *Mergers and Acquisitions* (2003), relaciona, como forma de explicar a expressão, em panorama preliminar, as seguintes técnicas: (i) fusão; (ii) alienação de parcela substantiva de ativos; (iii) ofertas públicas de aquisição; (iv) aquisições diretas ou em “mercado aberto”; e (v) *proxy contests*⁷⁹⁻⁸⁰. Outro autor, Dale A.

⁷⁹ No original: “A Preliminary Overview of Acquisition Mechanics. A. The Merger. B. The Sale of All or Substantially All Assets. C. The Tender Offer. D. Negotiated or Open Market Purchases. E. The Proxy Contest” (2003:1).

Oesterle (2005:2), avança sobre a terminologia propriamente dita, a partir dos distintos significados possíveis, decorrentes das aproximações de distintos agentes. Assim, o conceito estabelecido pelo homem de negócios (*businessperson*) difere do conceito jurídico, tributário ou contábil, posto nas respectivas normas. Pode-se, aliás, ir além da proposição do autor; afinal, entre homens de negócios não existirá unicidade conceitual. Ainda, pela existência de conceitos não necessariamente regulados ou codificados, mas de alcance universal: como o conceito econômico. O fato é que o autor, após propor uma explicação de cada termo, acaba por formular um problema prático e concluir pela dificuldade de catalogação⁸¹. Patrick A Gaughan, analisando o fenômeno com a lupa da economia, também se resigna à imprecisão terminológica (e, portanto, à indefinição conceitual)⁸². O Black's Law Dictionary não relaciona a expressão como verbete, apresentando ambos os termos isoladamente. Define-se como *merger* “[t]he fusion or absorption of one thing or right into another, generally spoken of a case where one of the subjects is of less dignity or importance than the other. Here the less important ceases to have an independent existence” (1990:988)⁸³. E, como *acquisition*: “[t]he act of becoming the owner of certain property; the act by which one acquires or procures the property in anything” (Idem).

Sob outra perspectiva, da contabilidade, define-se *merger* como a combinação “*of two or more companies into one, with only one company retaining its identity. (...) It often involves an Exchange of stock, called pooling-of-interests, which avoids taxes; the purchase (accounting)*”

⁸⁰No Brasil, Sérgio Botrel aponta que a expressão fusões e aquisições, que a ela emprestou a nomenclatura F&A, não se limita à tecnicidade denotativa de ambos os termos, considerados isoladamente. E, assim, sugere que a nomenclatura “identifica o conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado de uma corporação, que se concretiza por meio da ‘combinação de negócios’ e de reorganizações societárias” (2012:21).

⁸¹Afirma ele: “*Acquisition (Purchase): In as acquisition or purchase one firm, A, pays for all the assets or all the stock of another, B. It is a sale of B's assets or of B's stock (...)*”. Posteriormente, a respeito de fusões: “*Merger: In a merger the owners of separate, roughly equal-sized firms pool their interests in a single firm. The surviving firm owns the assets and assumes the debts and other liabilities previously owned or owed by the separate firms (...)*”. E, por fim, a respeito da indagação: “*Merger or Acquisition: The categories are nuanced. First, for example, can we label as an acquisition transaction a deal in which either some or all of the shareholders of the selling firm end up with non-ownership interests in the surviving firm (debt instruments such as debentures)? In our example, assume that the shareholders of B, in exchange for their B stock, receive an equivalent value in AB bonds. Most businesspeople would say that A has acquired or bought, not merged with, B*” (Oesterle, 2005:2-3).

⁸²“*Readers of literature of M&A will quickly notice that some terms are used differently in different contexts. This is actually not unique in to M&As but generally applies to the use of the English language. Mergers and acquisitions are no different, although perhaps it is true to a greater extent in this field.*” (2005:3)

⁸³A conclusão não é condição necessária, como se demonstra no item 2.7.2, do Capítulo IV. Nem sempre o menor ou menos importante do ponto de vista econômico desaparece ou assume posição submissa, podendo os agentes envolvidos, por diversos motivos, inverter a estrutura presumidamente esperada.

method, where goodwill is recorded, can also be used. (...)” (Siegel, 1995:260).

Qualquer que seja o ângulo de aproximação, e pouco importa a origem ou a formação do analista, ou a nacionalidade, constata-se que (i) a expressão é imprecisa, (ii) comportando diversos conceitos e (iii) serve a enquadrar (qualquer) negócio jurídico que se aproxime minimamente de certos fenômenos econômicos. Por isso a necessidade de, em qualquer texto estruturado sobre o tema, oferecer-se, previamente, uma conceituação, que não será tida como universal, mas pessoal, servindo como premissa para as hipóteses ou situações abordadas. Porém, qualquer que ela seja, deverá situar-se no âmbito das reorganizações.

O termo fusão – ao contrário do termo aquisição – está contido pelas normas do art. 228 da Lei 6.404/76 e do art. 1.119 do CCB. Aquele, posto com a seguinte redação: “a fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Este, com a seguinte: “a fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações”. Note-se que o conceito, estampado com variações estéticas em ambos os artigos, é distinto do conceito de *fusion*, do direito francês⁸⁴, que reconhece e absorve a noção econômica; ou de *merger*, do direito americano⁸⁵. Em ambas as jurisdições, respeitadas as especificidades, o conceito jurídico serve, portanto, para, de algum modo (e apesar da imprecisão conceitual), positivar – e domar – certa realidade econômica, tratada de modo aberto pelos agentes econômicos.

O pecado do conceito de fusão, estampado na lei brasileira, consiste em ignorar a realidade econômica do instituto. Tanto assim é que, fora dos ambientes acadêmicos, à fusão é dado um tratamento amplíssimo. Em verdade, um tratamento econômico. Olha-se, portanto, a resultante. O verbete fundir decorre do latim, *fundere*. É verbo transitivo direto que, entre outros significados, indica “incorporar (várias coisas em uma só); juntar, unir” (Aurélio). Logo, quando duas sociedades se fundem (sob conceito econômico), pouco importando se uma desaparece ou não, ou se ambas sucumbem para o nascimento de terceira, seus ativos se juntam, integram-se, fundem-se. Por isso, a recorrente confusão midiática e popular.

⁸⁴Conforme o Art. L. 236-1, do C.Com, “*une ou plusieurs sociétés peuvent, par voie de fusion, transmettre leur patrimoine à une société existante ou à une nouvelle société qu’elles constituent*”.

⁸⁵Conforme Black, 1990:988.

O direito francês, neste sentido, pela redação do art. L.236-1 (cf. nota 84, acima), soube incorporar o conceito econômico, sem que, ao mesmo tempo, se desprezasse o rigor jurídico. Define-se, pois, fusão como gênero, do qual são espécies: a fusão que implica a extinção das sociedades fusionadas e a constituição de nova sociedade, e a incorporação (ou fusão por absorção). Esquemáticamente, fusão é gênero, pautado nos seus efeitos econômicos, do qual se extraem, basicamente, duas espécies: fusão-espécie e fusão por incorporação; sendo que, nesta hipótese, a fusão, que remete ao amálgama econômico, advém justamente da incorporação de sociedade, resultando na absorção de todos os direitos e obrigações da incorporada pela incorporadora. Como tal, remete a uma organização societária, pelo abalo à estrutura básica da sociedade.

Quanto ao vocábulo aquisição, o caminho a percorrer até chegar-lhe a uma definição adequada é ainda mais árido, como se depreende da definição proposta no Black's. Isso porque não se restringe a negócios de reorganização, alargando-se para qualquer atividade econômica ou cotidiana do ser humano⁸⁶. No plano legislativo nacional, o legislador brasileiro furtou-se a defini-lo, oferecendo, ao operador, a possibilidade de enquadrar-lhe a significância.

Está-se a concluir, a essa altura, que a expressão diz tudo e não diz nada ao mesmo tempo. Nela se inserem diversos negócios jurídicos, de natureza societária, empresarial ou associativa, ou seja, as reorganizações em seu gênero. Tornou-se vala-comum, jargão de mercado, desprovida de rigor técnico. Como referido, abraça operações societárias, tais quais definidas nos artigos 227 (incorporação) e 228 (fusão) da Lei 6.404/76, bem como negócios que não afetam a sociedade, como trespasse. Negócios de natureza empresarial são tratados como de natureza societária, e vice-versa.

Essa constatação sugere cautela com o emprego da expressão convencional, se e quando se quiser dar-lhe uma conotação realmente técnica. Sobretudo pela sua imprecisão, devido à importação do anglicismo e da fútil apropriação por agentes econômicos. E, especialmente, pela distinção da disciplina jurídica aplicável. Deriva-se a assertiva, aliás, de proposições de Donald M. DePamphilis, no sentido de que

⁸⁶ Com efeito, as relações humanas pautam-se pela sucessão diária e infindável de pequenas ou grandes aquisições, à vista ou a prazo, visando ao provimento de condições básicas de existência, como água, luz e gás, ou, no limite, para satisfação de desejos luxuriosos.

[t]he popular media tends to use the term corporate restructuring to describe actions taken to expand or contract a firm's basic operations or fundamentally change its asset or financial structure, Corporate restructuring runs the gamut from reorganizing business units to take-overs and joint ventures to divestitures and spin-offs and equity carve-outs. Consequently, virtually all of the material covered in this book can be viewed as part of the corporate restructuring process. (2012:5)

O autor insere, dentro da definição de reorganização societária, muitas das estruturas que, de fato, são tratadas como *mergers and acquisitions*. O que se apresenta de novo é a inclusão das *fusões* e *aquisições* como espécies de reorganizações societárias. O caminho que ele trilha é bom, mas ainda insuficiente, pois, dependendo das características de determinados negócios, não se pratica ato de reorganização societária, mas empresarial ou associativa – como, a propósito, ele reconhece, ao considerar a *joint venture* como forma de reorganização. Aqui está, novamente, o elemento essencial a se distinguir: a natureza das chamadas operações.

De algum modo todas as modalidades mencionadas sugerem efeitos econômicos relevantes, geram expectativas de retorno para o agente “ativo” e implicam alguma modificação substancial (mesmo que a lei não confira direito de retirada ou qualifique como caso de OPA). Seja no âmbito de fusão, incorporação, cisão, alienação ou aquisição de controle, alienação de estabelecimento empresarial, consórcio ou *joint venture*, está-se a praticar uma organização, ou, mais precisamente, reorganização, pois o ponto de partida é ao menos uma estrutura existente, logo passível de reorganização, qualificada pela sua natureza. De modo que a melhor aproximação do objeto é pela lente das reorganizações.

É neste contexto que se deve manipular o termo fusões e aquisições. Assim, para cada negócio o observador há de compreender sua natureza e enquadrá-lo a uma das espécies para, então, apreender as normas que a regulam e as consequências jurídicas de sua aplicação. A generalização, tal qual absorvida pelos diversos atuantes no setor, inclusive em manuais acadêmicos, apenas contribui para a falta de precisão sobre o objeto e sua correta manipulação.

4. As reorganizações e seus reflexos na sociedade e na empresa

Dependendo da natureza da reorganização, afetam-se, diretamente, as bases da sociedade ou

da empresa. Outras, porém, preservam tanto a estrutura societária como a empresarial. E conforme assim se proceda, o sistema valoriza causas e efeitos e impõe, a determinados agentes, certas obrigações. Tais obrigações costumam ter impactos econômicos relevantes. Por outro lado, há reorganizações que não geram qualquer efeito ou obrigação específica, por conta do próprio ato. O tratamento que se dispensa a esses negócios merece atenção e, em determinados casos, como se mostrará adiante, revisão. Especialmente porque a prática revela um movimento crescente de enfraquecimento da posição dos sócios em contrapartida ao fortalecimento e concentração de poder no conselho de administração, cada vez mais habitado por pessoas desconectadas do capital. Menos do que uma reprodução das forças e do poder no âmbito da assembleia, sua composição, por influência externa, vem se caracterizando pelo crescimento contínuo dos chamados conselheiros externos (ou independentes).

4.1. O deslocamento do poder da assembleia ao conselho, a posição do conselheiro independente e a disfunção da governança

Movimentos de governança corporativa locais tendem a sugerir a atração ou o deslocamento, aos conselhos de administração, de matérias afetas a acionistas ou diretores. Fragiliza-se, assim, a posição do fornecedor de capital e, por outro lado, limita-se o poder executivo; como resultado, fortalece-se o órgão colegiado. As feições desse órgão vêm mudando nos últimos anos. A evolução do número de conselheiros independentes é demonstrada pelos dados plotados no período de 2011 a 2014. Analisando-se apenas os segmentos “extremos”, quais sejam, o Novo Mercado e o tradicional, em 2011, 28% dos conselheiros de companhias listadas no Novo Mercado eram independentes, contra apenas 7% das companhias tradicionais. Esses percentuais passaram a: 33% e 8% em 2012; 34% e 9% em 2013; e, finalmente, 35% e 12% em 2014⁸⁷. Os números talvez indiquem que à medida que a concentração de capital diminui, o poder vai se deslocando para o órgão colegiado, por força indutora de movimentos externos à companhia. Nesses casos, o domínio do órgão representa o domínio empresarial, sob a crescente influência de conselheiros ditos independentes, sem vinculação, em tese, com o capital empregado na atividade empresarial.

⁸⁷V., a propósito: (i) http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Auditoria/Estudo-GC-2012.pdf; e (ii) http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Risk-Consulting/A-Governanca-Corporativa-e-o-Mercado-de-Capitais-13-14.pdf; acessos em 1º de dezembro de 2014. V, também, <http://www.csprojetos.com/economies/2013/05/governanca-corporativa-conselheiros-independentes/>; acesso em 1º de dezembro de 2014.

Inexistindo relação entre a posição do conselheiro independente e do fornecedor de capital, aquele deveria agir segundo sua convicção em prol da preservação da empresa e da maior eficiência à coletividade dos acionistas, com os quais não entretém qualquer tipo de relação. Justamente por conta dessa ausência de relação e vinculação que certas matérias, pela sua relevância, devem se submeter à deliberação necessária de sócios. Aos sócios, essencialmente, atribuem-se ganhos ou perdas, diretas ou indiretas, decorrentes da decisão. Nada mais coerente, então, do que atribuir-lhes a prerrogativa de deliberar. Porém, os estímulos contemporâneos sugerem caminho inverso, estimulando, conseqüentemente, o deslocamento do centro decisório para órgão colegiado.

4.2. As reorganizações e o direito de retirada

A Lei 6.404/76 não inclui qualquer forma de reorganização empresarial na lista dos eventos que dão ensejo ao direito de retirada. Também não consideram as reorganizações associativas (exceto a constituição de grupo). Mas é pródiga no tocante às reorganizações societárias, prevendo sua incidência quando se delibera sobre: (i) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; (ii) cisão da companhia; (iii) incorporação de ações, caso em que, se aprovada, não confere aos acionistas da incorporadora direito de preferência para subscrição do aumento, mas lhes outorga direito de retirada (art. 252, §1º) e, paralelamente, confere aos dissidentes da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas direito de retirarem-se, mediante o reembolso do valor de suas ações (art. 252, §2º); (iv) incorporação de companhia controlada, quando as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista no art. 264 (art. 264, §3º).

Todas as hipóteses de retirada decorrem de negócios que afetam as relações e a estrutura societária, desprezando aqueles praticados pela sociedade, com reflexos na empresa ou de natureza associativa, a exemplo do consórcio, tipificado no art. 278 da Lei 6.404/76, ou da *joint venture*. Assim se frustra a expectativa do titular do direito subjetivo quando se planeja um negócio empresarial, seja por motivos econômicos ou estratégicos, ou, em casos extremos, para não incidir a norma prevista no art. 137 da Lei 6.404.76 (ou no art. 1.077 do CCB). Isto porque, deliberando-se ato catalogado na lei, o titular do direito, o sócio dissidente, poderia retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (ou, no caso da limitada,

conforme o disposto no art. 1.031).

O reembolso consiste em uma proteção ao sócio minoritário, que é vencido em deliberação que afeta as bases da sociedade. Como consequência, a sociedade irá praticar o ato contra o qual se insurgiu, conforme vontade da maioria dos sócios. Ao dissidente, em contrapartida, oferecem-se opções: permanecer na sociedade, mesmo executando ela aquele ato, ou dela retirar-se, recebendo o valor de suas ações – ou quotas, se se tratar de sociedade limitada (Carvalhosa, 1997:443). Assim, conforme previsto no art. 45 da Lei 6.404/76, trata-se, o reembolso, da “operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia geral o valor de suas ações”.

O sujeito pagador é a própria sociedade, e não os sócios. De seu caixa saem os recursos necessários para pagar o reembolso das ações (ou quotas)⁸⁸. A forma de apuração do valor segue o disposto no art. 45, que atribui ao estatuto a possibilidade de estabelecer normas para sua determinação, observado que somente poderá ser inferior ao valor patrimonial constante do último balanço aprovado pela assembleia geral, se se estipular o valor econômico, a ser apurado em avaliação⁸⁹.

4.3. Necessidade de revisão dos critérios para exercício de direito de retirada

Ao tratar de tema relacionado ao poder de controle ou empresa, Guilherme Döring Cunha Pereira discute, previamente, a noção do objeto em direito e a importância da fixação de seu conteúdo para solução ou abordagem de temas ou situações fáticas. E afirma, a respeito do ponto que estava a discutir, que: “[o] poder de controle é, embora, não se reduza a isso, um poder sobre certos bens, aqueles afetos à atividade empresarial. Transferir controle é transferir um poder sobre esses bens. (...) No sentido acima precisado, portanto, tanto dá afirmar que o

⁸⁸ A Lei 6.404/76 prevê, no art. 137, §3º, *direito de arrependimento*, autorizando a convocação de assembleia para deliberar sobre a ratificação da deliberação que deu ensejo à retirada ou sua reconsideração. O texto é o seguinte: “§3º. Nos 10 (dez) dias subsequentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do *caput* deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembleia-geral ou da assembleia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa”.

⁸⁹ O CCB disciplina o tema no Art. 1.031: “Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado”.

objeto do contrato de alienação do controle seja o poder de controle ou a própria empresa” (1995:53). O autor, porém, se nega a “ir mais longe” em sua averiguação, pois “[h]averia um desvio de perspectiva se, partindo da tese de que o objeto do negócio é a própria empresa, se pretendesse afirmar que o controlador é o proprietário dela” (1995:54).

Suas proposições servem para o direcionamento do tema que se pretende abordar neste item, qual seja, a necessidade de revisão de critérios para exercício de retirada (apesar de, como ele próprio admite, tráfegarem, as proposições, naquele caso, por via minada). Mesmo assim, é delas que se parte. Com efeito, quando se adquire controle de sociedade, não se adquirem os bens, afetos ou não à atividade empresarial, que compõem o patrimônio da própria sociedade. Estes bens, materiais ou imateriais, pertencem à sociedade e qualquer movimentação implicará um lançamento contábil correspondente, em contrapartida a outro, reflexivo do negócio praticado. Se o adquirente for pessoa jurídica, os lançamentos se fazem em contas ativa e passiva, conforme saiam recursos e entrem ativos, e, no polo passivo, contraíam-se dívidas para realização do negócio.

Deixando-se o plano contábil e adentrando-se o dos negócios propriamente ditos, estes, no caso, são, sob o enfoque de quem adquire, praticados pela sociedade, que se fará representar por administradores, conforme poderes legais e estatutários (ou contratuais). Trata-se de ato praticado pela sociedade, cujos reflexos, positivos ou negativos, se lhe impõem. Sócio é sócio, sociedade é sociedade e empresa é empresa (aliás, nada mais óbvio do que essa construção). E os bens da sociedade afetos à atividade empresarial – ou não – pertencem à sociedade, e não aos sócios, sob pena de reconhecimento da natureza empresária do sócio, com as consequentes responsabilidades pela organização e exercício da atividade empresarial.

Esse estado de coisas não pode turvar, no entanto, o propósito de certos negócios de reorganização, especialmente de natureza empresarial ou associativa⁹⁰. Isso porque, apesar de não afetarem as relações societárias existentes, mantendo-se direitos e obrigações de sócios, a realidade empresarial, em um caso, e os riscos decorrentes de novas empresas, em outro, abalam-se. Ademais, a existência de companhias sujeitas a controle gerencial, cujos

⁹⁰ Não se investiga a pertinência ou a necessidade de revisão da lista de negócios já contemplados como originários de direito de retirada, de natureza societária, mas se aborda a importância da compreensão dos fenômenos relacionados às reorganizações de natureza empresarial ou associativa, e sua disciplina.

dominadores não entretêm relação causal entre propriedade e lucro, incentivando condutas oportunistas e descasadas do indomável conceito de interesse social, reforçam a necessidade de que sócios participem de deliberações que, apesar de não afetarem diretamente suas posições, abalam substancialmente a capacidade ou a estrutura empresarial; e, não raro, resultam em uma modificação da posição ativa de disponibilidades ou aplicações de caixa, tentando administradores a, eventualmente, malversá-los ou, quando motivados por propósitos patológicos, deles se apropriarem.

Essa discussão deve ser informada por critérios aderentes à realidade empresarial e econômica. A simples inserção de qualquer forma de reorganização na lista de hipóteses qualificadoras do direito de retirada traria insegurança e instabilidade à prática da empresa, reflexo absolutamente indesejado sob qualquer ângulo ou premissa. Daí a importância de fixação de critérios, preferencialmente objetivos, que norteariam decisões e as submeteriam, sempre que verificados tais critérios, ao escrutínio prévio de sócios.

Por isso que uma reforma não se limitaria a prever hipóteses de direito de retirada. Antes, inseriria certas matérias que, por sua relevância, ou pela representação de forma alternativa de realização de determinados negócios, constariam da lista sujeita à aprovação pelo órgão supremo da sociedade, a assembleia ou a reunião de sócios, conforme o caso e o tipo societário. Trata-se de conjunto de medidas a oferecer uma nova perspectiva visando à aproximação da legislação vigente à realidade das reorganizações. Parte do abandono da forma pura, voltando-se, em contrapartida, ao resultado do negócio praticado. Resultado esse que se presumiria sempre que confirmados aqueles critérios objetivos estabelecidos em lei.

O primeiro passo consiste, portanto, na definição das matérias sujeitas à deliberação de sócios e, o segundo, na escolha de quais delas confeririam aos sócios dissidentes direito de retirada. Quanto às matérias, devido ao necessário reconhecimento da existência de três espécies de reorganização, com impactos jurídicos e econômicos importantes, todas elas se qualificam como *negócios de sócios*, ou que interessam aos sócios, cuja sorte, portanto, depende da deliberação por esse grupo de interesses. A tipificação indica o reconhecimento da importância dos negócios eleitos e permite que agentes avaliem e quantifiquem as consequências de sua realização.

A busca de critério objetivo não se encerra por aí. Isso porque deve-se reconhecer a especificidade de cada reorganização. Causas e consequências são distintas – mesmo que uma espécie de reorganização tenha sido formulada para evitar os desdobramentos da prática de outra espécie, talvez mais apropriada ao caso concreto, porém, onerosa do ponto de vista econômico. Veja-se: a incorporação de uma sociedade em outra indica um abalo irreversível e incompatível com as bases da sociedade da qual determinada pessoa tornou-se sócia. Mesmo que, ao final, mantenha, *mutatis mutandis*, mesmo poder político, a mutação relacional e patrimonial produzida pelo negócio justifica sua saída, em caso de dissidência.

A mesma lógica não se aplica, necessariamente, às reorganizações empresariais – e associativas. Pois elas podem ser irrelevantes, sob perspectiva econômica. De modo que, definidas as modalidades, o movimento seguinte seria no sentido de estipulação de um critério econômico, objetivando a relevância do ato. Atingido ou superado o critério, a reorganização somente se realizaria mediante deliberação favorável de sócios, conferindo-se aos dissidentes o direito de retirada. A estipulação de critérios objetivos permite compassar o risco da reorganização com a posição dos sócios e de sua expectativa de rentabilidade de sua participação societária. A objetividade se impõe adotando-se duas possíveis referências: ativos e faturamento. Aliás, ambas, de modo alternado.

Essa dupla referência já foi adotada e vige, no sistema jurídico pátrio, a fim de qualificar a sociedade de grande porte, critério previsto no art. 3º da Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Seu Parágrafo único estabelece que se considera “de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais)”. Partindo dessa mesma referência, as reorganizações empresariais – ou associativas –, expressamente listadas na lei, se sujeitariam à deliberação de sócios quando representassem preço, investimento ou contribuição equivalente a 30% do ativo total ou do faturamento bruto anual da sociedade.

4.4. Justificativa para inclusão de reorganização associativa como causa de direito de retirada

A reorganização associativa não abala, em princípio, a estrutura societária ou empresarial da sociedade. Essa proposição não indica que as consequências de negócios dessa natureza sejam neutras. É possível que não comprometa a capacidade do sócio de honrar seus compromissos; mas também é possível, por outro lado, que gerem obrigações de tal magnitude que venham a comprometer ou sujeitar a sociedade a obrigações relevantes. As justificativas e os argumentos apresentados nos itens anteriores estendem-se às reorganizações associativas. Reproduzi-los, aqui, seria perda de tempo. Importa, apenas, reforçar que a legislação vigente, não compassada com a realidade da atividade empresarial – ou negocial –, desconsidera as consequências das reorganizações associativas à sociedade e, conseqüentemente, os efeitos que se produzem no patrimônio dos sócios ou suas expectativas, legítimas, de rentabilidade de suas participações. Assim, a reforma proposta é composta dos seguintes passos: (i) tipificação de modalidades de reorganizações associativas e empresariais, que se sujeitem à deliberação de sócios; (ii) definição de parâmetro objetivo de verificação, qual seja: 30% do ativo total ou do faturamento bruto anual da sociedade; e (iii) eleição das modalidades que, atingidos os parâmetros objetivos, conferirão aos sócios o direito de retirada.

4.5. Reorganização e OPA

A Lei 6.404/76 elege certas deliberações que afetam, substancialmente, a estrutura da companhia e, eventualmente, direitos patrimoniais de classes específicas de ações, e prevê, em contrapartida ao acionista dissidente, isto é, que não concordar com a mudança estrutural, o direito de retirada, mediante reembolso de suas ações⁹¹. No âmbito das reorganizações, este

⁹¹ Importante atentar para a modulação da lei, que qualifica situações em que o direito pode, ou não, ser exercido. Esse conjunto encontra-se disciplinado nos incisos do art. 137: “Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas; II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação; III - no caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar: a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; b) redução do

direito é estipulado apenas às de natureza de societária (exceto a constituição de grupo, modalidade de reorganização associativa) e, mesmo assim, não de modo indistinto. Neste sentido, por exemplo, o tratamento negativo que se dá ao acionista dissidente de sociedade que incorpora outra, que não é contemplado com o direito de retirada (contempla-se apenas o dissidente da incorporada).

Da mesma forma, a obrigatoriedade de realização de OPA, para aquisição de ações de acionistas não integrantes de bloco de controle, restringe-se à hipótese de reorganização societária. É o que se extrai do art. 254-A, que condiciona a oferta pública de aquisição ao evento “alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta”, descartando qualquer pretensão de inserção do conceito de reorganização empresarial ou atípica. Tais proposições indicam a opção legislativa de preservar as bases societárias em caso de realização de certas reorganizações, empresariais ou associativas, sem conferência de qualquer direito especial.

4.6. Reorganização e a Lei Antitruste

O CADE é uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Justiça, com sede e foro no Distrito Federal. Compõem-se de (i) Tribunal Administrativo de Defesa Econômica; (ii) Superintendência-Geral; e (iii) Departamento de Estudos Econômicos. O Tribunal, de acordo com o art. 6º da Lei Antitruste, é órgão judicante, e tem como membros um Presidente e seis Conselheiros. Dentre suas competências, previstas no art. 9º, destaca-se a apreciação de processos administrativos de atos de concentração econômica, fixando, quando entender conveniente e oportuno, acordos em controle de atos de concentração (inciso IX).

O controle de atos de concentração está disciplinado no Título VII. Sujeitam-se ao controle do CADE os atos em que um dos grupos envolvidos tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400 milhões e, o outro, R\$ 30 milhões; valores esses que foram majorados para R\$ 700 milhões e R\$ 75 milhões, respectivamente, pela Portaria Interministerial n. 994, de 30 de maio de 2012.

dividendo obrigatório; ou c) participação em grupo de sociedades; IV - o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembleia-geral; (...)”.

O controle dos atos de concentração, sujeitos ao controle do CADE, será prévio e realizado em, no máximo, 240 dias. Ou seja, os agentes envolvidos nesses atos devem, previamente à consumação do negócio, submetê-lo à autarquia, e, somente após sua aprovação, consumá-lo. Daí a necessidade legal de se desmembrarem esses negócios em duas etapas, uma de assinatura (*signing*) e, outra, de fechamento do negócio (*closing*). No primeiro concluem-se as negociações e se assinam, como regra, os contratos definitivos, cuja eficácia fica sujeita ao implemento de condições, inclusive e necessariamente a aprovação do negócio pelo CADE. No fechamento, que ocorre após o implemento de todas as condições (ou em decorrência da renúncia de condições disponíveis), contratuais ou legais, paga-se o preço e se transfere o objeto do negócio (e se praticam os demais atos de fechamento, previstos nos contratos).

O §5º do art. 88 da Lei Antitruste proíbe a realização de atos de concentração que impliquem “eliminação da concorrência em parte substancial de mercado relevante”, de maneira a criar ou reforçar posições dominantes e levar a dominações de mercado, exceto nas situações em que “sejam observados os limites estritamente necessários para atingir os seguintes objetivos: I – cumulada ou alternativamente: a) aumentar a produtividade ou a competitividade; b) melhorar a qualidade de bens ou serviços; ou c) propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico; e II – sejam repassados aos consumidores parte relevante dos benefícios decorrentes”. Considera-se ato de concentração, para efeitos de subsunção da norma, quando, de acordo com o art. 90:

I – 2 (duas) ou mais empresas anteriormente independentes se fundem; II – 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas; III – 1 (uma) ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas; ou IV – 2 (duas) ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou *joint venture*.

Note-se que, ao contrário da retirada ou da OPA, o ato de concentração, sujeito à Lei Antitruste, abrange qualquer modalidade de reorganização, inclusive as associativas. O emprego do vocábulo empresa, de modo pouco técnico, ora no sentido de sociedade, ora no sentido de atividade empresarial, e ora de modo a abranger ambos os conceitos, pode, eventualmente, gerar alguma confusão interpretativa. Mas as normas atingem, com efeito,

qualquer forma de reorganização. Veja, por exemplo, o inciso I: duas ou mais empresas, anteriormente independentes, que se fundem. Essa construção comporta tanto a fusão societária como a empresarial, por meio da aquisição, por uma sociedade, do estabelecimento de outra.

O inciso II lista negócios de natureza societária e empresarial. São de natureza societária a aquisição por compra ou permuta de ações, quotas e títulos ou valores mobiliários conversíveis e o controle; e de natureza empresarial a aquisição de ativos, tangíveis ou intangíveis, ou partes de uma ou de outras empresas. O inciso III abrange apenas a incorporação, negócio de natureza societária. Por fim, o inciso IV acrescenta à lista de negócios sujeitos ao controle antitruste os de natureza associativa, incluindo o consórcio e a *joint venture*.

Limita-se e se repreenhe a atuação de agentes econômicos visando, dentre outras finalidades, à preservação de condições de competição em mercados, que pode ser nacional ou regional. Tanto isso é verdade que se proíbem as reorganizações que impliquem eliminação da concorrência em parte substancial de mercado relevante, bem como as reorganizações que criem ou possam criar ou reforçar posição dominante ou que possam resultar na dominação de mercado relevante de bens ou serviços. Não se disciplinam, portanto, direitos de sócios ou da própria sociedade, mas da coletividade, que pode ser afetada pela concentração, praticada sob qualquer forma ou modalidade. Aí os fundamentos da equiparação das espécies de reorganização: o potencial danoso à concorrência e, conseqüentemente, à coletividade, desprezando-se a forma como o ato é praticado⁹².

4.7. Reorganização e a Lei 8.666/93

O art. 1º da Lei 8.666/93 estabelece as normas gerais sobre licitações e contratos administrativos pertinentes a obras, serviços, inclusive de publicidade, compras, alienações e

⁹²O SBDC demonstra, pela sua normatização, a perseguição de sua função a partir de critérios realistas, sob a lupa econômica. Descarta-se o rigor formal, e se consagra o resultado econômico. A forma jurídica serve como hipótese de presunção, mas não como critério único ou definitivo. A realidade é recontada ou reconstruída a partir dos efeitos produzidos ou passíveis de produção, mesmo que, formalmente, indiquem outra proposição. É esse o espírito das propostas em torno da revisão dos critérios eletivos de matérias que devam ser imputadas à competência deliberativa de sócios e, eventualmente, admitam o direito de retirada.

locações no âmbito dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Subordinam-se a ela os órgãos da administração direta, os fundos especiais, as autarquias, as fundações públicas, as empresas públicas, as sociedades de economia mista e demais entidades controladas direta ou indiretamente pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios.

Os contratos celebrados sob o império dessa lei podem ser rescindidos, por ato unilateral e escrito da Administração, em determinadas circunstâncias, previstas no art. 78. Dentre elas as reorganizações societárias e empresariais. É o que se extrai do seguinte texto: “Art. 78. Constituem motivo para rescisão do contrato: (...) VI – a subcontratação total ou parcial do seu objeto, a associação do contratado com outrem, a cessão ou transferência, total ou parcial, bem como a fusão, cisão ou incorporação, não admitidas no edital e no contrato; (...) XI – a alteração social ou a modificação da finalidade ou da estrutura da empresa, que prejudique a execução do contrato; (...)”.

O inciso VI abrange, diretamente, as hipóteses clássicas de reorganização societária, como a fusão, a cisão e a incorporação; a reorganização empresarial que envolva, direta ou indiretamente, a cessão ou transferência do contrato administrativo; bem como a reorganização associativa, cuja finalidade seja o cumprimento do contrato mediante *associação*. O inciso XI peca pela falta de rigor técnico, mas abrange, implicitamente, alterações na estrutura da composição societária, desde que prejudique a execução do contrato. Ao contrário das hipóteses do inciso VI, que autoriza a rescisão pela simples ocorrência do ato, a inexistência de prejuízo afasta a rescisão unilateral pela Administração no caso do inciso XI.

Nesse campo, o direito também se cerca do instrumental necessário para tipificação dos negócios de reorganização de todas as suas espécies e aplicação das devidas consequências.

4.8. O formalismo do direito societário e o realismo de outras áreas do direito

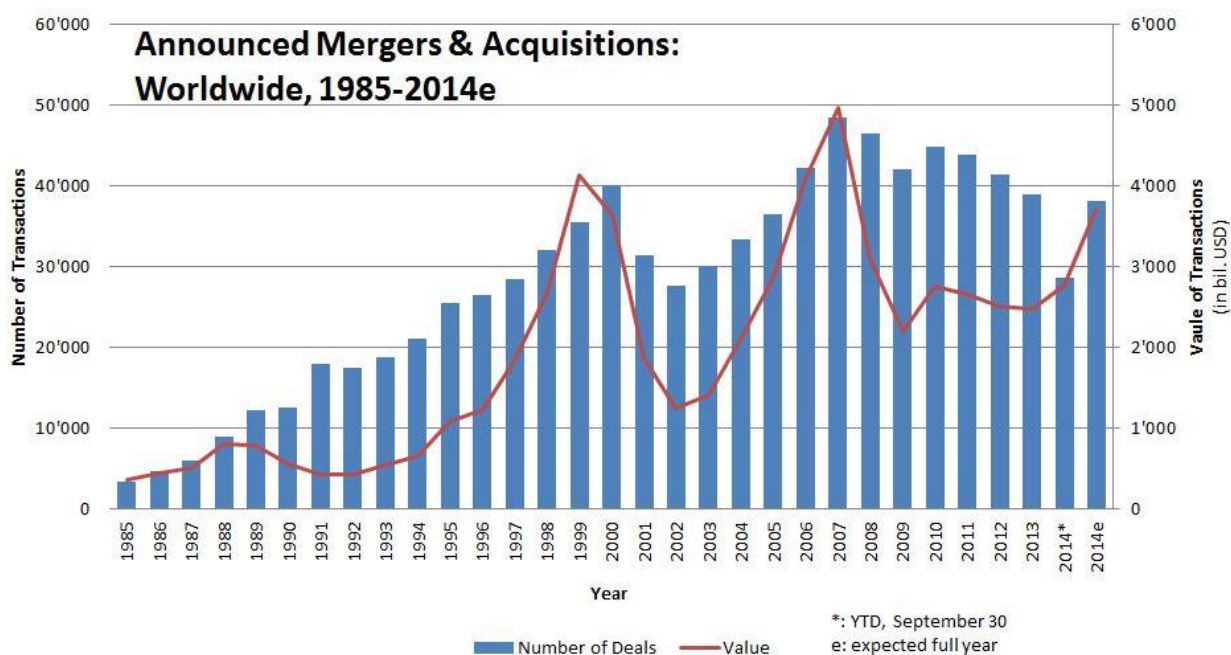
A comparação com outras áreas do direito indica que o direito societário se acomodou em sua função formalista e processual, insensível à realidade dos atos praticados por agentes econômicos. O tratamento das reorganizações é o mais bem-acabado exemplo. Essa comodidade não reflete a criatividade e a engenhosidade de agentes que se dedicam à

atividade negocial e se aproveitam dessa paralisia para empregar meios lícitos para realização de negócios cujos resultados afetam outros agentes, privados de qualquer forma de manifestação ou oposição. Os interesses e a importância do fluxo de capitais, internos ou externos, para realização da atividade empresarial, justificam a revisão do modelo.

CAPÍTULO IV. MOTIVOS DAS REORGANIZAÇÕES

Apresentados como negócios de fusões e aquisições, expressão limitativa do gênero reorganização, os gráficos plotados pelo *IMAA* revelam a intensidade de ocorrências. Vejamos, a propósito, as distribuições no mundo, na Europa, nos Estados Unidos da América e no Brasil⁹³:

(i) No mundo:

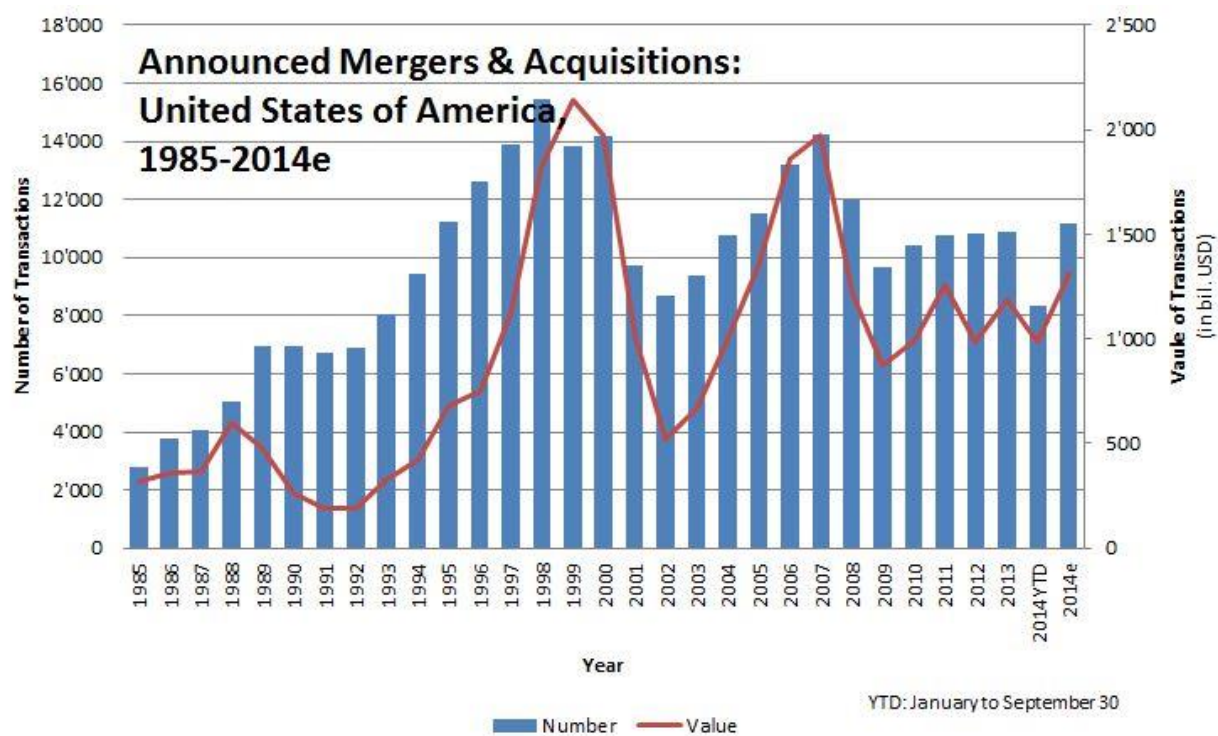


⁹³ Disponível em: <http://www.ima-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>; acesso em 02 de outubro de 2014.

(ii) Na Europa:



(iii) Nos Estados Unidos da América:



(iv) E, finalmente, no Brasil⁹⁴:



As estimativas globais, em relação ao ano de 2014, mostraram-se acuradas. Em relatório consolidando os dados do ano encerrado, apurou-se que “*Global M&A Volume Reached \$3.60 tr in 2014, the Third Highest Full Year Volume on Record*”. Em relação aos Estados Unidos, “*US Targeted M&A Reached \$1.61tr, the Highest Year Volume on Record*”⁹⁵. Da mesma forma, o gráfico comparativo do volume anual de 2007 – maior apuração histórica – a 2014, indica: queda acentuada em 2008 e 2009; leve recuperação em 2010; certa estagnação entre 2011 e 2013; e, finalmente, importante crescimento em 2014. Os principais setores afetados foram: *healthcare*, seguido de *real estate*, telecom, *oil & gas* e tecnologia.

Em relação ao Brasil, a *PriceWaterhouseCoopers* (“PWC”) apurou que “contrariando as expectativas levantadas ao longo de 2014, o ano registrou um total de 879 transações e

⁹⁴ O momento para fixação da adequada disciplina das reorganizações, no Brasil, é pertinente. Apesar de ter sido apontado, em 2014, como a 7ª posição no ranking dos países mais ricos do planeta (<http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>; acesso em 30 de janeiro de 2015), conforme comparação de produto interno bruto do ano de 2013, o país ainda engatinha em matéria de reorganização. Os números atribuídos ao país, extraídos do gráfico acima, são pífios quando confrontados aos dos Estados Unidos da América. E praticamente desprezíveis no plano mundial. Porém, assumindo-se que o fluxo de reorganizações deve aumentar, quanto mais sólidas as bases jurídicas melhores serão os resultados econômicos e sociais.

⁹⁵ Disponível em: http://www.dealogic.com/media/120242/dealogicm_areview_summary_-fullyear2014.pdf; acesso em 22 de janeiro de 2015.

crescimento no mercado de *M&A* brasileiro de 8,25% em relação a 2013”. Esse número, continua a *PWC*, foi o maior da história. Dos 879 negócios, 266 tiveram seu valor divulgado, atingindo o montante de US\$108,30 bilhões⁹⁶. Ou seja, mesmo em ano de crise, paralisa por conta da organização e realização da copa do mundo de futebol e incertezas políticas em função de eleições para presidência da república, os resultados são positivos.

As reorganizações expressam o mundo que desconhece fronteiras porque permitem o livre ingresso e saída de capitais, empregados por pessoas físicas ou jurídicas, e o desbravamento e a dominação de mercados, antes inexplorados pelos novos entrantes. Respeitadas certas peculiaridades locais – ou regionais –, os negócios se aproximam, inspirando-se uns em outros – ou uns se impondo sobre outros. E, assim, se prestam à apropriação de lucros e elementos de empresa, acelerando-se retornos e modificando-se estruturas econômicas.

1. O fluxo das reorganizações

Essa aproximação, especialmente pela via da imposição, tem como efeito a supremacia de determinadas culturas sobre outras, assemelhando-se a movimentos imperialistas. Esgotados, portanto, os mercados locais, agentes econômicos lançam-se, como os antigos navegadores, à conquista de novos desafios⁹⁷. Esse não é, porém, o único sentido do fluxo das reorganizações. As movimentações internas também ocorrem e de maneira relevante. Agentes avançam sobre outros, situados na mesma jurisdição, sem a necessidade de deixarem suas fronteiras, concentrando recursos e meios de produção. Neste sentido, os ordenamentos das nações, ao menos ocidentais e capitalistas, recebem e admitem, observadas certas limitações, institutos e formas de associação, concentração e conquistas econômicas. Impõem, é verdade, parâmetros de atuação, oferecendo, no entanto, ambiente para que os jurisdicionados exercitem, dentro desses parâmetros, seus direitos de prevalência.

⁹⁶ A maior delas envolveu a aquisição da Global Village Telecom – GVT pela Telefônica Brasil, um negócio da ordem de US\$9,7 bilhões. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/fusoes-aquisicoes-dezembro-14.pdf>; acesso em 21 de janeiro de 2015.

⁹⁷ E, assim como ocorreu naquele período, financiam-se, não raro, da mesma forma que aqueles colonizadores, que acumulavam poderes de mercancia e de estado, como se depreende das seguintes passagens a respeito da Companhia Holandesa das Índias Orientais: “A Companhia das Índias Orientais (...) formou-se com a fusão de oito *Rheederein*. Mas a constituição do capital não ficou limitada a esses sócios armadores: admitiu-se o ingresso de quantos desejassem: ‘nacionais ou estrangeiros, cristãos ou judeus’, sem limitação de qualquer natureza (...). Com efeito, o objetivo a que se propunha a Companhia era gigantesco: a penetração e conquista do Golfo Pérsico à Indonésia. Para tanto, a companhia foi investida de poderes e prerrogativas de Estado: fazer guerra e firmar tratados com príncipes estrangeiros, concluir alianças e até cunhar moeda (...)”. (Lamy Filho, 1997:33)

De qualquer modo, o fluxo segue tendências e oportunidades, das mais variadas, visando, normalmente, à geração de riquezas, ou melhor, à geração de *valor*, como se gosta de referir no ambiente de *mercado*.

1.1. Conjuntura e estrutura. Características intrínsecas

Esse estado de coisas não indica movimento conjuntural, mas estrutural⁹⁸. É um dos principais pilares do capitalismo moderno. Sua derrocada implicaria uma nova era, novos valores, uma nova moral e, sobretudo, uma ética que não se pratica nos tempos atuais. E, como os donos do poder – que não necessariamente são os mesmos de ontem e, eventualmente, não serão os de amanhã – somente fazem concessões interessadas – ou forçadas –, apenas uma revolução cultural transformaria esse cenário. Neste sentido, o poder, quando transferido, decorre da prevalência econômica (ou política), advinda de ajustes societários ou empresariais, e não de rupturas institucionais.

Por isso que as chamadas revoluções empresariais ou tecnológicas se inserem no campo da legalidade: elas rompem com um estado de coisas, mas não com a ordem vigente. Empresários⁹⁹ concebem tecnologias, técnicas produtivas ou funcionalidades que são identificadas como revolucionárias, sem rompimento institucional. Mas não se toma o mercado ou se conquista a preferência do consumidor pelas armas; transforma-se o mundo e o modo de agir e ser das pessoas pela criação, pela empresa.

As revoluções empresariais não se resolvem apenas com a superação técnica ou tecnológica do concorrente (ou oponente); para que se revelem bem-sucedidas, os agentes devem, ademais, conquistar, por vias não impositivas, aqueles destinatários que absorverão o produto inovador, *revolucionário*. Trata-se de movimento que prescinde da força física, mas, geralmente, reclama poder econômico.

Essas características não indicam que reorganizações se pautam pelo espírito democrático.

⁹⁸ Determinado autor assim se manifestou sobre essa realidade: “While M&As used to be somewhat more of a U.S. business phenomena, this changed significantly in the 1990s, and now M&As are more commonly used by corporations throughout the world to expand and pursue other corporate goals” (Gaughan, 2005:1).

⁹⁹ O termo empresário, aqui, é empregado em seu sentido técnico, indicativo da pessoa, física ou jurídica, que toma a iniciativa de empreender, de organizar atividade econômica, para produção ou circulação de bens ou serviços.

Definitivamente, não. São comuns tendências ditatoriais na consecução da estratégia societária ou empresarial, mediante a imposição aos demais agentes e consumidores de soluções dominantes, eventualmente monopolísticas.

1.2. Reorganizações criam valor?

Essa é a questão formulada por Stephen M. Bainbridge a respeito de uma espécie de reorganização, a aquisição de controle¹⁰⁰. Em sua resposta, desmembra o foco, separando a posição do adquirente e da companhia alvo, passando a abordar, inclusive, a possibilidade de criação de valor para determinados grupos de interesse e a destruição, para outros. Sua posição é incisiva: pode-se criar e destruir valor, dependendo da forma de atuação, modelagem e estrutura. Ele menciona, inclusive, a chamada maldição do vencedor (*“winner’s curse”*), decorrente do preço excessivo pago em processo competitivo de aquisição, em que o ganhador faz oferta acima de parâmetros justificáveis do ponto de vista econômico. Indo, porém, um passo adiante, sob uma perspectiva de *law & economics*, aborda o resultado econômico geral, afirmando que, mesmo nesses casos, é possível que se crie valor, ainda que com a destruição verificada em certo grupo, pelo fato de a riqueza gerada ao outro superar as perdas daquele.

Trata-se de análise que extrapola o escopo desse estudo. O que se mostra relevante, no entanto, é a riqueza de perspectivas e combinações em negócios de reorganização. Pode um negócio qualquer criar valor a uma parte ou grupo relacionado a essa parte e, ao mesmo tempo, destruir valor de outro; podem todos os grupos envolvidos ser contemplados pela criação de valor ou, inversamente, todos sofrerem com a deterioração de riquezas. A concepção, a negociação, a precificação, os instrumentos contratuais e o aproveitamento de oportunidade após a conclusão são fatores fundamentais para um desfecho satisfatório. Mas, durante o processo, e, sobretudo, durante o manejo da integração posterior, os agentes se sujeitam a outros fatores, impossíveis de serem catalogados e estudados formalmente, que decorrem da mente humana, tanto para o bem como para o mal. Condutas, reações, táticas, estratégias, “sacadas”, sorte, enfim, ingredientes que, misturados ao caldo legislativo, direcionam ou modificam resultados.

De todo modo, adota-se a premissa de que, mesmo que ao final do processo conclua-se que a

¹⁰⁰ No original: *“do takeovers create new wealth?”* (2003:51).

reorganização não logrou o resultado esperado de criação de valor, pela captura de lucros do agente “vítima” da reorganização, o ocorrido deu-se por razões que escaparam ao controle do agente dominador ou por não terem sido por ele corretamente avaliadas; mas o fracasso, no entanto, não corrompe a premissa de sua ocorrência, que fora, exceto em casos patológicos, a apropriação de lucros e elementos de empresa.

1.3. Reorganizações e seus movimentos

As reorganizações decorrem de (i) decisões internas – espontâneas ou influenciadas – ou (ii) estímulos externos, provocados por agentes como bancos, assessores, bolsas de valores ou mesmo governos. Independentemente da motivação, não são livres de traumas. Há níveis de trauma, é verdade, mas sempre haverá algum. Dependendo da modalidade de negócio que se realiza, tende a ter efeitos antropofágicos.

Quando deliberadas por sócios, os impactos são medidos em função de investimento e retorno, inclusive se a deliberação implicar perda ou interrupção de perda. Existe uma relação proprietária, direta ou indireta, que justifica a decisão; essa constatação, como regra, não se aplica às decisões gerenciais, motivadas por decisões de quem não se vincula pela propriedade societária – e que se passam, sobretudo, nas reorganizações empresariais ou associativas. Nesses negócios a perda dos sócios não implica, necessariamente, perda aos controladores gerenciais; aliás, não há como se estabelecer uma relação causal. A análise se dará, sempre, pela casuística. Esse cenário de incerteza não afasta, no entanto, a validade da seguinte premissa: o administrador tem incentivos, quando não corretamente monitorado e controlado pelo sócio, para apropriar-se de lucros ou elementos de empresa que se atribuiriam, numa reorganização ou dissolução da sociedade, aos sócios.

1.4. As reorganizações sob as suas diversas perspectivas: do consolidador (ou protagonista), de quem deixa o mercado (ou de quem se sujeita ao interesse do protagonista) e do controlador gerencial

A noção temporal se relativiza quando se praticam certas reorganizações. Com elas (i) acelera-se o *time to market*, mediante crescimento artificial, isto é, impondo-se um crescimento antropofágico em detrimento de movimento natural e (ii) se incrementa o *market power*, refletido na capacidade do agente de ditar regras no mercado de atuação, inclusive para

estabelecer preços de produtos e serviços. Pressupõe acréscimo de dominação econômica e reforço de poder sobre *stakeholders*.

Em um panorama minimalista, o protagonista lança mão de instrumentos jurídicos a fim de aumentar seus lucros imediatos ou futuros, aumento esse que somente se possibilita, na velocidade e na proporção almejadas, mediante a apropriação de meios de produção e riquezas de outros agentes. Desenrola-se a partir da percepção da noção de insuficiência de lucros, quantitativa, qualitativa ou temporal. Nesse panorama, a reorganização é instrumento de absorção, direta ou indireta, de lucro, que se materializa imediata ou futuramente, e contribui para o pagamento da própria reorganização e à consolidação da posição econômica do consolidador. Tal perspectiva reduz o papel das reorganizações a manipulações jurídicas com finalidades econômicas, inclusive nas hipóteses em que gerarem resultados ruinosos. Mas deve-se entender o resultado do negócio, ou o lucro, sob uma perspectiva amplificada de *ganho*. *Ganho* se apresenta com enorme significado subjetivo e, nele, cabem quaisquer justificativas que melhorem a posição do consolidador. O conceito de melhoria é igualmente carregado de subjetivismo, mas indica um acréscimo de bem-estar ou de ganho. Apesar de se andar em círculo, um elemento justifica o outro e todos denotam uma perspectiva evolutiva – ou preservativa, como afirmado – em relação ao estado econômico e patrimonial original.

O ganho pode ser meramente contábil, mas invariavelmente se revela em oportunidades que permitem a manutenção do *status quo*, do domínio econômico ou da influência política e que, portanto, não se apropriam de modo objetivo na contabilidade. Lucro, no âmbito das reorganizações, é conceito contábil, enquanto ganho, como critério de justificação das reorganizações, é termo não técnico, que denota a perspectiva de preservação ou melhoria de uma dada situação. É por essa perspectiva, de manutenção ou de melhoria econômica, que se explicam as reorganizações sob a ótica do consolidador. Esse o significado amplificado de lucro – que não guarda relação, portanto, com o conceito contábil.

1.4.1. Perspectiva de quem deixa o mercado (ou de quem se sujeita ao interesse de terceiro)

Se a perspectiva do consolidador expressa uma relação com o ganho, a de quem se sujeita a interesse de terceiro comporta uma variação sobre este tema: além do ganho, ou melhor, da

antecipação do ganho, a reorganização se justifica, invariavelmente, como uma solução às perdas atuais ou futuras – que podem, sob certo prisma, ser encaradas como ganho, na exata medida da interrupção da perda.

Assim, o ganho, por um lado, ou a redução da perspectiva de perda, de outro – que não deixa, novamente, de expressar uma forma de ganho – justifica as posições desses agentes. Surge uma nova premissa das reorganizações: o ganho se estabelece, geralmente, não apenas para o consolidador, mas para quem se deixa consolidar ou controlar.

Nesse cenário, e de modo mais específico, as reorganizações se materializam em situações de: (i) atração pela liquidez; (ii) neutralização de risco; (iii) necessidade; (iv) indução; ou (v) imposição. O único dos elementos que não se apresenta, sob a ótica de quem deixa o mercado, é o referente à apropriação de elementos de empresa. Mas, mesmo aqui, deve-se relativizar a assertiva. Isto porque, quando à reorganização não se segue a eliminação ou saída do agente do mercado, a apropriação, mesmo que se posicionando minoritariamente, ocorre. E é justamente a possibilidade de ganho decorrente da conjunção de ativos ou da associação societária, que embala o negócio. Analisam-se, adiante, alguns dos fatores determinantes de reorganizações.

(i) Atração pela liquidez. A troca de participação societária por dinheiro oferece liquidez ao então proprietário e neutraliza o risco inerente à atividade empresarial, titulada pela sociedade. A riqueza direta (em contraposição à indireta, expressa pela riqueza da sociedade da qual o sócio participa), decorrente da venda societária, é um dos principais motivadores de realização de reorganização. A liquidez pode ser parcial ou total. Será parcial quando o proprietário alienar parcela do seu investimento societário, retendo parcela majoritária ou minoritária, conforme o caso; e total quando a alienação representar a totalidade do investimento.

O que leva os sócios a liquidarem o investimento é a possibilidade de antecipação de lucros futuros e, sem dúvida, de abandonar os riscos, acima mencionados, do próprio negócio ou dos fatores legais que o afetam. A equação, então, se resolve: há quem disponha de recursos para crescer, aumentar e dominar; enquanto, por outro lado, há quem se proponha a entregar sua fatia de mercado, em troca da antecipação de rentabilidade futura. Assim, antecipa-se o que se projetava embolsar no futuro, mediante recebimento do preço no presente. E se livra dos

riscos, indiretos, da empresa.

A liquidez não indica, necessariamente, uma aversão ao risco empresarial, podendo decorrer, como afirmado, de uma oportunidade, decorrente (i) da percepção de que o ciclo *daquele* investimento, sob a ótica do sócio, esgotou-se, (ii) da existência de uma proposta para venda, que justifique a saída *daquele* mercado ou (iii) da existência de conflito que leve a uma solução drástica. Aliás, em muitos casos, a liquidez direciona o agente a outros mercados, à procura de oportunidades de alocação dos recursos e de novas aventuras societárias ou empresariais¹⁰¹.

(ii) Neutralização de risco. A reorganização tem o potencial de neutralizar o risco futuro decorrente da própria atividade empresarial. Quem idealiza uma atividade empresarial, dotando uma sociedade dos meios para exercê-la, corre, normalmente de modo indireto, os riscos dessa atividade. Complexidades de natureza tributária, obrigações trabalhistas e previdenciárias, além das ambientais, cíveis e comerciais, podem afetar o resultado da empresa e a capacidade da sociedade de gerar excedentes passíveis de distribuição aos sócios. A reorganização costuma, em relação ao sócio que a pratica com intenção neutralizadora,

¹⁰¹Há casos recentes que atestam essa proposição: (i.i) Carlos Wizard – Carlos Wizard idealizou o Grupo Multi, que atua no setor de ensino de idiomas, com marcas como Wizard e Yázigi. Menos de um ano após a venda de suas ações, da ordem de 78%, em um negócio total estimado em R\$ 1,95 bilhão (incluindo a participação do sócio detentor de 22%), voltou ao mercado, com a aquisição da varejista Mundo Verde, maior rede de produtos naturais e orgânicos do país, com faturamento estimado, em 2014, da ordem de R\$ 400 milhões (Cf. IstoÉ Dinheiro, disponível em <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/negocios/20140812/carlos-wizard-compra-rede-mundo-verde-produtos-organicos/179976.shtml>; acesso em 06 de novembro de 2014); (i.ii) Arri Coser - Arri Coser idealizou conhecida rede de churrascarias, a Fogo de Chão. Após vendê-la ao GP Investimentos, negócio avaliado em US\$ 200 milhões, voltou ao mercado em 2013 com três iniciativas: uma, embalada para, aparentemente, evitar ou driblar a imputação de ação concorrencial com a rede vendida, ao oferecer aos seus novos clientes “menu degustação” de carnes, sob a marca NB Steak; outra, também no setor de alimentação, especificamente de lanchonetes, com a marca Hamburgueria Nacional; por fim, a terceira, no setor de pizzeria, mediante aquisição da rede Maremonti (Cf. IstoÉ Dinheiro, disponível em <http://www.istoedinheiro.com.br/pt/components/news/cmp-news-body/9/2/5429.inc>; acesso em 06 de novembro de 2014); (i.iii) Abílio Diniz – Após midiática batalha com o sócio francês, Casino, Abílio Diniz vendeu suas ações e deixou a companhia fundada (Pão de Açúcar) por sua família. Bilionário, poderia ter se aposentado. Mas não foi o que ocorreu. Durante e após a batalha pelo controle da companhia, Abílio Diniz comandou algumas aquisições, e passou a ter acentos em conselhos, inclusive como presidente de uma das investidas: a BRF S.A., que opera marcas como Sadia e Perdigão. Além da BRF, o mercado noticiou investimentos na Gaec Educação S.A. (Anima Educação). Não satisfeito, o empreendedor adquiriu, como lance inaugural de plano mais audacioso, ações de emissão da companhia francesa Carrefour, listadas na Bolsa de Paris. Por US\$ 1 bilhão, teria adquirido 3% do capital total. Posteriormente, em dezembro de 2014, anunciou a aquisição de 10% de participação no capital social do Carrefour Brasil, pelo preço estimado de Euros 525 milhões. O negócio envolveria, ainda, uma opção de compra de mais 6%, podendo sua participação atingir o percentual de 16% (cf. Valor Econômico, disponível em <http://www.valor.com.br/empresas/3828710/carrefour-confirma-venda-de-10-da-unidade-brasileira-para-abilio>; acesso em 14 de janeiro de 2015).

estabelecer, contratualmente, (i) o marco final da responsabilidade, de maneira que, a partir de sua realização, deixa-se de responder pelo insucesso empresarial, retendo-se apenas a responsabilidade por atos passados e sujeita a procedimentos de recomposição patrimonial ou (ii) o compartilhamento de responsabilidade, com o ingresso, na sociedade, de novos sócios que contribuirão para formação de base societária mais sólida e compassada com as necessidades da empresa. Em qualquer dessas situações, os contornos da nova posição do agente se balizará pelo contrato objeto da reorganização.

A neutralização do risco é limitada pelas características contratuais negociadas, por um lado, e, por outro, pela capacidade – ou vontade – do consolidador de cumprir suas obrigações de defender, indenizar ou pagar, conforme estabelecido no contrato.

(iii) Assunção de obrigações. As reorganizações servem, não raro, para que o agente se libere de obrigações passadas, assumidas pelo consolidador em contrapartida ao domínio da empresa ou de elementos de empresa. Aí vale, inicialmente, uma ressalva. Conquanto a atividade empresarial possa ser exercida por pessoa natural ou moral, é improvável que um negócio de reorganização envolva a consolidação de empresário não organizado sob um dos tipos societários catalogados no CCB – ou por intermédio de fundo de investimento, na forma da regulação da CVM. É verdade que os efeitos do negócio se projetam sobre pessoas naturais, sobretudo situados nas pontas compradoras ou vendedoras de participações; mas a reorganização, em si, refere-se à consolidação societária ou empresarial, ou à associação para formação de nova sociedade (ou forma jurídica que se preste ao mesmo fim).

Nesse cenário, as obrigações decorrentes da atividade empresarial, tais como de natureza tributária, trabalhista ou comercial são do próprio empresário, ou seja, da sociedade empresária, que titula a empresa. Assim, partindo-se da premissa de inexistência de patologias, como as descritas no art. 50 do CCB, os sócios são irresponsáveis por obrigações da sociedade, que se configura como ente autônomo, dotado, após o registro dos atos constitutivos no registro próprio, de personalidade autônoma. Ao empresário compete a

liquidação de suas obrigações, sem comunicação com a pessoa de seus sócios¹⁰².

Em uma reorganização societária envolvendo sociedade empresária endividada, por exemplo sob a forma de aquisição de ações ou incorporação, não existirá, exceto se de outra forma negociado, a assunção, por terceiro, de obrigação de devedor primitivo. O devedor, no primeiro caso, continuará a ser o empresário – a sociedade empresária, portanto –, operando-se apenas nova composição societária; e, no segundo, o empresário sucessor, ou seja, a sociedade incorporadora, que sucede o extinto a título universal.

Não é raro de ocorrer, nessas situações, negociação em que o preço a desembolsar é desprezível ou simbólico, pois que o agente consolidador, diante da situação econômica da sociedade, nada ou quase nada paga pela participação do vendedor – ou o valor de avaliação da sociedade consolidada é afetado pelo montante de suas obrigações. O preço – ou a ausência dele – está contido no risco do negócio, isto é, na internalização de participação societária em sociedade endividada, carente de recursos, sem perspectiva imediata de geração de lucro. Não existe, tecnicamente, uma assunção de dívida, visto que, num caso, a sociedade devedora não se abala, modificando-se apenas os sócios que nela detêm participações; noutro, a mudança de titularidade passiva decorre de sucessão, e não de assunção.

A assunção de dívida, por terceiro, ocorre na forma do art. 299 do CCB: “é facultado a terceiro assumir a obrigação do devedor, com o consentimento expresso do credor, ficando exonerado o devedor primitivo, salvo se aquele, ao tempo da assunção, era insolvente e o credor o ignorava”. Essa assunção, no ambiente das reorganizações, ocorre quando o sócio garante, sob qualquer modalidade de garantia, o devedor, ou seja, a sociedade, e, no bojo de um negócio, o consolidador compromete-se a substituí-lo, operando-se, assim, a assunção civil. Essa situação se integra no preço do negócio pactuado pelas partes envolvidas. Ao final, ao negociar a participação societária de sociedade que se encontra em dificuldade financeira, o sócio, de algum modo, por via indireta, se libera, conforme se estabeleça em contrato, dos riscos de tentativas de descon sideração de personalidade jurídica, de liquidação irregular, de falência fraudulenta e outros institutos que, de algum modo, possam aproximar-se de seu patrimônio.

¹⁰² Presume-se o descarte, na formação de sociedades, daqueles tipos que estabelecem responsabilidade direta de alguma categoria de sócio, a exemplo da sociedade em comandita simples, disciplinada no art. 1.045 e seguintes, do CCB.

Ademais, há relações do empresário que criam, em decorrência de lei, obrigações aos sócios da sociedade em reorganização, mas cuja assunção, por terceiro, somente opera efeitos no plano interno, do próprio contrato, não sendo oponível a terceiros, notadamente àqueles sujeitos a quem mencionadas leis visam preservar. Destacam-se, como exemplos, as relações laborais e tributárias. Mesmo que o contrato estipule que o adquirente ou sucessor responde, isoladamente, por toda e qualquer obrigação subsidiária ou solidária da pessoa que pretende se livrar da obrigação, tal disposição vincula apenas a parte que se sujeita aos termos negociais (termos que, geralmente, estipulam obrigação de defender, reembolsar e indenizar o titular do direito contratual).

Não trata de uma efetiva liberação de obrigação, mas de mera expectativa, que se materializa com o cumprimento contratual de defesa, reembolso e indenização. Sua efetividade depende, portanto, da observância do contrato, por parte de terceiro. Inobservado, restará ao contratante exigir, pela via judicial ou arbitral, o cumprimento da obrigação contratual, que lhe permitirá recompor sua situação patrimonial, afetada pelo provável desencaixe de numerário ou afetação patrimonial em favor do credor não negocial.

(iv) Diversificação. A diversificação é outro fator que motiva a realização de reorganizações. Decorre, sobretudo, da percepção de que o exercício de atividade única apresenta riscos inerentes à aplicação de recursos em único ativo. Veja-se como exemplo o caso dos extintos *pagers*: os empresários que não perceberam as tendências de mercado e não se diversificaram antes da popularização dos telefones celulares, desaparecerem. Outros motivos, no âmbito da diversificação, são o acesso a novos mercados e tecnologias, economias de escala ou domínio de etapas produtivas.

(v) Necessidade. A necessidade também leva à decisão de entreter alguma forma de reorganização. E são inúmeros os motivos que a justificam, de modo que se listam alguns, sem preocupação de esgotá-los: (i) fluxo de caixa: hipótese em que o divórcio entre os fluxos de ingressos e saídas de recursos colocam a sociedade em situação de incapacidade de honrar seus compromissos de curto prazo, obrigando-a reorganizar-se; (ii) falta de caixa ou linhas de financiamento para crescer: diferentemente do caso anterior, o fluxo de caixa permite a liquidação das obrigações, mas é insuficiente para execução de planos de crescimento,

geralmente necessários para manutenção de posições ou mesmo sobrevivência. E, paralelamente, as linhas de crédito existentes ou os instrumentos de dívida não são viáveis do ponto de vista econômico; (iii) sobrevivência: mesmo não sendo afetada pelos itens anteriores, a sociedade não tem condições de enfrentar o poderio de seus concorrentes. Essa situação costuma verificar-se quando a sociedade imprime um ritmo de crescimento e muda de patamar empresarial, incomodando outros agentes maiores, ou quando agentes expressivos do ponto de vista econômico que não atuavam em determinado mercado nele ingressam adquirindo concorrente ou lançando seus produtos ou serviços diretamente, impondo formas de atuação incompatíveis com a realidade das sociedades locais; (iv) revisão estratégica das atividades; e (v) sucessão: este costuma ser um fator importante na decisão de implementar alguma modalidade de reorganização. Ocorre, dentre outros motivos, quando o controlador não tem sucessores ou, mesmo que os tenha, neles não reconhece aptidões para dar continuidade à empresa. Ou como estímulo à solução de divergência entre herdeiros, que se colocam a duelar pelo poder e domínio sobre as principais deliberações societárias ou por cargos na administração da sociedade.

(vi) Indução. Induzir, do latim, *inducere*, significa, “instigar, incitar, sugerir, persuadir” (cf. dicionário Aurélio). Há atos que se praticam por incitação, instigação, persuasão de outros agentes, geralmente de modo simulado. Tais agentes podem ser de natureza privada ou pública. A indução difere da imposição, como se verá a seguir, pela ausência de técnicas violentas de convencimento. Expressa, portanto, o emprego de meios lícitos de convencimento de agentes para que pratiquem atos que interessam ao agente indutor, por motivação econômica, competitiva ou política. Declinam-se, às vezes insistentemente, motivos para realização dos negócios, realçando-se os fatores positivos.

(vii) Imposição. A indução, mesmo que encubra motivos egoísticos, é praticada conforme padrões de conduta aceitáveis. E pode diferir da modalidade impositiva justamente pela inobservância desses padrões. A imposição se desmembra em ações de natureza privada e pública. As públicas se desdobram em legítimas e ilegítimas.

A privada ocorre, por exemplo, quando o dominador oferece ao seu “alvo” (ou vítima) escolha entre entreter com ele alguma modalidade de reorganização ou sua aniquilação. Passa-se,

sobretudo, quando a força é desigual ou um dos agentes enfrenta situação de crise política ou econômica, e outro agente pode impor-se àquele. Nesta hipótese, mesmo que as dimensões dos agentes se assemelhem, a conjuntura de um deles o torna de tal modo vulnerável, permitindo uma ação impositiva por parte do outro agente. Ainda, quando se domina uma técnica ou conhecimento, essencial ao outro agente e se promete disponibilizá-lo apenas mediante realização da reorganização.

As imposições públicas desdobram-se em (a) legítimas e (b) ilegítimas.

(a) Legítimas. São legítimas aquelas decorrentes de lei ou consubstanciadas em atos legítimos, conforme mandamentos legais; e ilegítimas as praticadas para cumprimento de planos ou devaneios governamentais ou idealizações de determinado agente público, sem o devido amparo legal. Sobre as legítimas, destacam-se o poder legal conferido ao CADE para impor restrições a atos de concentração ou a realização de reorganizações, especialmente derivadas de atos que afetam mercados relevantes, e o poder concedido à CVM para impor a realização de OPA.

(i) CADE. Em relação ao CADE (tema tratado também no item 4.7, Capítulo III), a autarquia deve realizar o controle prévio de atos de concentração que atinjam os critérios previstos na Lei Antitruste. Assim, poderá, em decorrência de pedido de aprovação de ato, aprová-lo integralmente, de modo parcial ou rejeitá-lo. Dentre as restrições a lei confere-lhe competência para ordenar a realização de reorganizações, societárias ou empresariais. O §2º do art. 61 lista, como exemplos de reorganização empresarial: (i) a venda de ativos ou de um conjunto de ativos que constitua uma atividade empresarial; e (ii) licenciamento compulsório de direitos de propriedade intelectual. E de reorganização societária: (i) cisão de sociedade; e (ii) alienação de controle societário. Listam-se, ainda, as seguintes atividades, que podem se enquadrar em qualquer forma de reorganização: (i) separação contábil ou jurídica de atividades; e (ii) qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica.

A Resolução nº2, de 29 de maio de 2012, posteriormente alterada pela Resolução nº9, de 1º de outubro de 2014 estabelece, no art. 4º, seu entendimento a respeito da extensão de “partes” de um ato sujeito à notificação, indicando tratar de “entidades diretamente envolvidas no negócio

jurídico sendo notificado e os respectivos grupos econômicos”. Por grupo econômico, para efeito de cálculo do faturamento que serve como referência para notificação, ou não, de atos de concentração, consideram-se, cumulativamente: (i) as sociedades sujeitas a controle comum, interno ou externo; e (ii) as sociedades nas quais quaisquer daquelas sociedades (mencionadas no item “i”) sejam titular, direta ou indiretamente, de pelo 20%.

Estendendo-se a verificação do critério de faturamento às sociedades integrantes de grupo econômico, aumenta-se a probabilidade de enquadramento em algum aspecto que dê ensejo à ação impositiva do CADE, inclusive para realização de negócios de reorganização, eventualmente com objetivo de neutralizar os efeitos do próprio ato notificado. São imposições aqui denominadas “contrarreorganizações”.

Veja-se, neste sentido, o caso Sadia-Perdigão (que se sujeitou à revogada Lei 8.884/94). BRF-Brasil Foods S.A. (então denominação de Perdigão S.A.) e Sadia S.A., na posição de Compromissórias, celebraram em 13 de julho de 2011, com o CADE, na posição de tomador, TCD visando a (i) estabelecer medidas impeditivas da unificação das operações das Compromissórias a fim de impedir a eliminação substancial da concorrência, (ii) criar condições para existência de um concorrente (ou rival) efetivo nos mercados afetados pelos negócios entabulados pelas Compromissórias, (iii) propiciar condições de entrada para concorrentes nesses mercados e (iv) distribuir os benefícios decorrentes da reorganização contratada pelas Compromissórias de modo equitativo entre os participantes e os consumidores. Esse TCD foi negociado em função da celebração, pelas Compromissórias, de Acordo de Associação, em 19 de maio de 2009, pelo qual se estabeleceu a unificação das operações de ambas e outras avenças, inclusive a reorganização societária das envolvidas, passando a Sadia à posição de subsidiária integral da BRF¹⁰³. O acordo foi submetido ao CADE e autuado como Ato de Concentração nº 08012.004423/2009-18.¹⁰⁴ No âmbito do TCD, acordou-se que as Compromissórias adotariam uma série de medidas, inclusive

¹⁰³ Disponível em <http://www.cade.gov.br/>, acesso em 15 de dezembro de 2014. As informações decorrentes deste item foram extraídas ou transcritas desse TCD ou dos votos dos Conselheiros do CADE relacionados ao caso.

¹⁰⁴ A propósito, ver, também, Voto Vista do Conselheiro Ricardo Machado Ruiz, de 13 de julho de 2011, disponível em: <http://www.cade.gov.br/>, acesso em 15 de dezembro de 2014.

indicativas de modalidades de reorganização empresarial¹⁰⁵⁻¹⁰⁶.

(ii) CVM. Outro exemplo de poder impositivo, já anunciado, é aquele conferido à CVM. Este, porém, difere do poder impositivo do CADE porque, aqui, o propósito é uma ordem contrária à pretendida pelos agentes; lá, inversamente, a ordem se presta a exigir a continuação da reorganização. Com efeito, a OPA, tema recorrente neste estudo, pode ser ordenada pela CVM quando, nos termos do art. 254-A, o adquirente de controle não formular uma OPA, assegurando aos acionistas detentores de ações votantes, que não participarem do negócio,

¹⁰⁵ Por exemplo: (a) alienação das seguintes marcas e direitos de propriedade industrial delas decorrentes: (i) rezeende, (ii) wilson, (iii) texas, (iv) tekitos, (v) patitas, (vi) escolha saudável, (vii) light elegant, (viii) fiesta, (ix) freski, (x) confiança, (xi) dorian e (xii) delicata; (b) alienação conjunta de todos os bens e direitos de (i) 10 fábricas de alimentos processados, (ii) 2 abatedouros de suínos, (iii) 2 abatedouros de aves, (iv) 4 fábricas de ração, (v) 12 granjas de matrizes de frangos e (vi) 2 incubatórios de aves; (c) todos os bens e direitos relacionados a 8 centros de distribuição de produtos; (d) cessão da carteira de contratos com produtores integrados de aves e suínos, conforme certas condições de utilização pelas Compromissárias; (e) suspensão do uso da marca Perdigão, no Brasil e, pelo prazo de 3 anos, para produtos (i) presunto suíno cozido, apresuntado e afiambrado, (ii) *kit* festas suínos e (iii) linguiça curada e paio; (f) suspensão do uso da marca Perdigão, no Brasil e, pelo prazo de 4 anos, para salames; (g) suspensão do uso da marca Perdigão, no Brasil e, pelo prazo de 5 anos, para (i) lasanhas, (ii) pizzas congeladas, (iii) quibes a almôndegas e (iv) frios saudáveis; (h) suspensão do uso da marca Batavo, pelo prazo de 4 anos, para determinados produtos. As Compromissárias comprometeram-se, ainda, a não adquirir os bens, direitos, ativos ou negócios alienados, cedidos ou objeto de negócio em função do poder impositivo do CADE, pelo prazo de 10 anos.

¹⁰⁶ Apresenta-se, ainda, caso envolvendo o chamado Cartel do Cimento, sobre o qual também incidia a revogada Lei 8.884/94. Trata-se do Processo Administrativo nº 08012.011142/2006-79, tendo como representadas diversas pessoas físicas e jurídicas, dentre elas CCB – Cimpor Cimentos do Brasil, Holcim Brasil S.A., Lafarge Brasil S.A. e Votorantim Cimentos Ltda. Em extenso voto, composto de centenas de páginas, o Relator, Alessandro Serafin Octaviani Luis, conclui pela existência de cartel entre as representadas nos mercados de cimento e de concreto no Brasil, impondo, dentre outras medidas, aplicáveis ora a grupo de representadas ora a representada específica, a alienação de ativos (além da imposição de reorganizações, previram-se pena pecuniárias, de valores elevados). As reorganizações impostas visavam, segundo o Relator, a trazer “dinâmica para um mercado estático, pressão competitiva onde o cartel está acomodado e imprevisibilidade onde o cartel implementou ilícito planejamento coletivo” (cf. p. 494 do voto citado). Mencionam-se, a propósito, apenas as imposições referentes à Votorantim: “(a). Todos os ativos tangíveis e intangíveis das plantas de produção de cimento apontadas no item (d) abaixo, a uma só empresa ou a um só grupo de empresas entrante ou já atuante no mercado, que não poderá ter participação, de qualquer quantidade ou qualidade, (i) em qualquer dos condenados no presente Processo Administrativo e (ii) de qualquer dos condenados no presente Processo Administrativo em seu quadro social; (b) Todos os ativos tangíveis e intangíveis relacionados à extração e lavra de insumos, aditivos, agregados ou outras substâncias necessárias à fabricação do cimento na planta desinvestida, à mesma empresa ou grupo de empresas adquirente da plana industrial; (...) (d) As seguintes plantas de produção de cimento da Votorantim deverão ser alienadas, totalizando 11.830.000 (...) toneladas, correspondente a aproximadamente 35% da capacidade total instalada da Votorantim e % da capacidade total instalada no mercado (...); (e) Todos os ativos tangíveis e intangíveis referentes à capacidade produtiva instalada no mercado de concreto, na mesma proporção da capacidade produtiva instalada no mercado de cimento alienada (...); (f) Todas as participações minoritárias detidas em cimenteiras e em concreteiras (a exemplo da Itambé, Supermix e Polimix) (...); (g) 100% de qualquer tipo de participação acionária detida na Mizu Cimentos; e (h) Os ativos referentes a (e) e (f) serão apresentado ao CADE após análise rigorosa por consultoria de primeira linha, contratada pela Votorantim após aprovação do CADE, que aferirá, entre outros, a proporção entre os bens alienados nos mercados de cimento e de concreto e a plena independência dos compradores em relação aos condenados no Processo Administrativo”.

preço no mínimo igual a 80%¹⁰⁷ do preço pago por ação aos alienantes. Ainda, conforme o art. 29 da ICVM 361, de 05 de março de 2002, é obrigatória a OPA, conforme prevista no art. 254-A, quando houver alienação de controle, direta ou indireta, e deverá contemplar “todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária”. O adquirente deverá apresentar requerimento à CVM no prazo máximo de 30 dias, contados da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle.

O §4º aponta o que se entende, para efeitos da ICVM 361, por alienação de controle: uma operação, ou conjunto de operações, que implique alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou conversíveis em valores mobiliários com direito a voto, ou a cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, praticada pelo acionista controlador singular, ou por grupo de acionistas reunidos em bloco, pela qual, ou pelas quais, no caso de conjunto de operações, terceiro ou terceiros, reunidos em bloco, adquiram o poder de controle, na forma do art. 116 da Lei 6.404/76.

Caso o adquirente resista à realização da OPA, a CVM poderá, nos termos do §5º, impor a sua realização, se verificar a ocorrência de alienação onerosa de controle, na forma da lei vigente. Aí está, portanto, o fundamento do poder impositivo. E foi esse fundamento que motivou, por exemplo, a imposição da autarquia no caso Arcelor-Mittal¹⁰⁸, que se narra na sequência.

¹⁰⁷ O percentual pode ser maior, conforme a companhia esteja listada em nível diferenciado ou decorrente de previsão estatutária.

¹⁰⁸ Há diversos outros casos que poderiam ter sido apresentados, como o que envolveu Pão de Açúcar e Casino. A Companhia Brasileira de Distribuição (“Pão de Açúcar”) interpôs recurso de decisão da SEP e da SRE, que determinara a realização de OPA decorrente da alienação de controle, fundamentada nas condições estabelecidas em certa reorganização associativa. Tratava-se de *Joint Venture Agreement*, ou acordo de associação, entre membros e companhias controladas pela família Diniz e uma companhia francesa, o Casino Guichard Perrachon S.A. (“Casino”). Em 1999, o Casino era titular de 30,53% das ações votantes e 21,39% das preferenciais, sem direito a voto do Pão de Açúcar. A relação entre Casino e controladores era estabilizada por acordo de acionistas, que previa certos direitos de veto e direito a indicar membros de comitê e da administração. Em 2005, após reorganizações internas na família controladora, uma companhia, denominada Vieri Participações S.A, passou a deter 61,19% das ações votantes. Outros 5,38% eram detidos diretamente por Abílio Diniz, de modo que ele passou a dominar 66,57% do capital. Até este momento a participação do Casino permanecia a mesma. O acordo de associação, de maio de 2005, acima mencionado, estabeleceu: (i) a realização de algumas capitalizações, por parte de Abílio Diniz e Casino, com ações. Dentre elas que Casino capitalizasse Vieri, passando a deter ações preferenciais desta companhia. Após estas capitalizações, Casino ainda manteria participações diretas no Pão de Açúcar, de 26,12% das ações ordinárias e 21,40% das ações preferenciais. E Abílio Diniz 2,8%; (ii) num primeiro momento, a aquisição, por Casino, de 50% das ações ordinárias e 100% das ações preferenciais detidas por Abílio Diniz na Vieri, resultando na seguinte estrutura de capital: Abílio Diniz, 50% das ações ordinárias

Em manifestação conjunta, as Superintendências de Registro – SRE e de Relações com Empresas – SEP, entenderam ser obrigatória a OPA a acionistas minoritários da Arcelor, por força do art. 10 de seu estatuto. Esse não era o entendimento das partes envolvidas na reorganização, que resistiam à autarquia.

A Arcelor era companhia aberta sediada em Luxemburgo. Nenhum acionista detinha mais de 8% do capital social. No Brasil, controlava Arcelor Brasil e Acesita. Mittal era companhia aberta sediada na Holanda, com valores mobiliários listados em vários países. A Mittal fez anúncio público, em 27.01.2006, revelando sua intenção de realizar oferta pública hostil aos acionistas da Arcelor, compreendendo prêmio substancial e outras condições, descritas na Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado, de 25.09.2006¹⁰⁹. Inicialmente o conselho de administração se opôs à proposta, por entender que as visões, modelos e valores eram incompatíveis.

Em 17.05.2006 a Mittal modificou, pela primeira vez, sua oferta; mas o conselho de administração manteve recomendação contrária à realização do negócio. Porém, em 25.06.2006, Arcelor e Mittal realizaram comunicado conjunto informando que seus órgãos de administração concluíram termos para realização de uma *merger of equals*, conforme memorando de entendimentos cujas condições se anunciavam. A oferta final contemplava um

(31,15% do capital total) e Casino, 50% das ações ordinárias e 100% das ações preferenciais (68,85%) do capital social; e (iii) duas opções de compra ao Casino, uma que englobava determinado número de ações ordinárias não capitalizadas na Vieri, além de 1 ação ordinária e, outra, relacionada às demais ações ordinárias detidas na Vieri. As operações descritas no parágrafo anterior, associadas à outorga da opção de compra de 1 ação, foram enquadradas pela área técnica na hipótese do art. 254-A da Lei 6.404/76, com os seguintes argumentos: “[t]oda a contraprestação pela alienação do controle está sendo paga desde logo, quando da quitação do preço pela aquisição da participação imediatamente transferida, restando a pagar, no momento do eventual exercício da Opção de Compra de Mudança de Controle, apenas a quantia de R\$1,00 (...). Tal circunstância revela que o prêmio pela outorga dessa opção se encontra inserida na contraprestação recebida desde logo (...)”. O Despacho da Procuradoria Especializada apresentou o mesmo entendimento. Em seu voto, o Relator Pedro Oliva Marcilio de Souza, após interessante exposição a respeito dos conceitos, propósitos e extensões dos arts. 116 e 254-A, ponderou que “(d)entre as operações que dão causa à oferta pública, não só a alienação de ações agrupadas em sociedade *holding*, mas, também, a inclusão de acertos contratuais que impliquem a transferência dos direitos políticos e econômicos do valor mobiliário, sem a transferência da ação (a conferência de usufruto vitalício de voto e dividendos mediante contraprestação em dinheiro ou a celebração de acordo de acionistas, regulando voto e distribuições de dividendos, por exemplo), tenha esse acordo sido celebrado para se evitar a realizar a oferta pública ou mesmo com vistas a um outro fim lícito”. E, reforçando o argumento da área técnica de que o pagamento imediato do preço, restando apenas um valor simbólico, por ocasião do exercício da opção, impediria que se considerasse que a alienação ocorreria naquele momento, votou no sentido da realização da OPA, exercendo o poder impositivo conferido por lei à CVM.

¹⁰⁹ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>, acesso em 18 de novembro de 2014. Todas as informações contidas neste item foram extraídas desse documento.

aumento substancial nas ofertas anteriormente formuladas. Em relação ao Brasil, as partes anunciaram que verificariam, em conjunto, a necessidade de OPA, em decorrência das características do negócio entabulado. Por conta dessa posição evasiva, a Arcelor Brasil foi notificada para prestar esclarecimentos a respeito dos reflexos locais, tendo a companhia publicado, em 05.07.2006, fato relevante. Nele, apontou-se que “as partes esperam que após o término da Oferta Revisada, a Arcelor continuará a não ter um acionista controlador final, uma vez que nem os atuais acionistas da Mittal Steel nem qualquer outro acionista passarão a deter 50% mais uma ação da Mittal Steel. Adicionalmente (...) nem o Sr. Lakshmi Mittal e sua família nem qualquer outro acionista será capaz de indicar a maioria dos membros dos respectivos conselhos de administração da Arcelor ou da Mittal Steel”. Daí inexistir aquisição de controle para os fins do art. 254-A e dos arts. 8 a 10 do estatuto da Arcelor Brasil.

Essa explicação não foi absorvida por acionistas minoritários da Arcelor Brasil, que formularam em 06.07.2006 reclamação à CVM, sustentando a obrigatoriedade de OPA com base nas disposições estatutárias. Intimada, a Arcelor Brasil manteve seu entendimento, contestando os argumentos dos acionistas minoritários. Paralelamente, no exterior, em 18.07.2006, as companhias envolvidas comunicaram que determinada condição mínima para realização dos negócios havia sido alcançada e ofereceram prazo adicional para aceitação da oferta aos acionistas que, até então, não haviam aderido às condições.

Voltando ao Brasil, a SEP e a SRE comunicaram entendimento de que a OPA deveria ser formulada, como consequência da aquisição pela Mittal, do poder de controle indireto da Arcelor Brasil, na forma do estatuto da companhia local. Note-se que a obrigatoriedade se resumia ao caso da Acelor Brasil, por conta de regra estatutária, sem extensão à Acesita, pela inexistência de norma semelhante. A Mittal apresentou recurso em 16.08.2006, defendendo a inexistência de aquisição de controle, *fattispecie* da norma estatutária, mas sim fusão entre iguais. Dentre as razões para reforma do entendimento das áreas técnicas, postulou a incompetência da CVM para impor obrigações que não decorressem de lei ou em regulamentação própria, como o caso de norma estatutária da companhia, cujo questionamento poderia, no máximo, ser objeto de ação judicial por eventual prejudicado. As áreas técnicas, no entanto, mantiveram o posicionamento quanto à necessidade de OPA.

Posteriormente, em extenso e fundamentado voto, o Diretor Relator, Wladimir Castelo Branco Castro, inicia definindo os pontos principais do caso, dentre os quais um que interessa a este estudo, a verificação da competência da CVM para exercer suas atribuições legais, quais sejam, seu poder impositivo, mesmo que fundado em fatos reflexivos. E conclui afirmando que sim, tendo a “CVM competência para exercer suas atribuições legais à luz das cláusulas estatutárias, por força dos poderes que lhe são conferidos pela Lei 6.385/76”. No mérito, votou pela manutenção da decisão da área técnica. Por fim, o então Presidente da autarquia, Marcelo F. Trindade, acompanhou o voto, sustentando que: (i) se atribui à CVM poder para exigir o registro de qualquer OPA de que trata o art. 254-A; (ii) o direito à realização de OPA, estabelecido no estatuto da Arcelor, que integra o *status* de seus acionistas, cuja proteção constitui uma das finalidades legais de atuação da CVM; e (iii) a CVM tem o poder-dever de manifestar seu entendimento sobre a obrigatoriedade ou não de realização de OPA no mercado brasileiro, pois sob sua jurisdição.

(b) Ilegítimas. Tratou-se, acima, das reorganizações impositivas legítimas. A pragmática indica a existência, também, das ilegítimas. Reconhece-se, preliminarmente, a dificuldade de abordagem deste item, pois a embalagem de negócios com essas características costuma apresentar produto distinto daquele efetivamente embalado. Geralmente encobre interesses de Estado (ou de Governo) visando à criação de empresa que atenda a supostos interesses nacionais ou governamentais (ou, em situações de extrema patologia, de pessoas ligadas ao Governo). De modo que, apesar de se tráfegar por campo minado ou, melhor, especulativo, valem algumas breves palavras.

Assim, consideram-se ilegítimas, neste estudo, as imposições, diretas ou indiretas, provenientes de autoridade pública, não fundamentadas em lei. Empresários são “convidados” ou obrigados a realizar determinada reorganização para atender ao anseio externo, e não dele próprio. Nesse cenário destacam-se os chamados campeões nacionais, ou empresários escolhidos pelo governo para concentrarem determinado segmento empresarial de modo a garantir a execução de estratégia para aquele setor. Os campeões nacionais beneficiam-se da proximidade do poder e, especialmente pelo fato de tornarem-se espécies de veículo ou instrumento de política pública, atuam – ou passam a atuar – em atividades consideradas estratégicas. O agente se submete e se converte em veículo de políticas não necessariamente

alinhadas com o seu plano empresarial.

A formação de campeões nacionais decorre essencialmente de: (i) participação de bancos de desenvolvimento mediante (i.i) aporte de capital ou (i.ii) subscrição de títulos de dívida; (ii) abertura de linhas de financiamento ou estruturação de outros instrumentos de dívida, por parte de bancos de desenvolvimento, bancos que sejam de economia mista ou agentes ligados a governos; e/ou (iii) imposição de reorganização setorial¹¹⁰.

1.5. Perspectiva do controlador gerencial

Klaus J. Hopt afirma que *“it is generally understood that there are three main agency problems to be delt with in corporate law: conflicts between managers and shareholders, conflicts among shareholders (...) and conflicts between the shareholders as a group and other stakeholders, in particular the creditors of the company and its workforce”* (2015:4). O ponto, de que aqui se trata, se insere na primeira forma de manifestação de conflito, envolvendo sócios e administradores.

Esse conflito tende a se minimizar quando a sociedade é controlada por uma pessoa ou grupo de pessoas, que exerce seu poder para, nos termos do art. 116 da Lei 6.404/76, dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da sociedade. O conflito, nessas hipóteses, surge apenas em função dos espaços concedidos pelo controlador, esteja ele na administração, ou não. De todo modo, é provável que os sócios se indiquem a cargos da administração, ou apontem pessoas a eles ligadas e que em suas posições se mantêm enquanto lhes agradar e cumprirem os planos para os quais foram designados. Por isso que, no Brasil, onde a concentração da propriedade acionária acompanhou a evolução do direito societário, a exteriorização desse conflito é pouco usual: o poder do sócio, mesmo que em sociedades sujeitas a controle minoritário, é relevante e se faz presente no cotidiano da empresa.

¹¹⁰ O tema dos campeões nacionais foi matéria de capa do Caderno Economia e Negócios, do Estadão, de Domingo, 11 de janeiro de 2015, da lavra do Jornalista Luiz Guilherme Gerbelli; portanto, logo nos estertores no segundo mandato da Presidente Dilma Rousseff. Em matéria intitulada *Fim do “patrimonialismo” vira meta para impulsionar economia*, afirma-se que a discussão sobre o patrimonialismo tornou-se mais intensa no segundo mandato de seu antecessor, o Presidente Lula, e no mandato da Presidente Dilma, em decorrência da “matriz econômica” estabelecida pelos Governos do PT. E se conclui, apontando que “[n]esse período, houve contínua concessão de benefícios para grupos econômicos específicos, o uso do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para a prática da chamada política de campões nacionais e o controle de preços por meio das estatais”.

Existem, no entanto, referências inversas, que se aproximam da realidade dos mercados norteamericano e inglês, e que podem tornar-se mais frequentes, doravante. Daí a importância da análise da perspectiva do controlador gerencial, que domina as relações empresariais e, por meio de instrumentos societários, *representa* e induz a vontade dos sócios. Situação essa que se verifica, inclusive, em ambiente de controle majoritário, quando o administrador passa a exercer influência irresistível sobre o controlador, dominando as decisões empresariais.

Essa dupla atuação, como administrador e, geralmente, representante dos sócios em assembleias, o coloca em posição privilegiada e, inevitavelmente, potencializa a possibilidade de atuação conflituosa em relação aos agentes por cujos interesses deveria zelar: a sociedade e os sócios. Aí surge, logo na partida, um equívoco conceitual, importado da realidade anglo-saxã, que merece reparo: o administrador não é *agent* do sócio (ou *principal*); mas, conforme a legislação brasileira, órgão da sociedade. Assim, não representa interesse ou dever de zelo pela riqueza dos sócios, mas da própria sociedade. Isso se revela, literalmente, na combinação dos arts. 115 e 154, §1º da Lei 6.404/76, ao determinarem, respectivamente, que o acionista exerça seu direito de voto no interesse da companhia e que o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, em relação à companhia, os mesmos deveres que os demais administradores, não podendo faltar-lhes, mesmo que contrapostos aos interesses próprios dos acionistas ou grupo de acionistas que o elegeram. Como órgão deve conduzir suas ações no interesse da sociedade.

Poder-se-ia afirmar, contudo, que atuando como procurador de sócio, o administrador-mandatário descola-se, para fins desse ato, da condução orientada no interesse da sociedade, sendo-lhe admitida a busca do interesse do mandante. Passando ao largo do insuperável conflito ético em que se colocaria, se se admitisse uma conduta marcada por tal esquizofrenia, a Lei 6.404/76 oferece o antídoto, ao estipular, no mencionado art. 115, que o sócio se oriente pelo interesse da sociedade.

Essas constatações revelam, apesar do marco regulatório vigente, a potencialidade de conflito entre administrador e sócio em situações envolvendo reorganizações, decorrente dos interesses envolvidos: um grupo busca a preservação ou acréscimo de seu investimento, de sua riqueza; outro, a preservação, o interesse da sociedade – e a preservação da empresa e de suas posições

laborais e sociais. É, formalmente, no interesse da sociedade, e não dos sócios ou grupo de sócios, e tampouco nos seus próprios interesses, que o administrador exerce – ou deveria exercer – sua função.

Mas as possibilidades de conflito não se resumem a essas perspectivas, de confusão entre a defesa de interesses de sócios e sociedade. Avançam, como já adiantado, sobre fatores mais complexos e, por vezes, ideológicos, opondo o capital ao trabalho, isto é, o investidor e provedor de capital ao trabalhador (mesmo que representado pelo topo da pirâmide burocrática). Nesse cenário, Adolf E. Berle e Gardiner C. Means já se questionavam, décadas atrás, a respeito da conduta do administrador: “*are we to assume for him what has been assumed in the past with regard to the owner of enterprise, that his major aim is personal profits? Or must we expect him to seek some other end – prestige, power, or the gratification or professional zeal?*” (1932:114).

1.5.1. Situações de conflito em reorganizações

A decisão a respeito de uma reorganização costuma, efetivamente, opor administradores e sócios em quaisquer sociedades, sobretudo sem controle definido. A começar pela oportunidade de aquisição do controle societário pelos próprios administradores da sociedade alvo, por meio de mecanismo denominado *management buy out*¹¹¹. Mas há outros gêneros de conflito, menos evidentes e ostensivos, que se camuflam em supostas condutas jurídicas, escondendo posições colaboracionistas ou preservacionistas. E as condutas internas variam de acordo com a natureza da reorganização e consequências para os agentes envolvidos.

Nesse sentido, se apresentam em quaisquer espécies de reorganizações, ou seja, de natureza societária, empresarial ou associativa. Nas primeiras, por exemplo, diante de uma OPA de aquisição de controle, na forma do art. 257 da Lei 6.404/76. Como agir a administração nessa situação? Colaborar ou reagir? Informar o acionista a respeito das vantagens e desvantagens ou manter-se silente, deixando-o decidir isoladamente? Como se preserva a sua posição como administrador no desenrolar do processo?

¹¹¹ V., a propósito, item 1.5.2, adiante, que discorre sobre esse negócio que revela, talvez, a posição conflituosa extrema, pela qual o administrador, conhecedor privilegiado da situação e dos negócios empresariais, emprega tempo, contatos, influência e recursos para assumir o controle da sociedade e, comumente, fechar seu capital (para, eventualmente, abri-lo posteriormente).

O conflito, nessa modalidade de reorganização, se revela pelo próprio intuito da OPA, que não se limita à aquisição de ações, mas ao uso efetivo do poder, decorrente da propriedade acionária, para eleger administradores e dirigir as atividades sociais. A conquista é dupla, portanto: dos controles societário e empresarial. Por isso que a literatura norte-americana é farta em exemplos de resistência, cujo objetivo fora a preservação da posição do controlador gerencial, que se veria sem emprego após sua consumação, e não a defesa de interesse dos acionistas – visto que, lá, tem-se o administrador como um *agent* do acionista. Assim como de exemplos de colaboração, pois existia entre o controlador gerencial e o proponente um acerto quanto à condução e controle futuros da empresa.

No plano da reorganização empresarial, o conflito se coloca em função da apropriação ou destinação de ativos da sociedade. Veja-se o caso da alienação de ativo, operacional ou não, cujo produto (da alienação) se mantém integrado ao patrimônio da sociedade empresária, sem qualquer distribuição necessária aos sócios. Realizando-se essa modalidade de reorganização, a sociedade empresária receberá o produto da venda, que pode ser deslocado para despesas não operacionais, como aquisição de frota para uso de administradores, sem qualquer percepção de benefícios pelos sócios. Ou para aluguel e reforma de nova e luxuosa sede, desproporcional às necessidades da sociedade.

Nesses casos não se está diante de situação de resistência ou de colaboração, mas de reorganização realizada a fim de atender aos interesses do controlador gerencial. Por isso, dependendo do modelo interno de governo, qualquer negócio envolvendo ativo da sociedade, sobretudo que não dependa de deliberação de sócio, pode instrumentalizar o direcionamento de recursos ao ou em benefício do controlador gerencial. Esse alerta já fora feito, também há muitas décadas, por Adolf A. Berle e Gardiner C. Means: “*when their holdings amount to only such fractional per cents as the holdings of the management in management-controlled corporations, profits at the expense of the corporation become practically clear gain to the persons in control and the interests of a profit-seeking control run directly counter to the interests of the owners*” (1932:115).

Por fim, no plano das reorganizações associativas, a possibilidade de versão de patrimônio a outra sociedade, que atuará de modo independente e conforme governo próprio, possibilita a

atuação ainda mais independente – e conflituosa – do controlador gerencial, especialmente se sua posição permitir-lhe a direção dos negócios sociais, com a versão de recursos, sob a forma de investimentos ou despesas, de interesse do controlador.

Por qualquer vetor que se analise a reorganização, o controlador gerencial tem interesses próprios, inconfundíveis com os da sociedade e dos sócios. Essa realidade não pode escapar ao legislador, regulador ou aos agentes envolvidos nesses negócios.

1.5.2. *Leveraged buyout (LBO), management buyout (MBO)*

O *LBO* é tratado, por alguns, como técnica de financiamento de reorganizações, sobretudo de aquisições de controle por meio de oferta pública. Sem dúvida que o aspecto dedicado ao financiamento é fundamental e caracteriza essa espécie de reorganização. Antes, porém, é uma reorganização, com objetivo de aquisição de controle. Essa é sua correta catalogação.

O que a difere de outras formas de aquisição de controle é o fato de se financiar a aquisição com recursos de terceiros, que tomam como garantia, em contrapartida ao financiamento, ativos da própria sociedade a ser adquirida. Nesses negócios, o adquirente, ao atingir seu objetivo, costuma alienar parte dos ativos, inclusive operacionais, para servir ao interesse dos credores, restando parcela de ativos necessários à continuidade da atividade empresarial e pagamento da dívida remanescente. O adquirente pode ter interesse efetivo na empresa, caso em que adotará todas as vias legais para administrá-la, pagar suas dívidas e expandir-se. Não raro se segue à aquisição o fechamento de capital, para organizar-se internamente e, no futuro, realizar nova abertura, porém de companhia com outra organização, maior racionalidade e outra estrutura de custos.

Mas pode almejar simplesmente a possibilidade de alienar ativos, isolados, ou unidades produtivas, obtendo, ao final, um preço superior ao pago pelo negócio. Resulta, nesses casos, em operação oportunista, em que se arbitra e se aproveita do baixo preço de mercado da companhia, geralmente inferior à soma de seus ativos, e se obtém, da venda desses mesmos ativos, um excedente que justifica a operação.

Conforme indica Donald M. DePamphilis, “*buyers of the firm targeted to become a leveraged buyout often consist of managers from the firm that is being acquired. The LBO that is*

initiated by a target firm's incumbent management is called a management buyout (MBO)” (2012:486). O que caracteriza o *MBO*, portanto, é a participação dos administradores da companhia alvo na tentativa de aquisição do controle. Potencializa as situações de conflito, visto que tais pessoas, além de conhecerem como ninguém, até mais do que os acionistas, a situação da companhia, suas fraquezas e qualidades, e possibilidades futuras de geração de caixa, pagamento de dívida e expansão de negócios, têm interesse em obter o menor preço possível, para diminuir o endividamento e o risco do negócio; e justamente ao se colocarem em posição de detratores do ativo, para reduzir-lhe o preço, confessam um insuperável conflito em relação aos sócios. E, inevitavelmente, à sociedade.

1.6. Insuficiência regulatória

Ao se olharem as posições do consolidador, de quem deixa o mercado e do controlador gerencial no âmbito de reorganizações, sobretudo em face da legislação existente, o observador não se espanta com a conclusão de que o direito não captou essa variação da dominação empresarial, que reflete na própria dominação societária, passível de geração de conflitos importantes entre sócios e administradores. O direito não reconhece deveres e responsabilidades próprios do controlador gerencial, limitando-se a impor testes, de mesmas naturezas, conforme se estabelece a administradores. Conquanto administradores se sujeitem a deveres e responsabilidades, estabelecidos nos arts. 153 e ss. da Lei 6.404/76, sua construção se fixou numa realidade de total concentração de capital e protetora, portanto, dos interesses desse grupo de acionistas, e em situações do cotidiano societário.

Reorganizações não fazem parte, como regra, da atuação cotidiana. São hipóteses extremas, tensas, conflitantes e, não raro, únicas na vida de sócios ou da própria sociedade. Daí a importância de conceberem-se soluções específicas para casos específicos. Essas especificidades levam à necessária conclusão de que as perspectivas do consolidador, de quem deixa o mercado e do controlador gerencial, no âmbito das reorganizações, são distintas e, como tais, devem ser tratadas sob lógicas próprias.

1.7. Legislação

Legislações podem representar obstáculos à realização de reorganizações, gerando direito-custo adicional. Direito-custo, segundo Fábio Ulhoa Coelho, “são normas jurídicas cuja

aplicação interfere com os custos da atividade empresarial, da produção e circulação de bens e serviços. (...). Estatuem obrigações que o empresário deve internalizar, isto é, levar em conta no momento de calcular ou fixar os preços de seus produtos ou serviços” (1998:65). Assim apresentado, considera-se direito-custo toda norma que gera, direta ou indiretamente, algum custo à empresa. Normas tributárias, consumeristas e de defesa da concorrência, quando aplicáveis, se enquadram nesse grupo.

Apenas num Estado anárquico se conceberia o exercício de atividade empresarial sem a incidência de direito-custo, de maneira que a discussão, sobre o tema, deve partir da intensidade do custo, e não de sua existência. Partindo-se dessa premissa, o campo de investigação restringe-se à definição das normas justificáveis, que não impõem custos inibitórios ao exercício da atividade empresarial ou, ao contrário, que representam custos que inibem investimentos e, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico e social. A adequada dosagem do direito-custo permitirá maior ou menor eficiência de uma nação.

Nesse sentido, o legislador deve identificar nas reorganizações formas de geração de oportunidades, riquezas e renovações, amparadas, no Brasil, pelo cânone liberal da livre iniciativa, que se modula pelos demais princípios do art. 170 da Constituição Federal. Essa modulação justifica a existência do CADE, a função reguladora da CVM, a tipologia tributária e as normas protetivas do consumidor. Mas não se pode deixar de reconhecer que, todas elas, quando incidentes, ampliam ou geram custos ao empresário, que tentará repassá-los a outros agentes, inclusive consumidores. Aliás, mesmo que se consiga emplacar um repasse a agente posterior na cadeia produtiva, este o repassará ao seguinte, que da mesma forma procederá, até que se chegue ao consumidor final, verdadeiro pagador da conta¹¹².

1.7.1. Mercado legislativo: concorrência entre estados da Federação pela atração de empresários

As competências legislativas da União, dos Estados e dos Municípios são estabelecidas na Constituição Federal. Nessa atribuição constitucional coube à União legislar, privativamente,

¹¹²No âmbito puramente societário ou empresarial, o direito, de tempos em tempos, impõe ou alivia esse custo, por influências as mais variadas, legítimas ou não. Um exemplo de alívio, imposto pelo interesse governamental de promover massiva e rápida privatização, é a reforma da Lei 6.404/76, por força da Lei 9.457, de 1997, que revogou o art. 254, afastando a necessidade de OPA nas hipóteses de alienação de controle.

sobre direito comercial. É, com efeito, o que determina o art. 22, I. De modo que Estados e Municípios devem abster-se de produzir atos que regulem essa matéria. A matriz constitucional unifica e padroniza a disciplina, impondo a empresários as mesmas diretrizes, estejam eles localizados no norte, sul, leste ou oeste do país, e envolvidos em realidades homogêneas ou não.

A opção política oferece vantagens e desvantagens. Vantagens porque a atividade negocial se passa num mesmo ambiente regulatório, reduzindo custos de negociação (ou de transação, como inapropriadamente costuma-se referir, em tradução livre, do idioma inglês). E desvantagens pelo mesmo fato, isto é, pela impossibilidade de um ente da federação oferecer um marco distinto dos demais, que se associasse a uma ou outra corrente ou privilegiasse um ou outro grupo de interesses. Este foi o caminho seguido nos Estados Unidos da América, onde Estados têm competência para disciplinar a matéria, estabelecendo um “mercado legislativo”, criador de ambiente competitivo, no qual se disputa a preferência do *empresário*, que tem a possibilidade de optar entre legislações e escolher a que melhor atende aos seus propósitos. Lá, diante dessa opção, criou-se um ambiente competitivo (*market for incorporations*) que opõe Estados no propósito de atrair sociedades novas ou existentes, para sua jurisdição. Por trás dessa competição está a arrecadação de taxas de constituição e manutenção de sociedades e todo o complexo erigido a fim de prestar provimento jurisdicional célere e de qualidade.

Essa realidade destoa da brasileira, em que leis federais aplicam-se a qualquer negócio, ocorrido em qualquer rincão do país, independentemente das condições e características dos agentes. Decorre, portanto, do monopólio legislativo da União em matéria empresarial e societária. Isso lhe permite manipular a produção ou a sua utilização a fim de se atingirem seus objetivos imediatos ou mediatos. Nesse sentido, o direito empresarial e o societário se tornam instrumentos de política econômica, e não um arcabouço de regras colocado à disposição do empresário, para desenvolvimento de atividades empresariais. O Estado direciona a economia e controla os agentes econômicos não apenas por via de instrumentos próprios de política fiscal e econômica, mas, também, pela intervenção e direcionamento da produção legislativa e pela dominação das instituições organizadoras dos diversos mercados. Esse monopólio é um dos instrumentos arquitetados para que, apesar da decantada liberdade

de iniciativa, suposto cânone constitucional, exerça-se um pouco dissimulado controle sobre os movimentos de concentração ou desconcentração societária ou empresarial, inclusive para delimitar ganhos e apropriações de lucros e de elementos de empresa.

1.8. A psicologia nas reorganizações

O aspecto psicológico costuma ser crucial em reorganizações. Descartam-se, evidentemente, os negócios realizados entre partes sujeitas a mesmo controle ou cujo alinhamento é (quase) absoluto. Nas demais situações, a psicologia costuma ser desprezada e, não raro, negócios deixam de se realizar pela falta de “jeito” ou na forma de condução, sem se levar em conta, ou melhor, sem que se procure, antes, compreender os seres humanos envolvidos. Realmente, reorganizações são, ao final das contas, um negócio entre pessoas naturais, mesmo que, por trás delas, existam gigantes de natureza jurídica. A reorganização, em qualquer de seus planos, é fruto da ação humana. E, como tal, sujeita a todos os reflexos de personalidade, positivos e negativos. Perceber as pessoas, suas características, suas angústias e como manejá-las, ainda que se coloquem no lado inverso do negócio, é uma perspectiva de que poucos cuidam.

São constantes, com efeito, os atritos internos, opondo partes com interesses aparentemente convergentes. Mas histórias passadas, de família ou sociedade, ou de qualquer outra natureza, revivem ou se intensificam, tornando as relações quase contenciosas – entre pessoas que deveriam manter unidade para obter resultados mais expressivos. Aspectos afetivos ou morais, e, por vezes, materiais, apesar de irrelevantes no contexto do negócio, também surgem de modo aparentemente inexplicável.

Mesmo em negócios com empresas transnacionais, o enredo psicológico pode ser importante. Elas também são compostas e feitas por pessoas físicas, sujeitas a diferentes níveis de tensão e de desafios, e, geralmente, com interesses distintos. Surgem conflitos entre áreas – umas favoráveis ao negócio, outras não –, conflitos entre pessoas, pois o sucesso marca a posição e possível ascensão de administrador, empalidecendo ou em tese vitoriosa sobre outro administrador, poder, bônus e outras vantagens.

Enfim, há uma série de elementos, em praticamente toda reorganização, que não se soluciona ou se explica pelos manuais de negócios, econômicos ou jurídicos.

2. Aspectos motivadores das reorganizações

A frase de Robert B. Thompson, que tem como epicentro as fusões e aquisições, não poderia ser mais simples e precisa: *“mergers and other acquisitions occur because planners see benefits that could come from combining two or more business”* (2010:1). Por trás desta frase carregada de pragmatismo escondem-se os motivos que justificam os mencionados benefícios das reorganizações. Cada negócio revela – ou esconde – seus verdadeiros propósitos. Com efeito há, sim, situações em que o verdadeiro motivo de um negócio está escondido, camuflado, na óbvia decisão de crescimento imediato, por via não orgânica. Qualquer que seja o motivo, haverá, implícita ou explicitamente, um propósito de ganho, imediato ou mediato, financeiro ou não. A apropriação desse ganho, em um modelo de propriedade acionária concentrada, tende a se destinar, em algum momento, ao acionista; essa destinação se dissipa – ou perde intensidade – quando a estrutura de capital deriva para desconcentração, criando incentivos para que se destinem os ganhos a outros agentes, os controladores gerenciais. Nesse sentido, o sistema oferece uma série de técnicas para que a apropriação se desvincule do capital.

2.1. Sinergias

Uma expressão que se tornou corrente no léxico corporativo é essa, a sinergia. Sinergia vem de cooperação. De acordo com o dicionário Aurélio, é “1. ato ou esforço coordenado de vários órgãos na realização de uma função; 2. associação simultânea de vários fatores que contribuem para uma ação coordenada; 3. ação simultânea, em comum”.

Apresentada de outro modo, representa o potencial de ganhos decorrentes da soma de duas estruturas similares ou que tenham redundâncias, de onde se podem reduzir custos ou aumentar eficiência, sem acréscimo de custos. O ganho, decorrente de sinergias, costuma integrar o plano de negócios e ser utilizado para cálculo interno do investimento e tomada de decisão. Nesse sentido, aponta-se que *“[w]hen the economic gains result from changes in the combined use of assets of the previously separate firms, they are often called synergistic gains (2+2=5)”* (Thompson, 2010:11). Tais sinergias, ele continua, decorrem de: economias de escala, integração vertical, economias de *scope* e poder de mercado (2010:11). Ou, como aponta outro autor: *“[s]ynergy is the rather simplistic notion that the combination of two*

business creates greater value than if they are operated separately. The two basic types of synergy are operating and financial” (DePamphilis, 2012:5).

2.2. Eliminação de concorrentes

A livre concorrência está consagrada na Constituição, que estabelece, no art. 170, que “a ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) IV – livre concorrência (...)”. O Parágrafo único desse artigo determina que se assegure a todos o “livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”. O órgão do aparelho estatal que está incumbido de zelar pelo ditame constitucional é o CADE, que integra o SBDC. A função do SBDC não é impedir a realização de reorganizações que tenham como propósito a eliminação da concorrência, mas a defesa da própria concorrência. Assim, essa modelagem não impede – e nem poderia – a concentração de agentes, com ou sem eliminação de um ou alguns deles; mas dota a autarquia de instrumentos para prevenir ou reprimir condutas ou negócios prejudiciais ao mercado, à concorrência e ao mercado consumidor.

A eliminação pode decorrer de reorganização ou como consequência da própria ineficiência empresarial, inserindo-se num processo natural de eliminação dos mais fracos e incapazes de zelar pela própria sobrevivência.

A eliminação pela concorrência empresarial é tarefa árdua, ou mesmo improvável. Ocorre, é bem verdade, mas por uma conjunção de fatores, que não se imputa apenas à ação do eliminador. Em mercado com diversos concorrentes, é raro atribuir-se a eliminação de eventual agente a um ou outro concorrente, exceto mediante incorporação ou aquisição. Por isso que se somam fatores, uns endógenos, imputáveis, portanto, ao próprio eliminado, outros exógenos, provenientes de diversas origens¹¹³.

¹¹³Um caso recente e notório, de eliminação motivada por fatores internos, é o da Artur Andersen, tradicional e respeitada firma de auditoria, que sucumbiu a atos ilegais de empregados, cúmplices em atos fraudulentos e criminosos, voltados a ocultar a real situação financeira de determinada companhia. Mas não apenas na seara da

Veja-se, porém, sob outra ótica, não a do meio ambiente, que elimina os incapazes, mas da aniquilação, em que o motivo é a dominação. O verbo que talvez mais se conjugue no ambiente corporativo seja “crescer”. E o segundo, o verbo “lucrar”, formando o binômio ‘crescer-lucrar. É possível aumentar lucros sem crescimento, reduzindo-se custos. Mas esse movimento é limitado. A redução não pode ir além daqueles elementos excessivos, supérfluos, os quais, quando extirpados, não impactam a capacidade de geração de produtos ou serviços para atender a demanda contratada ou expectativa. De modo que, mesmo nos ambientes mais agressivos e sensíveis a custos, a escalada de lucros depende do crescimento.

O crescimento pode advir da conquista de novos mercados ou do avanço de mercados já explorados, abocanhando-se clientes antes insensíveis ou que consumiam produtos da concorrência. Trata-se de ação permanente, que tende a ser cíclica em função de acomodações. Acomodando-se, a companhia perde mercado; ao acordar reage na esperança de recuperar mercado, cliente, faturamento e lucratividade. A reorganização pode colocar fim a esse estado de coisas, conforme modelo contratado pelas partes envolvidas.

2.3. Captura de ativos ou conhecimentos únicos

As razões que motivam um negócio de reorganização nem sempre são aquelas que aparentam. Por trás da pretensa decisão de adquirir um concorrente e extirpá-lo do mercado pode haver motivos menos evidentes. A verdadeira intenção, quando o caso, é mantida em sigilo para evitar complexidades negociais, sobretudo se o alienante se der conta de que pode (i) barganhar com outros possíveis interessados, (ii) desenvolver novo negócio, sozinho ou associando-se com outrem ou (iii) aumentar o preço do negócio.

Quanto maior a utilidade de determinado ativo, isto é, quanto maior a possibilidade de gerar caixa, recursos líquidos, maior o seu valor. E é justamente da percepção de que determinado ativo não está sendo explorado no máximo de sua capacidade, ou de que pode se estender a outros negócios ou atividades, que surgem situações de arbitramento e realização de reorganizações.

patologia que se catalogam os insucessos empresariais. Sucessão mal planejada, obsolescência, equívoco estratégico e excesso de custos costumam dar causa à derrocada empresarial.

Quando a percepção é internalizada pelo titular do ativo, passa a ter maior valor intrínseco. As negociações recrudescem ou nela se incorporam novos pretendentes. Por outro lado, quando a percepção é única, ou seja, não havendo a sensibilidade do mercado a respeito da amplitude funcional, a melhor decisão a se tomar é o silêncio, e, durante a negociação, evitar lançar luz sobre aquele ponto. Nesse cenário, o negócio aparente faz sentido, econômica e empresarialmente. Sobre ele se estabelece um plano empresarial, que por si só há de rodar autonomamente; investem-se recursos, consolidam-se agentes. Mas é no negócio “indireto” que as oportunidades robustas se descortinam.

2.4. Acesso a mercados

O acesso a mercados costuma ser um dos motivos para realização de reorganizações. Esse acesso pode representar a ampliação de atuação dentro de uma determinada região ou de um país, ou a iniciativa de desbravar novos territórios, iniciando-se uma história empresarial a partir de alguma técnica de reorganização, permitindo o aproveitamento de estrutura, recursos e ativos já empregados naquele segmento. Esse movimento pode ocorrer sob quase qualquer forma, mediante negócios horizontais, verticais, de conglomeração ou sob a modalidade de investimento transitório. Com acesso a novo mercado, o empresário poderá oferecer seus produtos ou serviços a consumidores ou clientes que se somam à base anterior, antes distantes de sua área de atuação, aumentando a capacidade de geração de negócios, receitas e lucros. E, dependendo dos propósitos empresariais, contribuindo para implementação de processo de universalização (ou globalização) de sua identidade.

2.5. Acesso a governos

Em certa reorganização, que atingia cifras bilionárias, o controlador de um conglomerado regional se aventurava por campo minado: a aquisição de companhia altamente endividada, com questionável capacidade de aumento expressivo da geração pífia de caixa e que apresentava, ainda, uma série de passivos, de todas as naturezas, de complexa gestão. O adquirente, por outro lado, era sociedade empresária consolidada, integrante de conglomerado financeiramente sólido, com planos de crescimento seguros e que a manteria, sem grandes riscos, em posição de liderança regional. Não obstante esse cenário aparentemente ideal, decidiu empenhar-se na aquisição daquela companhia, que o próprio mercado dava como

fadada ao desaparecimento.

O objetivo por trás de movimento tão arriscado, jamais revelado, era o acesso ao governo. Como se tratasse de setor altamente regulado e relevante do ponto de vista econômico e político, a derrocada da companhia traria problemas ao governo, que se levariam, certamente, à mídia nacional. Essa exposição era indesejada. Por outro lado, o adquirente, atuando como “salvador da pátria”, uma espécie de *white knight*, passaria a gozar da confiança e da gratidão de governantes. E se habilitaria a realizar novos negócios – ou, ao menos, se beneficiaria da proximidade do Poder.

2.6. Planejamento tributário

Qualquer reorganização apresenta implicações tributárias, motivo pelo qual, como regra, se destaca um time multidisciplinar para analisar tais implicações e, eventualmente, alternativas. As consequências tributárias podem revelar a inviabilidade do ato ou, pior, após sua realização, (extremo) ônus a alguma parte envolvida. Mas essa realidade não é suficiente para concluir-se que toda reorganização tem uma finalidade tributária. Novamente, as consequências tributárias são relevantes e fundamentais, e podem, se mal manejadas, liquidar um movimento empresarial importante; mas, como regra, há alternativas, jurídicas, que recompõem as pretensões em seu senso. A pragmática confirma a existência de pressupostos maiores para o entretimento de reorganizações do que simplesmente a racionalização tributária.

2.6.1. Casos de negação da proposição exclusivista

(i) Caso Accor-Sinal. A Accor era um grupo que atuava no Brasil nos mercados de vales-benefício (mediante, especialmente, a marca Ticket), hotelaria (com marcas como Sofitel, Novotel, Mercure, Ibis e F1), agência de viagens (Wagons-Lits) e restauração coletiva (GR). De origem francesa, lá uma companhia aberta, com ações negociadas na bolsa de Paris, constituía, no Brasil, uma estrutura de capital que contava com outros sócios, de origem estrangeira e atuação internacional. Assim, o capital era distribuído entre Accor (50%), Brascan (40%) e Espírito Santo (10%). A relação entre os acionistas fora estabelecida em um acordo de acionistas, que regulava direito de preferência, *tag along*, e opções (*put* e *call*). Apesar de a relação ter-se sempre mantido em níveis cordiais – tanto que o acordo jamais foi

aberto com a finalidade de verificar-se a letra de certo artigo para forçar uma decisão ou preparar uma estratégia de ataque – a um certo momento, no ano de 2006, os sócios minoritários resolveram alienar suas participações.

Essa decisão levou a Accor a adquirir a participação oferecida, em um negócio cujo preço se desdobrava em parcela fixa, da ordem de R\$ 430 milhões, e parcela variável, condicionada à venda de uma controlada da Accor, podendo o preço final totalizar algo em torno de R\$ 600 milhões. Vale ressaltar que a decisão de vender a participação foi estratégica, provavelmente para que se arrecadassem recursos para emprego em outras atividades, mais alinhadas com os negócios operados diretamente pelos sócios alienantes; e, a partir dela – e como consequência – passaram os envolvidos e assessores a averiguar os impactos de diversas naturezas, inclusive tributários.

(ii) Caso Accor-Compass. Este é mais um caso motivado pela revisão da estratégia de negócios. Como apontado no exemplo anterior, a Accor, no Brasil, atuava em negócios variados, participando do capital de sociedades com vocações distintas. Algumas delas eram fruto de *joint ventures*, ou, em algum momento, receberam investimento de novos acionistas ou, em decorrência da alienação de parcela das ações detidas pela Accor, passaram a ser objeto de acordo de acionistas e administradas de modo compartilhado. Era o caso da GR, então maior operadora de restaurantes industriais do país. Seu capital era distribuído entre dois acionistas, a Accor e o Grupo Compass, de origem inglesa, cujas ações são negociadas na Bolsa de Londres. O relacionamento entre eles também fora pactuado em acordo. Como toda associação entre partes iguais, restringiam-se os movimentos bruscos, as tomadas de controle, ou saídas abruptas, e também se limitavam os investimentos não combinados.

O negócio principal da Compass, no mundo, era a restauração coletiva; da Accor, a hotelaria e os vales-benefício (*ticket*). Coincidentemente, a Compass, após ingresso no Brasil, justamente pela aquisição de 50% das ações de emissão da GR detidas pela Accor (e que motivou a celebração do acordo de acionistas), tinha interesse em consolidar sua participação e expandir-se no país. A Accor havia redefinido seus negócios prioritários e focaria naquelas duas atividades, o que lhe obrigaria a desfazer-se das demais participações “transversais”. Inclusive a GR.

No início de 2008, após semanas de negociação, conclui-se o negócio, da ordem de R\$ 300 milhões, resultando em uma sociedade controlada integralmente pela Compass. A Accor, por outro lado, encaixou recursos para investir em seus negócios prioritários, inclusive aquisições. Note-se que a decisão de ambos os partícipes decorria de estratégia empresarial. Tomada a decisão, que se ambientava num plano estratégico mundial, aplicável a todas as “subsidiárias”, passou-se a negociar, no caso do Brasil, não apenas o preço, como responsabilidades, indenizações e outras condições usuais nesse tipo de negócio. E, evidentemente, a estrutura e os aspectos tributários.

(iii) Caso Ambev. A Companhia de Bebidas das Américas – Ambev consolidou o mercado de cervejas e refrigerantes no Brasil, com negociações envolvendo a Cervejaria Brahma e a Companhia Antarctica Paulista Indústria Brasileira de Bebidas e Conexos, ambas constituídas no final do século XIX. Conforme indicação da própria companhia¹¹⁴, a Brahma “era uma companhia controlada pelos Senhores Jorge Paulo Lemann, Marcel Herrmann Telles e Carlos Alberto da Veiga Sicupira por meio de algumas companhias controladoras (o ‘Grupo Braco’), que detinham em conjunto uma participação votante de 55,1% na Brahma antes da operação Brahma-Antarctica. As ações remanescentes da Brahma eram negociadas publicamente”. Sua principal concorrente no Brasil, a Antarctica, era controlada “pela Fundação Zerenner, que detinha 88,1% da participação votante na Antarctica antes de a operação Brahma-Antarctica acontecer. As ações remanescentes da Antarctica eram negociadas publicamente”.

Apesar da secular rivalidade e da quase insuperável diferença cultural, os controladores de ambas as companhias decidiram, entre os anos de 1999 e 2000, entreter um negócio reorganizacional que modificaria, futuramente, o mercado mundial em que atuavam, com a constituição da Ambev. Com esse negócio, “a Ambev tornou-se titular de 55,1% das ações com direito a voto da Brahma e de 88,1% das ações votantes da Antarctica, enquanto o Grupo Braco e a Fundação Zerenner possuíam, respectivamente, 76% e 24% das ações votantes da Ambev”.

O negócio envolveu, ainda, uma troca de ações, em que “os acionistas minoritários da

¹¹⁴ Disponível em: http://ri.ambev.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=43349, acesso em 16 de novembro de 2014.

Antarctica (setembro de 1999) e da Brahma (setembro de 2000) trocaram suas ações da Antarctica e da Brahma por ações da Ambev, fazendo com que ambas as companhias se tornassem subsidiárias integrais da Ambev”.

Um negócio dessa magnitude, que une companhias rivais, com empreendimentos que, juntos, consolidam participação local e formam uma empresa sólida, capaz de competir e avançar globalmente – como de fato ocorreu, com a Inbev-Ambev¹¹⁵ e, posteriormente, com a Anheuser-Busch InBev –, não se pauta apenas na economia ou em pressupostos tributários. Este é, sim, mais um elemento que se considera e que, eventualmente, pode ainda revelar-se um obstáculo intransponível para realização de reorganização ou motivo de ganhos extraordinários. Porém, de modo reflexivo, e não como causa da reorganização.

2.7. A economia tributária como finalidade

Listaram-se, anteriormente, motivos para realização de negócios envolvendo reorganização. Em todos eles, havia um propósito, societário, negocial ou empresarial, norteando o acordo de vontades. Mas há, é bem verdade, situações em que a reorganização é arquitetada para que se atinja uma situação tributária mais eficiente. Os fatores empresarial e societário se colocam em segundo plano, como coadjuvantes, que são levados a uma cena construída para que outro ator a protagonize. Nesses movimentos, brotam três preocupações: num plano, a não configuração da hipótese de incidência de norma tributária; noutro, a preservação da atividade empresarial; e, por fim, a manutenção dos poderes de controle societário e empresarial.

Nessas situações, os movimentos de reorganização não pretendem afetar a organização empresarial ou o poder de controle. Em relação àquela estrutura, a empresa, tal qual

¹¹⁵ Veja-se, a propósito, o que diz o sítio eletrônico da companhia a respeito desse negócio: “Em agosto de 2004, a Ambev e a Interbrew (como era à época denominada), uma cervejaria belga, concluíram uma combinação de negócios que envolveu a incorporação de uma controladora indireta da Labatt, uma das cervejarias líderes do Canadá, na Ambev. Ao mesmo tempo, os acionistas controladores da Ambev concluíram a conferência de todas as ações de uma controladora indireta que detinha participação representativa de controle na Ambev para a Interbrew em troca de ações recém-emitidas da Interbrew. Após essa operação, a Interbrew alterou sua denominação social para InBev (e, desde 2008, para A-B InBev) e tornou-se a acionista majoritária da Ambev por meio de subsidiárias e controladoras. As ‘operações InBev-Ambev’ consistiram em duas operações negociadas simultaneamente: (i) na primeira operação, o Grupo Braco trocou suas ações na Ambev por ações na Interbrew S.A./N.V. (‘Interbrew’); e (ii) na segunda operação, a Ambev emitiu ações para a Interbrew em troca de uma participação de 100% da Interbrew na Labatt”. Disponível em: http://ri.ambev.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=43349, acesso em 16 de novembro de 2014.

organizada, é preservada substancialmente – ou sem qualquer grande modificação. Mantém-se a forma organizativa dos elementos de empresa e de seu emprego, sendo imperceptível, tanto nas relações internas como nas externas, alguma mudança. Do ponto de vista interno, preservam-se as relações entre “empresário e os seus colaboradores dirigentes, funcionários, operários” que “não são de fato, simplesmente, uma pluralidade de pessoas ligadas entre si por uma soma de relações individuais de trabalho, com fim individual; mas formam um núcleo social organizado, em função de um fim econômico comum, no qual se fundem os fins individuais do empresário e dos singulares colaboradores: a obtenção do melhor resultado econômico, na produção”¹¹⁶.

Ao lado das relações internas, há aquelas que se caracterizam pelo exercício da atividade empresarial, que “dá lugar à formação de um complexo de relações jurídicas que tem por centro o empresário (direito sobre os bens de que o empresário serve-se, relações com os empregados, como os fornecedores de mercadorias e capitais, com a clientela)” (Asquini, 1943:122). Nesse contexto também inexiste uma modificação dessas relações, exceto, eventualmente, uma: o titular dos direitos (e obrigações). Não há, aí, uma incoerência lógica no raciocínio, pelo fato da modificação de titularidade. O que se pratica é um ato formal, e não material.

Com efeito, trata-se apenas de uma modificação formal – quando ela realmente se opera –, de maneira que o sujeito de determinada relação é substituído por outro, seja por cessão ou sucessão, especialmente mediante incorporação, para que, com esse ato, o beneficiário final aufera algum tipo de vantagem. Nessas reorganizações, o poder societário final resta inabalado. A pessoa ou grupo de pessoas que detinha a maioria dos direitos de sócios que lhe permitia preponderar em reuniões ou assembleias continua, direta ou indiretamente, cumprindo essa posição (controle societário), resguardando, assim, o poder de indicar a maioria dos administradores, e, na forma do art. 116 da Lei 6.404/76, orientar o funcionamento empresarial.

Eventual mudança de titularidade, por exemplo, em que uma sociedade empresária incorpora

¹¹⁶ Trata-se, portanto, do perfil corporativo da empresa, que a enxerga como instituição. Cf., tanto essa assertiva como os trechos mencionados, Asquini (1943:122).

outra, sucedendo-a em todos os seus direitos e obrigações, mas, ao final, não se modificam os poderes societário e empresarial, configura uma possível reorganização com finalidade exclusiva de obtenção de vantagem econômica por intermédio da redução de tributos. Assim, por exemplo, A e B são acionistas de C; C controla D, detendo 99,99% das ações em que se divide seu capital (sendo que as ações remanescentes são detidas por A). Por razões tributárias, que não importam, C incorpora D, ou D a C, eliminando-se a sociedade que se interpunha entre A e B, e D. Imagine-se, agora, movimento contrário, em que A e B, detendo a totalidade das ações de emissão de C, decidem, pelos mesmos motivos, criar uma ou duas sociedades entre eles e C. Os passos seriam os seguintes: primeiro, A e B constituem a sociedade X e integralizam capital com ações de C¹¹⁷, de maneira que perdem suas participações em C em troca de participações em X, a qual, por sua vez, passa a deter a totalidade das ações de C. Ato contínuo, A e B constituem nova sociedade empresária, Y, e integralizam seu capital com ações de X, operando nova substituição de ativos em seus patrimônios, mediante o perdimento de ações X em troca de ações de Y. Resultando em uma estrutura de participação em Y, que controla X que controla C.

Aliás, o distanciamento de A e B, de C, poderia ter se verificado não pela constituição de Y, por ambos, mas pela constituição de Y por X. O que se verificaria se X houvesse deliberado a constituição de nova sociedade e integralizado o capital subscrito com ações de C.

Ao final, como se nota, o controle societário, direto ou indireto, de C ou D, ou de X e Y, continua a ser exercido por A e B; e os administradores de todas as sociedades direta ou indiretamente controladas, indicados por eles. Daí ter-se falado que eventuais modificações das relações, internas ou externas, mesmo que sujeitos se substituam, podem, eventualmente, ser irrelevantes para efeitos de cumprimento de obrigações, notadamente quando o obrigado original permanece solidariamente responsável.

2.7.1. Legalidade da reorganização societária com finalidade tributária

As reorganizações se fundam em diversos objetivos, eventualmente algum de natureza tributária. Assim, existem movimentos que são impulsionados pela ou para que se atinja uma posição que implicará uma economia de tributos. Mesmo quando o aspecto tributário não é o

¹¹⁷ No caso de integralização com bens, deve-se observar o disposto no art. 8º da Lei 6.404/76.

motivador da reorganização, será, sempre, um aspecto crucial e, dependendo de seus impactos, responsável por uma estruturação mal ou bem-sucedida. Resta avaliar se a reorganização com finalidade meramente tributária configura um negócio legal ou ilegal. Não se aprofunda, por razões metodológicas, no tema, que merece, por si só, uma – ou várias – teses, como de fato sobre ele existem. Aliás, no campo do direito tributário, a discussão é profícua, por vezes azeda e ideológica. Entrar nessa seara, além de arriscado, representaria um desvio, talvez irreversível. De modo que se optou pelo enfrentamento sob o prisma puramente do direito societário (com algumas incursões, pouco pretensiosas, no direito tributário)¹¹⁸.

No direito societário, a busca à resposta parte do art. 136 da Lei 6.404/76, que assim impõe¹¹⁹: “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...) IV – fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; V – participação em grupo de sociedades (art. 265); VI – mudança do objeto da companhia; (...) IX – cisão da companhia (...)”. Também se destaca, para abordagem do tema, o art. 279 da mesma lei, inserido no capítulo que versa sobre consórcio: “Art. 279. O consórcio será constituído mediante contrato aprovado pelo órgão da sociedade competente para autorizar a alienação de bens do ativo não circulante (...)”.

O art. 136 trata tanto da companhia aberta quanto da fechada. Nele se estabelece um quórum mínimo, mesmo que seja outra a vontade da maioria ou da totalidade dos acionistas. Não se atingindo aquele percentual, a matéria não pode ser aprovada. Porém, não se trata da motivação do ato a deliberar ou deliberado. É evidente que esse artigo não é o único que informa a situação. Integrando um sistema harmônico e coerente, haverá de se compor com outros, que estipulam normas igualmente relevantes para efeito de análise de mérito e apuração de responsabilidades, a exemplo dos arts. 116 e 117, no tocante aos deveres e responsabilidades de acionistas controladores.

¹¹⁸ Sobre o tema: “[q]uando se opera a incorporação de uma sociedade por outra, mesmo que o principal motivo seja a redução de carga tributária, não se está simulando nada; pelo contrário, está-se afirmando, com todas as letras (é o que propomos), que a operação ocorre de modo a alcançar maior competitividade e eficiência”. Fatores esses que seriam motivos empresariais legítimos a justificar a reorganização (Castro, 2005:256).

¹¹⁹ E, também, do art. 1.071 do CCB. Mas optou-se pela abordagem exclusiva da Lei 6.404/76, pois a lógica e as conclusões são idênticas.

De todo modo, o negócio inserido em reorganização que tenha como objetivo finalístico a economia tributária não encontra, na legislação societária, um óbice. Óbices, se existentes – e existem – são cultivados no campo do direito tributário. A mesma conclusão se aplica aos negócios cuja aprovação não esteja a cargo de acionistas, mas de órgão da administração, como costuma ser a deliberação para constituição de consórcio (cf. art. 279 da Lei 6.404/76). Determina-se, aqui, a realização de ato prévio, autorizador (ou posterior, ratificador), de realização do ato, visando à associação para execução de determinado empreendimento. Isso, e apenas isso que se delibera. Se a resultante será, ademais, uma economia tributária, tal fato não é fundamental ou impeditivo da aprovação.

De maneira que, sob a lente do direito societário, a reorganização societária, motivada pela economia tributária, não encontra obstáculo legal – o que, novamente, não implica não deva ser precedida, eventualmente, de aprovação por parte de órgão de administração ou de sócios.

2.7.2. A incorporação reversa

Os tributaristas há muito se debruçam sobre as chamadas incorporações reversas, que são negócios de reorganização que invertem a lógica econômica dos agentes envolvidos. Em outras palavras, caracterizam-se pela incorporação de sociedade controladora ou investidora, pela controlada ou investida. A inversão da lógica dá-se justamente pelo desaparecimento do empresário que se colocava, até então, num nível diferenciado, superior em uma linha societária vertical, daquela que, ao final, incorpora.

Talvez não seja apropriado referir-se, necessariamente, à incorporação do mais forte pelo mais fraco, pois, na prática, pode uma controlada ou investida ser mais relevante, econômica ou patrimonialmente, do que sua controladora, sobretudo se o patrimônio da controladora se restringir ao investimento, não totalitário, na incorporada.

Apesar dessa real possibilidade, é intuitiva a adoção de premissa de que a controladora seja mais forte do que a controlada ou, ao menos, sobre ela exerça influência irresistível; inclusive, nas hipóteses em que isso não se confirme. Fato é que a controladora se posiciona em um nível superior, pois participa da assembleia ou reunião da controlada, exercendo sobre ela controle societário e, normalmente, empresarial. Assim, se não o mais forte, certamente o superior,

intuitivamente, é quem praticaria atos visando ao desaparecimento do mais fraco ou inferior. Na incorporação reversa ocorre o contrário, ou o reverso; daí a designação. São dois, especialmente, os motivos para realização de uma incorporação reversa. O primeiro, em grau de importância, é tributário.

Do ponto de vista patrimonial, tanto a incorporação da controlada pela controladora, como desta pela outra, resultarão nas mesmas participações aos sócios das sociedades. Sendo ambos os patrimônios avaliados pelo mesmo critério, e se concluindo que, por exemplo, os valores são idênticos, valendo cada uma R\$ 1 bilhão, a soma dos patrimônios será R\$ 2 bilhões, independentemente de quem seja o incorporado ou incorporador. Se cada sociedade tiver dois sócios, com participações iguais, os quatro sócios chegarão ao final com participação, na sociedade incorporadora, equivalente a 25% da totalidade das ações.

A mesma lógica vale para negócios entre sociedades com patrimônios desiguais: o resultado da soma dos patrimônios não se modifica em função de quem incorpora ou é incorporado; apenas que uma desaparece pelo “canibalismo” da outra.

Apesar desse resultado, costuma-se impor a extinção da sociedade mais forte ou hierarquicamente superior apenas quando houver uma justificativa realmente substancial. Adianta-se que marcas ou atividades empresariais não são, como regra, essas justificativas, porque, ao incorporá-las ao seu patrimônio, a incorporadora poderá adotá-las e exercê-las sem solução de continuidade. Essa justificativa costuma ser de natureza tributária.

Portanto, a estruturação do negócio ocorre com objetivo de melhor posicionamento do contribuinte de modo a afastar a hipótese de incidência da norma tributária ou a permitir alguma redução de mesma natureza, por exemplo, mediante aproveitamento de prejuízo fiscal. Um dos motivos clássicos de adoção de incorporação reversa decorre da impossibilidade de transferência, para incorporadora, do prejuízo fiscal registrado na incorporada. Neste sentido, o art. 514 e seu Parágrafo único, do RIR: “Art. 514. A pessoa jurídica sucessora por incorporação, fusão ou cisão não poderá compensar prejuízos fiscais da sucedida (Decreto-Lei n. 2.341, de 1987, art. 33). Parágrafo único. No caso de cisão parcial, a pessoa jurídica cindida poderá compensar os seus próprios prejuízos, proporcionalmente à parcela remanescente do patrimônio líquido (Decreto-Lei nº 2.341, de 1987, art. 33, Parágrafo único)” (grifou-se).

A manutenção de prejuízo fiscal tem relevo e interesse econômico pelo fato de permitir a compensação com o lucro líquido, na forma do art. 510 do RIR¹²⁰. Se a incorporação da sociedade com prejuízo implica a perda desse prejuízo, anulando o efeito indicado no parágrafo anterior, a solução óbvia para preservação dessa possibilidade é a incorporação reversa. Praticando-a, o prejuízo resta intocado, e o lucro auferido e transferido comportará a compensação daquele prejuízo, na forma da lei. Aí está a motivação, que foi admitida e reconhecida em caso expressivo, decidido pelo então Conselho de Contribuintes, que assim o ementou:

Ementa – IRPJ – INCORPORAÇÃO ÀS AVESSAS – GLOSA DE PREJUÍZOS – IMPROCEDÊNCIA – A denominada “incorporação às avessas”, não proibida pelo ordenamento, realizada entre empresas operativas e que sempre estiveram sob controle comum, não pode ser tipificada como operação simulada ou abusiva, mormente quando, a par da inegável intenção de não perda de prejuízos fiscais acumulados, teve por escopo a busca de melhor eficiência das operações entre ambas praticadas.¹²¹

2.7.3. Incorporação de controladora motivada pelo ágio

O ágio, em linhas gerais, é a diferença entre o valor de determinado ativo e o preço que se paga por ele. Ou, como indica o art. 385, II, do RIR: a diferença entre o custo de aquisição do investimento e o valor de patrimônio líquido na época da aquisição¹²².

¹²⁰ “Art. 510. O prejuízo fiscal apurado a partir do encerramento do ano-calendário de 1995 poderá ser compensado, cumulativamente com os prejuízos fiscais apurados até 31 de dezembro de 1994, com o lucro líquido ajustado pelas adições e exclusões previstas neste Decreto, observado o limite máximo, para compensação, de trinta por cento do referido lucro líquido ajustado (Lei n. 9.065, de 1995, art. 15).”

¹²¹ Recurso n. 137.256, da Sétima Câmara do Conselho de Contribuintes.

¹²² “Art. 385. O contribuinte que avaliar investimento em sociedade coligada ou controlada pelo valor de patrimônio líquido deverá, por ocasião da aquisição da participação, desdobrar o custo de aquisição em (Decreto-Lei n.º 1.598, de 1977, art. 20): I - valor de patrimônio líquido na época da aquisição, determinado de acordo com o disposto no artigo seguinte; e II - ágio ou deságio na aquisição, que será a diferença entre o custo de aquisição do investimento e o valor de que trata o inciso anterior. § 1º O valor de patrimônio líquido e o ágio ou deságio serão registrados em subcontas distintas do custo de aquisição do investimento (Decreto-Lei n.º 1.598, de 1977, art. 20, §1º). §2º O lançamento do ágio ou deságio deverá indicar, dentre os seguintes, seu fundamento econômico (Decreto-Lei n.º 1.598, de 1977, art. 20, §2º): I - valor de mercado de bens do ativo da coligada ou controlada superior ou inferior ao custo registrado na sua contabilidade; II - valor de rentabilidade da coligada ou controlada, com base em previsão dos resultados nos exercícios futuros; III - fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas. §3º O lançamento com os fundamentos de que tratam os incisos I e II do parágrafo anterior deverá ser baseado em demonstração que o contribuinte arquivará como comprovante da escrituração (Decreto-Lei n.º 1.598, de 1977, art. 20, § 3º).” (grifou-se)

Apurado o ágio, o contribuinte poderá, de acordo com o art. 386 do próprio RIR, “amortizar o valor do ágio cujo fundamento seja o de que trata o inciso II do §2º do artigo anterior, nos balanços correspondentes à apuração de lucro real, levantados posteriormente à incorporação, fusão ou cisão, à razão de um sessenta avos, no máximo, para cada mês do período de apuração”. E o gatilho desse dispositivo é, justamente, a absorção em virtude de incorporação, fusão ou cisão, pela pessoa jurídica, de patrimônio de outra, na qual detiver participação societária adquirida com ágio ou deságio.

Por essa previsão que se costuma arquitetar negócios com a seguinte estrutura: A constitui a sociedade empresária B, subscrevendo e integralizando capital equivalente ao preço da aquisição de ações de C, que B realizará de, por exemplo, 100 milhões. Posteriormente, B adquire 100% das ações de C pelos mesmos 100 milhões. O patrimônio líquido de C é de 40 milhões, apurando-se um ágio de 60 milhões, desdobrando-se o preço, na contabilidade, conforme determinação do art. 385 do RIR. Por fim, C incorpora B, sucedendo-lhe em todos os seus direitos e obrigações; negócio que autoriza C a amortizar o valor do ágio apurado por B, que se lhe transmite, gerando uma economia tributária expressiva, pois o ágio será amortizado e lançado como despesa, à razão de, no máximo, 1/60 avos mensais¹²³⁻¹²⁴.

¹²³ A ICVM nº 319, de 03 de dezembro de 1999, estabelece, a respeito do ágio, que: “DO TRATAMENTO CONTÁBIL DO ÁGIO E DO DESÁGIO. Art. 6º O montante do ágio ou do deságio, conforme o caso, resultante da aquisição do controle da companhia aberta que vier a incorporar sua controladora será contabilizado, na incorporadora, da seguinte forma: I - nas contas representativas dos bens que lhes deram origem – quando o fundamento econômico tiver sido a diferença entre o valor de mercado dos bens e o seu valor contábil (Instrução CVM nº 247/96, art. 14, § 1º); II - em conta específica do ativo imobilizado (ágio) – quando o fundamento econômico tiver sido a aquisição do direito de exploração, concessão ou permissão delegadas pelo Poder Público (Instrução CVM nº 247/96, art. 14, § 2º, alínea b); e III - em conta específica do ativo diferido (ágio) ou em conta específica de resultado de exercício futuro (deságio) – quando o fundamento econômico tiver sido a expectativa de resultado futuro (Instrução CVM nº 247/96, art. 14, § 2º, alínea a). §1º O registro do ágio referido no inciso I deste artigo terá como contrapartida reserva especial de ágio na incorporação, constante do patrimônio líquido, devendo a companhia observar, relativamente aos registros referidos nos incisos II e III, o seguinte tratamento: a) constituir provisão, na incorporada, no mínimo, no montante da diferença entre o valor do ágio e do benefício fiscal decorrente da sua amortização, que será apresentada como redução da conta em que o ágio foi registrado; b) registrar o valor líquido (ágio menos provisão) em contrapartida da conta de reserva referida neste parágrafo; c) reverter a provisão referida na letra “a” acima para o resultado do período, proporcionalmente à amortização do ágio; e d) apresentar, para fins de divulgação das demonstrações contábeis, o valor líquido referido na letra “a” no ativo circulante e/ou realizável a longo prazo, conforme a expectativa da sua realização. §2º A reserva referida no parágrafo anterior somente poderá ser incorporada ao capital social na medida da amortização do ágio que lhe deu origem, em proveito de todos os acionistas, excetuado o disposto no art. 7º desta Instrução. §3º Após a incorporação, o ágio ou o deságio continuará sendo amortizado observando-se, no que couber, as disposições das Instruções CVM nº 247, de 27 de março de 1996, e nº 285, de 31 de julho de 1998. Art. 7º O protocolo de incorporação de controladora por companhia aberta controlada poderá prever que, nos casos em que a companhia

2.7.4. Notas finais a respeito da reorganização com finalidade tributária e o art. 2º da Lei 6.404/76

Vimos passando por diversas situações que motivam uma reorganização, até culminar naquela em que a forma é meio para que se alcance o verdadeiro objetivo, qual seja, uma economia decorrente da redução ou não incidência de tributo. Passando ao largo da discussão a respeito da legalidade (sob a perspectiva do direito tributário), a sociedade empresária é, por definição, motivada pelo lucro. Essa máxima está estampada logo no art. 2º da Lei 6.404/76: “[p]ode ser objeto da companhia qualquer empresa com fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes”.

Os administradores devem conduzir a empresa pelo caminho que ofereça à sociedade e, conseqüentemente, aos sócios, os maiores e melhores resultados. Se esse caminho é admitido pelo sistema, então é aceitável, social e juridicamente. Mesmo que pautado pela economia tributária. Porém, resumir as reorganizações a instrumentos de planejamento tributário é ignorar a importância da empresa para a economia. Suas complexidades, os jogos de poder e dominação de mercados, o controle de matérias primas, de meios de produção e de tecnologia, ou mesmo da mente humana, prevalecem, na maioria dos casos, àquele aspecto. De modo que o caminho ao lucro se pavimenta pela eficiência empresarial, em primeiro lugar.

2.8. Interesses pessoais

Refere-se, especialmente, aos interesses de dois grupos: de sócios ou de administradores. As reorganizações ocorrem menos por uma necessidade ou oportunidade para a sociedade, e mais, sobretudo, para atender interesse, normalmente não explicitado, de sócio controlador ou de administrador.

vier a auferir benefício fiscal, em decorrência da amortização do ágio referido no inciso III do art. 6º desta Instrução, a parcela da reserva especial de ágio na incorporação correspondente a tal benefício poderá ser objeto de capitalização em proveito do acionista controlador. §1º Na hipótese prevista no caput deste artigo, observado o disposto no art. 170 da Lei nº 6.404/76, será sempre assegurado aos demais acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao controlador. §2º A capitalização da parcela da reserva especial referida no caput deste artigo, correspondente ao benefício fiscal, somente poderá ser realizada ao término de cada exercício social e na medida em que esse benefício represente uma efetiva diminuição dos tributos pagos pela companhia. Art. 8º A companhia deverá efetuar e divulgar, ao término de cada exercício social, análise sobre a recuperação do valor do ágio, ainda que registrado na forma dos incisos II e III do art. 6º desta Instrução, a fim de que sejam: a) registradas as perdas de valor do capital aplicado quando evidenciado que não haverá resultados suficientes para recuperação desse valor; ou b) revisados e ajustados os critérios utilizados para a determinação da sua vida útil econômica e para o cálculo e prazo da sua amortização”.

¹²⁴V., também, o Pronunciamento Técnico CPC 32, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

Nas companhias sujeitas a controle majoritário ou minoritário, é improvável que o interesse satisfeito seja o do administrador, exceto se se confundir com o próprio controlador ou sócio integrante de bloco de controle. Eventual situação patológica de realização de reorganização para satisfação de interesse estranho ao da sociedade costuma ser concebida e provocada pelo sócio controlador, com a finalidade de extrair algum ganho pessoal, aparente ou não (geralmente, não).

As oportunidades que beneficiam administradores costumam ocorrer em companhias com intensa dispersão e sem controle definido, de modo que tais agentes propõem reorganizações à assembleia, pedem procuração a acionistas e, representando-os, aprovam o negócio que, de algum modo, implica e satisfaz interesse pessoal.

Importa anotar, por fim, que esses interesses não necessariamente indicam a extração de algum benefício econômico. Reorganizações podem ocorrer para que sócio ou administrador se beneficie política ou socialmente, passando a ter acesso a situações, ambientes ou pessoas que lhe interessem ou que lhe possam trazer alguma vantagem específica.

2.9. Troca de administração ineficiente

A percepção de que a administração de determinada companhia não esteja atuando de modo a gerar riquezas adequadas aos acionistas pode motivar a realização da reorganização. Por trás dessa decisão revela-se o entendimento de que, por exemplo, adquirindo-se o controle societário e se indicando diretores capazes de impor um novo modelo administrativo, fará com que se diminuam custos, aumentem-se lucros e se incremente o valor do investimento. Tais movimentos ocorrem em companhias abertas, sujeitas a controle minoritário ou sem controlador societário definido.

A literatura norte-americana costuma desmembrar as ineficiências administrativas em falta de (i) competência ou comprometimento (*misfeasance*); e de (ii) boa-fé para com a sociedade e sócios (*malfeasance*). O primeiro tipo de ineficiência pode ser reparado “*if managers worked harder, were smarter, or were careful*”, caso em que “*they would earn more money for shareholders*”. O segundo tipo de ineficiência é verificado pelo fato de os administradores “*cheat the corporation or lavish perks on themselves*” (Bainbridge, 2003:47).

A possibilidade e a efetividade de substituição de administração ineficiente dependerão da modalidade de reorganização e das características do negócio realizado. A substituição não se justifica, por exemplo, no âmbito de reorganização empresarial, pois, nesta modalidade, preserva-se a estrutura societária de todos os agentes nela envolvidos. Assim, não há motivação ou legitimidade jurídica para substituição da administração, pois inexistente intersecção ou modificação da malha societária. Da mesma forma, as reorganizações associativas propiciam o surgimento de nova sociedade a ser administrada conforme termos negociados previamente e que, por isso, sejam aceitáveis aos partícipes.

Outra sorte se destina às reorganizações societárias. Pegue-se, apenas como exemplo, a aquisição de controle. Ao tornar-se titular da maioria dos direitos de sócios, os adquirentes poderão eleger a maioria dos membros da administração (conselho, se existente, ou diretoria, se aquele inexistir), e usar seu poder para orientar a estratégia e negócios da sociedade. Como o direito brasileiro não estabelece regras de preservação de mandato até o seu decurso, podendo ocorrer a qualquer tempo, basta que o adquirente convoque a assembleia para deliberar sobre a destituição e eleição de administradores para que a troca se realize. Com esse expediente poderá criar o modelo necessário para que o controle empresarial se concentre em órgão alinhado com os seus interesses e que, conforme sua percepção, atue de modo mais eficiente.

A partir dessas mudanças, imprime-se uma nova forma administrativa, conforme critérios estabelecidos pelo controlador. Inclusive, a dispensa de empregados não alinhados, que tenham agido de modo a impedir a realização da reorganização ou que representam o antigo modelo.

2.10. Negócios com parte relacionada

Inicialmente, conceitua-se parte relacionada extraindo o conceito da Deliberação CVM n. 560, de 11 de dezembro de 2008, que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata justamente das Divulgações sobre Partes Relacionadas. O conceito é o seguinte:

Parte relacionada é a parte que está relacionada com a entidade: (a) direta ou indiretamente por meio de um ou mais intermediários, quando a parte: (i) controlar, for controlada por, ou estiver sob o controle comum da entidade (isso inclui controladoras ou controladas); (ii) tiver interesse na entidade que lhe confira influência significativa sobre a entidade; ou (iii) tiver controle conjunto sobre a entidade; (b) se for coligada da entidade; (c) se for *joint venture* (empreendimento conjunto) em que a entidade seja um investidor; (d) se for membro do pessoal-chave da administração da entidade ou de sua controladora; (e) se for membro próximo da família ou de qualquer pessoa referido nas alíneas (a) ou (d); (f) se for entidade controlada, controlada em conjunto ou significativamente influenciada por, ou em que o poder de voto significativo nessa entidade reside em, direta ou indiretamente, qualquer pessoa referida nas alíneas (d) ou (e); ou (g) se for plano de benefícios pós-emprego para benefício dos empregados da entidade, ou de qualquer entidade que seja parte relacionada dessa entidade.

E por negócio com parte relacionada entende-se a “transferência de recursos, serviços ou obrigações entre partes relacionadas, independentemente de haver ou não um valor alocado à transação”. Tais negócios não são, por definição, ilegais ou inapropriados à sociedade. Mas requerem procedimentos acautelatórios, de modo a confirmar que não se realize em benefício de sócio ou da parte relacionada, e em prejuízo à sociedade. E, ainda, comunicado aos sócios, para que conheçam do negócio e de suas condições.

No caso de companhias abertas, há canais pelos quais a companhia deve revelar a existência de negócios com parte relacionada, a exemplo do formulário de referência, instituído pela ICVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009, que determina que se informe, no item 16 do Anexo 24, dentre outras características, a relação de negócios celebrados nos três últimos exercícios sociais ou que estejam em vigor, nome das partes, relação das partes com a companhia, data do negócio, objeto do contrato, a posição da companhia (se credora ou devedora) e montante envolvido.

Ademais, a contratação com parte relacionada costuma depender da aprovação do conselho de administração ou da assembleia. Havendo acordo de sócios, o tema, geralmente, é nele tratado, conforme peculiaridades do negócio.

A reorganização pode ter como motivo, implícito ou explícito, a realização futura de negócios entre o adquirente, ou parte relacionada, e a sociedade. Ocorrendo em bases comutativas e

conforme condições de mercado, não haveria, em princípio, motivo para reclamação por parte de sócios minoritários. E mesmo partindo de bases não patológicas, o adquirente, com tais negócios, obteria novos negócios que justificariam o investimento societário. Aliás, não apenas societário, como de qualquer natureza.

Ou seja, a reorganização se justifica pelo acesso a negócios originados pela sociedade investida, os quais passam a ser dirigidos à parte relacionada, pelo poder que lhe exerce, por via legal ou contratual. Afastam-se, assim, pretendentes ou concorrentes, permitindo-se projeção de fluxos financeiros decorrentes dos contratos que se estabelecerão. Fluxos estes, aliás, que poderão ser projetados pelo fato de conhecerem-se as demandas futuras pela relação estabelecida a partir da reorganização.

2.10.1. Caso Usiminas

Dizia-se que o controle da Usiminas era compartilhado por (i) VBC Energia S.A. e Votorantim Industrial S.A. (Grupo VC), (ii) Nippon Steel Corporation, Nippon Usiminas Co. Ltd., Metal One Corporation e Mitsubishi Corporation do Brasil S.A. (Grupo Nippon) e (iii) Caixa dos Empregados da Usiminas (Caixa). Em 2011, o Grupo VC se comprometeu a alienar a totalidade de sua participação, e a Caixa, parte de suas ações, ao “Grupo Ternium”. Celebrar-se-ia, então, uma série de instrumentos, dentre eles um contrato de compra e venda de ações e um acordo de acionistas, que revogava acordo anterior. Esses fatos foram divulgados pela Usiminas, em fato relevante do dia 28 de novembro de 2011. Em 1º de dezembro do mesmo ano, a CVM oficiou a companhia para que se manifestasse sobre a incidência do art. 254-A. Tanto a companhia como os adquirentes, posteriormente notificados, rejeitaram a incidência da norma. Dentre os argumentos apresentados, os de que (i) as ações objeto das compras e vendas não confeririam ao adquirente o poder de controle societário, (ii) o poder de controle era detido por um bloco, (iii) o vendedor não era proprietário de participação majoritária dentro do bloco, (iv) o vendedor se sujeitava, conforme o acordo de acionistas existente, a regra de consenso na formação de decisões do bloco e (v) novo acordo atribuiria aos compradores mesmos direitos, deveres, ônus e sujeições dos vendedores. A área técnica conclui pela não incidência da norma, não sendo necessária, portanto, a realização de

OPA, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76. Em consequência, o processo foi arquivado¹²⁵. Inconformado, certo acionista da Companhia ajuizou ação contra o adquirente, com objetivo de impor-lhe (i) a realização de OPA ou (ii) a aquisição de suas ações por 80% do preço de aquisição das ações dos acionistas que realizaram a reorganização e (iii) indenizar o autor por todas ações por ele alienadas por preço inferior ao que teria direito no caso de reconhecimento de OPA.

No segundo semestre de 2014, por ocasião da publicidade de divergências entre os Grupos VC e Nippon, amplamente divulgadas pelas partes e pela imprensa especializada, CSN apresenta nova representação, alegando que à época do negócio os compradores omitiram informações que confirmariam a ocorrência de alienação de controle e, consequentemente, a obrigatoriedade de realização da OPA. Nessa representação é demonstrada a existência de um emaranhado de arranjos e sistema de compensações, indicativos de que o Grupo Nippon passaria à posição de subordinação dentro do bloco, obtendo, em contrapartida, a prerrogativa de majorar de modo acentuado seus negócios, ou de negócios envolvendo companhias em que detinha participação, com Usiminas. Essas alegações foram levadas à CVM, de modo detalhado, pela CSN, que insiste na realização da OPA.

Os volumes de negócios entre a Usiminas e o Grupo Nippon e companhias nas quais detêm participação são expressivos. Os gráficos abaixo, extraídos da mencionada representação, que se baseiam em informações públicas, contidas nos formulários de referência da Usiminas, são elucidativos:

Antes do negócio:

Ano	Montante de negócios entre USIMINAS e empresas do Grupo NSC (Cf. informado nos Formulários de Referência)	Montante de negócios entre USIMINAS e empresas com participação do Grupo NSC (Cf. informado nos Formulários de Referência)
2010	R\$ 1.884.885.000,00	R\$ 2.018.069.000,00
2011	R\$ 1.414.285.495,55	R\$ 4.359.455.257,69

Após o negócio:

¹²⁵ Processo RJ-2011-13706.

Ano	Montante de negócios entre USIMINAS e empresas do Grupo NSC (Cf. informado nos Formulários de Referência)	Montante de negócios entre USIMINAS e empresas com participação do Grupo NSC (Cf. informado nos Formulários de Referência)
2012	R\$ 2.168.592.878,83	R\$ 11.724.374.946,47
2013	R\$ 3.708.365.612,26	R\$ 15.157.589.585,57
2014	R\$ 2.883.969.076,35	R\$ 19.185.527.618,81

Independentemente do desfecho, em âmbito judicial ou perante a autarquia, fato é, indisputável, que a reorganização permitiu o incremento de negócios com parte relacionada. Se esse incremento é causa ou consequência não importa para fins exclusivos deste estudo. Sempre poderá haver, como motivador imediato ou mediato de reorganizações, a realização desses negócios com partes relacionadas.

3. Motivos para fracasso da reorganização

Transcreveu-se, no item 2.1, do Capítulo IV, que trata de sinergias, passagem que associava essa expressão ao estado de coisas que permite a obtenção de ganhos de eficiência decorrentes da união de estruturas, mal ou subaproveitadas, de maneira que, com a integração, se poderiam extrair benefícios superiores àqueles decorrentes de simples soma aritmética. Daí a sugestão de que, em uma reorganização com ganhos sinérgicos, a conta se apresenta com as seguintes características: $2+2=5$ (ou resultante ainda maior). Pois essa ilógica conta não se confirma em qualquer negócio de reorganização. Não raro ela inverte-se, apresentando um produto “negativo”, com as seguintes características: $2+2=3$ (ou produto ainda menor, eventualmente negativo). Qualquer que seja a situação, não se imagina que sócios ou administradores se aventurem em um projeto de reorganização com o propósito de perder, de diminuir, de gerar prejuízo. Mas, de fato, ocorrem, e com certa frequência. Apresentam-se, abaixo, alguns motivos de insucesso.

3.1. Equívoco no cálculo do retorno do investimento

Apesar de uma reorganização envolver assessores de áreas as mais distintas, como financeiros, contábeis e jurídicos, o equívoco no cálculo do retorno do investimento é um fator de desestabilização e provável crise no manejo do negócio. Ele pode decorrer da incorreta concepção da atividade, da superestimada capacidade de geração de receita ou da falsa percepção das vantagens sinérgicas. Também pode advir de um descasamento da taxa de

captação do investidor em relação ao retorno do capital investido¹²⁶.

3.2. Conhecimento superficial sobre elementos essenciais da reorganização

Uma reorganização costuma ser precedida de auditoria em diversas áreas, como fiscal, contábil, tecnológica e jurídica, sobretudo quando envolve aquisição societária ou empresarial. A dispensa desse procedimento prévio restringe o conhecimento a respeito do negócio objeto da reorganização e impede a confirmação das informações fornecidas para arquitetura do plano de negócios.

Em grau diferente, o relapso em relação a esses cuidados também é passível de causar importantes transtornos. Isso se verifica quando se procede a auditorias limitadas ou manejadas por assessores não especializados. Outro fator negativo é a realização de negócios sem a devida assessoria, confiando-se em intuição, bom senso ou outras justificativas metafísicas.

3.3. Desconhecimento do mercado

Nas reorganizações em que um agente debuta em determinado mercado, seja por marcar sua entrada em determinada jurisdição (casos de empresas transnacionais que adquirem participações societárias em país diferente daquele de sua origem, ou se associam a sociedades locais), seja pela necessidade de verticalizar ou de realizar investimentos transitórios, a falta de sensibilidade quanto ao mercado em que se aventura pode trazer resultados inesperados.

Apesar dos atributos do agente que se coloca em posição dominante na reorganização, os contatos iniciais com uma nova cultura, em qualquer modalidade de reorganização, opõem essa nova cultura, que chega, à de quem lá está. É momento delicado que não dispensa um cuidadoso plano de integração, a fim de evitar atritos, sabotagens, desgastes e perda de foco.

¹²⁶Esse último fator foi decisivo para o insucesso de uma *joint venture* envolvendo determinado grupo hoteleiro e outro atuante no ramo imobiliário, e também de construção, celebrada por volta de 2008, cujo propósito era a associação para um investimento da ordem de US\$ 500 milhões em determinado setor imobiliário promissor. Por equívocos internos, uma das partes envolvidas projetou o resultado com base em números distorcidos, assumindo que o retorno seria em torno de 12% ao ano, quando, em verdade, seria de 9%. Esses três pontos percentuais tornaram-se ainda mais relevantes com advento da crise mundial de 2008 e a escalada das taxas praticadas por instituições financeiras, fazendo com que a taxa de captação disponível para aquele agente, em torno de 13%, superasse a rentabilidade do investimento. Ou seja, o custo da captação era mais elevado do que o retorno, tornando o negócio inviável para uma das partes envolvidas na reorganização.

Essas sutilezas, porém, nem sempre são observadas; ao contrário, o *conquistador* chega para conquistar, impondo sua forma de agir, mesmo que não coincida com as práticas ou os costumes existentes e praticados.

Também existem os casos dos fundos de *private equity*, com seus investimentos transitórios, que pactuam um *casamento* de prazo determinado. Como nestas modalidades o prazo de permanência tende a ser curto, devem essas casas de investimento promover mudanças imediatas e, não raro, radicais, para impor uma nova organização empresarial, menos apegada a personalidades, tradições familiares ou supostos DNAs. Aliás, para isso que se praticam tais movimentos de reorganização e justamente para que promovam certos passos, que não foram bem logrados pelos sócios ou administradores anteriores. Se bem-sucedido o movimento, os agentes envolvidos tendem a se beneficiar: os sócios antigos passam a deter participação em sociedade racionalizada, organizada para o enfrentamento da concorrência e dos desafios da atividade empresarial; os novos sócios, de seu turno, obtêm prêmios expressivos pela sua eficiente passagem, introdutora de novas técnicas e ferramentas de gestão.

Por outro lado, se malsucedido, o movimento resulta em crises societárias e/ou empresariais passíveis de desviar o foco da empresa e da geração de riquezas, para deixar um legado de litígios e mais incertezas do que havia antes da reorganização.

3.4. Contrastes culturais

O contraste cultural é um fator de constante embate em reorganizações. Resulta das diferenças de postura, formas de enxergar processos internos e externos, de relacionamento e metodologias das partes envolvidas, que variam de empresa para empresa. À forma mais ou menos homogênea com que uma empresa atua internamente e no mercado, incluindo os aspectos mencionados acima, chama-se, usualmente, de cultura corporativa. O que vem a ser a cultura no âmbito societário e empresarial?

Por mais que se criem teses, ela está muita ligada à forma de ser e agir do fundador e de seus seguidores mais próximos, dos acionistas controladores ou dos controladores gerenciais, que transferem para o ambiente profissional ideologias, crenças, idiossincrasias e princípios próprios. E desse centro irradiador de *cultura* formam-se as bases da empresa, que exprime, na

prática, as orientações no âmbito de reunião de sócios ou assembleias, reuniões de conselho ou de diretoria.

Quando duas culturas antagônicas se unem, o estranhamento inicial é natural. A fórmula do sucesso a terá quem, em primeiro lugar, antecipar realisticamente as diferenças e, depois, encontrar um plano de integração, extraindo de ambas o que há de melhor. Esse movimento também pode se realizar no sentido da canibalização de uma delas, até que desapareça ou se torne muito pálida. Em outras palavras, o propósito integrativo é a apropriação de meios de produção, apenas, sem absorção de técnicas organizativas. Isso leva à necessária constatação de que, em situação de integração, há aquelas concebidas para que resultem em um amálgama do que havia de mais expressivo e eficiente em cada; mas também há as que pretendem uma apropriação de ativos ou outros elementos empresariais, sem preocupação com a manutenção ou sobrevivência de práticas, métodos ou de pessoas. Uma espécie de canibalismo corporativo.

A literatura costuma indicar que, na midiática “fusão” de Brahma e Antarctica, que deu origem à Ambev, que viviam culturas inconciliáveis, uma delas, a da Brahma, foi paulatinamente se sobrepondo à outra, até que restassem poucos sinais de existência daquela – além da marca. É o que se depreende, por exemplo, da seguinte passagem: “[d]igamos que os executivos da Antarctica não conseguiram enriquecer na Ambev. Com o passar do tempo, no topo da nova supercervejaria, sobrou pouquíssima gente egressa da empresa paulista. Como se previa, a cultura Brahma prevaleceu”¹²⁷ (Correa, 2013:201)¹²⁸.

Tais movimentos existem e não deixarão de ser praticados. A perspectiva é casuística e deve ser corretamente avaliada pelos agentes envolvidos. Agente com histórico de dominação e

¹²⁷ Apesar dessa prevalência, sobram alguns resquícios históricos – ou fundantes – dessa associação. É o exemplo do pouco usual compartilhamento de cargo de presidente do conselho. Esta posição é ocupada por dois copresidentes: Victorio Carlos de Marchi, egresso da Antarctica, e Carlos Alves de Brito, da Brahma (http://ri.ambev.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=43215, acesso em 31 de janeiro de 2015). Porém, é situação que não afasta a realidade conquistadora de um dos agentes.

¹²⁸ Na mesma obra se menciona o calculado movimento de apropriação da empresa, por via de imposição cultural, que a Ambev desferiu em seus sócios na Imbev, criada a partir da união de AmBev e Interbrew. O trecho a seguir é elucidativo: “[à] medida que o trio avançava – por meio do aumento de participação acionária e de sua influência na gestão –, os executivos resistentes ao novo modelo se afastavam. Como Marcel e seus sócios imaginavam que aconteceria, os descontentes foram pouco a pouco deixando a companhia” (2013:218).

imposição costuma aceitar posição defensiva ou passiva como passo para jogada de inversão, em momento oportuno. Daí a importância da correta leitura do ambiente em que ocorrem as reorganizações.

3.5. Aspectos humanos

É raro que se proceda a uma auditoria humana previamente ou como condição à realização de negócio envolvendo reorganização. Aliás, a regra é justamente o inverso: manter as tratativas em sigilo, para não afetar ou influenciar pessoas, produção e mercados.

Compreende-se, sob o ângulo estratégico, a orientação. E não se precisa de muita teoria para explicar as razões: primeira, nem toda negociação se conclui; segunda, a percepção de que determinado agente pretende deixar o mercado, por exemplo, costuma divergir do discurso da crença na empresa; e, terceira, um processo aberto tende a afetar a produtividade e a confiabilidade do mercado. As razões são legítimas e justificam, sim, as precauções. Mesmo assim, informações vazam, criam ambientes especulativos e permitem condutas oportunistas. O mercado e o regulador – a CVM, no Brasil – preocupam-se com os impactos econômicos e eventuais ganhos indevidos auferidos em situações como essas, envolvendo companhias abertas.

Raro, porém, é se ouvir, de qualquer fonte, uma palavra de preocupação ou voltada aos fatores humanos, especialmente empregados. As reorganizações ainda não superaram a dimensão jurídico-econômica, ou a dimensão da pessoa jurídica e da empresa. O ser humano fica à deriva e somente conhecerá seu destino após a conclusão do negócio.

3.6. Aspectos regulatórios

O conhecimento – ou desconhecimento – de aspectos regulatórios é um fator relevante para o resultado da reorganização. Presume-se que quando o negócio se estabelece entre agentes que atuam horizontalmente, os envolvidos conheçam as normas, legais ou infralegais, que incidem sobre suas atividades. Mas a reorganização implica e atrai uma série de normas, legais, infralegais ou contratuais, que não necessariamente fazem parte do dia-a-dia do empresário e de seus administradores, as quais, quando mal manejadas, direcionam o negócio a um campo de incertezas e, possivelmente, perdas importantes. Aspectos de naturezas tributária,

previdenciária, concorrencial e trabalhista, tanto em relação ao negócio propriamente dito, como derivado dele, sobretudo sucessório, deturpam o cálculo comercial e as projeções de retorno. Conhecer os elementos que, ordinária ou extraordinariamente, incidem ou incidirão sobre a reorganização ou atividade é uma necessidade e um diferencial do agente que os dominar.

Se essa premissa vale para negócios que ocorrem no plano horizontal, valor ainda maior terá se se manifestarem entre agentes que atuam no sentido vertical, que se aglomeram ou que realizam investimentos transitórios. E, mais ainda: se o protagonista, qualquer que seja a forma de reorganização, não tiver conhecimento pretérito do ambiente legislativo, como nas negociações entre agente estrangeiro, entrante no mercado, e agente local. Nesses casos, o negócio revela, em princípio, uma realidade legislativa distinta daquela manejada cotidianamente pelo protagonista da reorganização, de maneira que conhecê-la é condição essencial para um razoavelmente calculado bom sucesso.

3.7. Honorários e custos

Autores norte-americanos costumam mencionar, como fatores de atenção em reorganizações, os custos incorridos com a contratação de assessores, que cobram honorários (ou *fees*) pelos seus serviços. Esses *fees* se destinam a (i) assessores financeiros, responsáveis, muitas vezes, pela própria concepção do negócio ou para que encontrem investidores interessados em realizá-lo, bem como para negociar o maior valor possível dentro de premissas de valorização estabelecidas com o cliente; (ii) advogados, que manejam a auditoria legal, a negociação e redação de contratos e a estruturação jurídica do negócio; (iii) firmas de auditoria, incumbidas da auditoria contábil e fiscal, que, juntamente com os advogados, cumprem um papel fundamental a fim de detectar, verificar e estimar contingências existentes ou que possam vir a se materializar; (iv) eventuais intermediários que, sem cumprir o papel da assessoria financeira, concebem ou fazem a apresentação das partes envolvidas; e (v) outros agentes que contribuam para a realização do negócio.

A cobrança pelos serviços prestados varia de agente para agente e de negócio para negócio. Há os que cobram apenas no êxito, assumindo o risco de sua não realização. Mas percebem um percentual do negócio realizado. Outros cobram por hora trabalhada, sem qualquer

participação de êxito. Outros, ainda, combinam ambas as formas. E, por fim, quem cobre honorários fixos. Com exceção da modalidade de cobrança por hora (e, mesmo assim, desde que não se estime um valor total como contraprestação pelos serviços), todos os demais são conhecidos ou quantificáveis desde a concepção do negócio. Assim, exceto se houver um equívoco na precificação do negócio, as pessoas envolvidas levarão em conta, na apuração da avaliação, do resultado, do ganho ou do retorno, os custos acima mencionados – além, evidentemente, de outros, geralmente operacionais. De maneira que, mesmo que se revelem expressivos, serão (ou deverão ser) absorvidos se as oportunidades com os negócios forem superiores à soma dos custos, de qualquer natureza, inclusive os mencionados neste item.

3.8. As cláusulas contratuais impeditivas

As sociedades que pretendem realizar alguma forma de reorganização costumam se deparar com cláusulas contratuais restritivas ou impeditivas, previstas em contratos negociados no âmbito da atividade empresarial cotidiana. Tais cláusulas não aparecem em todo e qualquer contrato, mas, geralmente, naqueles em que a outra parte dispõe de alguma força ou importância para impô-las, visando à proteção de algum interesse, recebimento ou fornecimento. Restringem a realização de reorganizações ou, apesar de nada restringirem, preveem aceleração de vencimento de obrigações. O enfrentamento *a posteriori* da questão, quando os efeitos do ato já se produzem sobre o empresário, tende a causar-lhe custos que também afetam a rentabilidade projetada. De maneira que a diminuição de assimetria somente se produz com um tratamento *apriorístico*, que passa por um complexo sistema investigatório, por parte do protagonista, e declaratório, de quem se coloca em posição de venda ou sujeição a um dominador.

Tais cláusulas costumam prever que se deve: (i) previamente à realização do negócio de reorganização, obter aprovação da outra parte; (ii), também previamente, comunicar o negócio; ou (iii) simplesmente comunicá-lo, após sua realização. Visam a proteger, portanto, a posição de credores ou pessoas que, de algum modo, tenham interesse na manutenção da situação patrimonial e econômica ou, ao menos, na confirmação de que a reorganização não resultará em deterioração de expectativas legítimas.

Por isso essas cláusulas são estruturadas de modo a exigir a realização de negociações prévias para que o titular do direito contratual a ele renuncie ou autorize a realização da reorganização. Alternativamente, celebram-se os atos da reorganização sob condição, suspensiva, de que o titular do direito renunciará ou autorizará o negócio. Trata-se, aliás, de prática comum, recorrente em reorganizações. Do ponto de vista prático, a renúncia ou autorização costuma ser obtida quando a reorganização não abala ou melhora a capacidade do devedor ou do obrigado, ou, na outra ponta, quando o credor ou titular do direito vislumbra uma melhora da percepção de risco em relação ao crédito ou direito¹²⁹.

¹²⁹Não raro negócios se celebram (*signing*) sob condição de que, até a sua conclusão (*closing*), obtenham-se aprovações ou liberações contratuais. A cláusula que se transcreve reflete essa situação: “A efetivação da Aquisição Preliminar, da Subscrição Principal e da Aquisição Principal (conforme disposto na Cláusula [--]), bem como todas as demais obrigações do Investidor e (após a efetivação da Aquisição Preliminar) das [--] previstas neste Acordo de Investimento, estão subordinadas e sujeitas à implementação (ou renúncia por escrito, pelo Investidor, a seu exclusivo critério) das condições abaixo, contratadas nos termos dos artigos 125 e 126 do Código Civil (‘Condições Suspensivas’), observadas as disposições da Cláusula [--] abaixo: (...). Autorizações Relativas a Contratos. As Sociedades (conforme o caso) deverão obter, nos termos dos contratos listados no [x], as autorizações necessárias para a realização de todas as operações contempladas no presente Acordo de Investimento, de forma que as mesmas não acarretem vencimento antecipado ou a aplicação de qualquer multa ou penalidade a qualquer das Sociedades por força do disposto nos referidos contratos”.

CAPÍTULO V. FORMAS DE REORGANIZAÇÃO

1. Reorganização societária

São exemplos de modalidades de reorganização societária: (i) fusão; (ii) cisão; (iii) incorporação; (iv) incorporação de ações; (v) constituição de subsidiária integral; (vi) alienação de controle; (vii) aquisição de controle; (viii) alienação ou aquisição de participação societária; (ix) subscrição de ações; e (x) transformação.

1.1. Fusão

De acordo com o art. 228 da Lei 6.404/76, a fusão “é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”¹³⁰. Trata-se de modalidade pouco ou raramente praticada justamente por operar-se a extinção de ambas as sociedades fusionadas o que, do ponto de vista operacional, é impraticável¹³¹. Imagine-se, neste sentido, que, com a fusão, constitui-se nova sociedade, a qual, assim como uma sociedade que acaba de se constituir, deverá obter todas as inscrições, aprovações e registros previstos pelas diversas legislações, municipais, estaduais ou federais; com a diferença de que, quando se inaugura uma atividade, os negócios costumam proceder à existência societária, ou se realizarem simultaneamente.

Na fusão, ao contrário, as sociedades fundidas eram titulares e, provavelmente, atuavam de modo a cumprir seus objetos, sendo sujeitos ativos e passivos em diversas relações. Dar-se início a uma nova “vida”, não a partir do princípio, mas do meio, consiste em movimento abrupto do ponto de vista empresarial. Por isso, a complexidade relacional, em suas diversas facetas, tanto em relações de natureza privada como pública, inibe a prática dessa modalidade

¹³⁰ O CCB explica a fusão da seguinte forma: “[a] fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações”.

¹³¹ No mesmo sentido, Nelson Eizirik: “Na prática, a fusão é muito pouco utilizada, uma vez que, mediante a incorporação, obtém-se a unificação de 2 (duas) ou mais sociedades, com o aproveitamento de vantagens fiscais e sem a necessidade de formar uma nova sociedade, com todos os ônus decorrentes de tal procedimento. De fato, não há qualquer argumento racional para se preferir a fusão à incorporação” (2011:228).

de reorganização societária¹³².

Como regra, a fusão opera-se entre sociedades de mesmo tipo societário ou entre tipos diferentes, e a sociedade que se constitui, com os patrimônios transferidos pelas sociedades fusionadas (e extintas), poderá adotar qualquer tipo de sociedade empresária catalogado na legislação.

Se a fusão envolver companhia aberta, a sociedade sucessora deverá ser igualmente aberta (art. 223, §3º). Nesses casos, a nova sociedade será, necessariamente, anônima e aberta, limitando-se a autonomia de escolha do tipo societário da sociedade resultante. Determina-se, ainda, que a nova sociedade deverá obter o registro na CVM e promover a admissão da negociação das ações de sua emissão, no mercado secundário, no prazo máximo de 120 dias, contados da assembleia que houver aprovado a reorganização.

Normas que regulamentam determinados setores da economia trazem, eventualmente, limites à autonomia privada, estabelecendo tipos societários específicos obrigatórios ao desenvolvimento de atividade daquele setor. Advém essa prática da percepção de que determinados tipos societários são mais adequados, pela sua estrutura, à organização empresarial e à acomodação das relações societárias, especialmente envolvendo acionistas controladores e minoritários, ou entre acionistas de modo geral e administradores. Um exemplo se extrai da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que dispôs sobre política e instituições monetárias, bancárias e creditícias, além de ter criado o Conselho Monetário Nacional. O art. 25 determina que “instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas”. Impõe-se, aliás, não apenas o tipo societário como a forma que deve ostentar as ações de emissão de companhias, necessariamente nominativas.¹³³⁻¹³⁴

¹³² Modesto Carvalhosa apresenta interessante conceito sobre a fusão: “[n]a medida em que a incorporação é um negócio *sui generis* de aumento de capital de sociedade existente, a fusão é um negócio *sui generis* de constituição, por subscrição particular, de sociedade” (1997:228).

¹³³ Essa intervenção se justificava, à época, pela possibilidade de emissão de ações ao portador, na forma do art. 20 da Lei 6.404/76. Contudo, reforma operada pela Lei 8.021, de 12 de abril de 1990, que dispôs sobre a identificação dos contribuintes para fins fiscais, fulminou, no país, essa possibilidade, de modo que, atualmente, conforme o mesmo art. 20, as ações de companhias devem ser nominativas

1.1.1. As modalidades de combinação conforme a pragmática norte-americana

Melvin Aron Eisenberg (1976) apresenta uma classificação de reorganizações, para os fins didáticos e práticos de sua obra, em *combinations*, *contractions* e *divisions*. Combinações (em tradução literal) indicam negócios envolvendo *mergers*, em todas as suas variações: *statutory mergers*, *stock-for-assets*, *stock-for-stock*, *cash-for-assets* e *cash-for-stock*.

Conquanto o termo *merger*, no Brasil, não se traduza, juridicamente, por fusão, porque ambos denotam negócios sujeitos a lógicas distintas, de modo que essas espécies não indicam, sob o modelo local, espécies de fusão jurídica, vale a abordagem de cada uma delas, pois, estruturalmente, são perfeitamente aplicáveis na estruturação de reorganizações. Ou seja, essas espécies de *mergers* oferecem modelos estruturais passíveis de adoção em reorganizações de qualquer natureza, incluindo, conforme o caso, as societárias, as empresariais e as associativas.

1.1.2. *Statutory mergers*, *Stock-for-assets*, *Stock-for-stock*, *Cash-for-assets* e *Cash-for-stock*¹³⁵

As fusões clássicas (ou *statutories*) consistem na integração de dois agentes, de acordo com um *merger agreement*, pelo qual as ações de emissão de um dos envolvidos passam a ser detidas pelo outro, e os acionistas daquele convertem suas participações em ações ou quotas deste. Nas reorganizações envolvendo *stocks-for-assets*, uma companhia (A) emite ações, para

¹³⁴Os arts. 4 e 5 da mencionada Lei 8.921/90 estabelecem o seguinte: “Art. 4º O [art. 20 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976](#) passa a vigorar com a seguinte redação: Art. 20. As ações devem ser nominativas”. “Art. 5º As sociedades por ações terão um prazo de dois anos para adaptar seus estatutos ao disposto no artigo anterior. § 1º No prazo a que se refere este artigo, as operações com ações, ao portador ou endossáveis, existentes na data da publicação desta lei, emitidas pelas sociedades por ações, somente poderão ser efetuadas quando atenderem, cumulativamente, às seguintes condições: a) estiveram as ações sob custódia de instituição financeira ou de Bolsa de Valores, autorizada a operar por ato da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou do Banco Central do Brasil, no âmbito de sua competência; b) houver a identificação do vendedor e do comprador. § 2º As ações mencionadas neste artigo somente poderão ser retiradas da custódia mediante a identificação do proprietário. § 3º A instituição financeira ou bolsa custodiante deverá enviar ao Departamento da Receita Federal, até o dia 15 de cada mês, comunicação que identifique o proprietário, a quantidade, a espécie e o valor de aquisição das ações que houverem sido retiradas de sua custódia no mês anterior. § 4º A inobservância do disposto no parágrafo anterior sujeitará a instituição financeira ou bolsa custodiante à multa de 25% do valor das ações, corrigido monetariamente a partir do vencimento do prazo para a comunicação até a data do seu efetivo pagamento. § 5º Para efeito do disposto no parágrafo anterior, considera-se valor da ação o preço médio de negociação em pregão de Bolsas de Valores no dia da retirada da ação ou, na falta deste, o preço médio da ação da última negociação em pregão da Bolsa de Valores, corrigido pelo BTN Fiscal até o dia da retirada da ação. § 6º Para as ações não admitidas à negociação em Bolsas de Valores, considera-se o valor patrimonial da ação corrigido pelo BTN Fiscal desde a data do último balanço até a data de sua retirada da custódia.”

¹³⁵ Explicações extraídas de Eisenberg, 1976:215 e ss.

subscrição por outra companhia (B), que as subscreeve em bens¹³⁶, representativos de *substantiallly all of its assets*. Paralelamente, explica Eisenberg, (A) assume os deveres e obrigações de (B), que se dissolve, distribuindo a seus acionistas as participações detidas em (A). As *stock-for-stock* são reorganizações nas quais uma companhia (A) emite ações, para subscrição pelos acionistas de outra companhia (B), com ações da própria (B)¹³⁷, sendo que, normalmente, (A) passa a controlar (B) (de modo minoritário ou majoritário, pouco importa). Nesses casos, “(...) *the shareholder groups of the two corporations are combined to a substantial extent, and B becomes a subsidiary of A*” (Eisenberg, 1976:216). Em *cash-for-assets combinations*, uma companhia (A) adquire ativos de outra (B), pagando-lhe o preço. Não ocorre qualquer modificação da estrutura societária de ambas as companhias, sendo que quem era acionista de (A) continua a deter ações apenas dela, e de (B), apenas de (B). Os ativos podem representar partes isoladas da empresa, que se incorporam ao patrimônio de (A), para utilização e integração diretamente na atividade existente, ou, por exemplo, todos os elementos destinados ao exercício da atividade empresarial de (B), de modo que (A) poderá mantê-lo e continuá-lo, isoladamente, sem comunicação com seus outros ativos.

Por fim, as reorganizações envolvendo *cash-for-stock*, mediante as quais uma companhia (A) adquire ações de outra companhia (B), diretamente a seus acionistas, pagando-lhes o preço, em dinheiro. Ao final, “(...) *A Corp. owns the B Corp. stock; A Corp. is the parent corporation of a new subsidiary corporation, B Corp. Old B Corp. shareholders have tendered and exchanged their shares for cash. There is no change in the certificates of incorporation of either A Corp. or B. Corp. (...)*” (Oesterle, 2005: 48).

1.2. Cisão

Cisão remete ao ato de separar, dividir. Com efeito, a cisão, conforme definida no art. 229 da Lei 6.404/76, “é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital,

¹³⁶ Aponta-se que, de acordo com o sistema jurídico brasileiro, o capital da sociedade pode, efetivamente, ser formado com contribuições em dinheiro ou qualquer espécie de bem suscetível de avaliação em dinheiro (Lei 6.404/76, art. 7º). Porém, precede-se à contribuição a realização de avaliação por três peritos ou empresa especializada, conforme procedimentos expressamente previstos (*idem*, art. 8º).

¹³⁷ Trazendo a modalidade para realidade brasileira, deve-se observar, igualmente, o disposto nos arts. 7º e 8º da Lei 6.404/76.

se parcial a versão”¹³⁸⁻¹³⁹.

Pelo fato de envolver, necessariamente, a transferência de patrimônio da sociedade cindida a pelo menos outra sociedade, costuma ser utilizada para: (i) proceder-se ao desmembramento da atividade operacional, com finalidade puramente empresarial; (ii) segregar participações societárias; ou (iii) proceder à separação de sócios.

A cisão pode ser total, caso em que a companhia cindida transfere a totalidade de seu patrimônio a mais de uma sociedade, existentes ou constituídas para esse fim e, ao final, extingue-se; ou parcial, em que se transfere patrimônio a uma ou mais sociedades, existentes ou constituídas para esse fim, sem extinção da sociedade cindida, que retém, portanto, parcela de seu patrimônio e continua a existir. As ações ou quotas criadas, nas sociedades que absorverem patrimônio da sociedade cindida, serão atribuídas aos então titulares das ações ou quotas da sociedade extinta. Realiza-se uma substituição de participação societária, de ações ou quotas da sociedade cindida por ações ou quotas da sociedade em que se passa a deter participação.

Vertendo-se patrimônio à sociedade existente, deve-se observar, do ponto de vista procedimental em relação a esse negócio, as disposições específicas da incorporação, equiparando-as juridicamente.

As normas e conclusões, apresentadas no item 1.1 sobre a fusão, aplicam-se, *mutatis mutandis*, à cisão. Assim, como regra, esta espécie de reorganização opera-se entre sociedades de mesmos tipos ou tipos distintos, e a sociedade que se constitui para fins do ato também pode adotar qualquer tipo societário. Todavia, participando da reorganização companhia aberta, as sucessoras devem adotar o mesmo regime, observando os prazos previstos no art. 223, §3º da Lei 6.404/76. Igualmente, devem-se respeitar normas previstas em lei esparsas que determinam a adoção de tipo societário, quando a reorganização se processa em certos segmentos de atividade.

¹³⁸ O CCB, apesar de mencionar no título do Capítulo X do Livro II a cisão de sociedades, não traz um artigo sequer sobre o tema.

¹³⁹ Nelson Eizirik à cisão se refere como instituto de enorme utilidade prática (2011:255). De fato, sua disciplina ampla e flexível contribui para utilização em modelagens com diversas características.

1.2.1. Desmembramento de atividades

Ocorre, geralmente, quando uma sociedade expande-se atuando em diversas atividades ou linhas de produto e, por motivos estratégicos, resolve segregá-las, dando-lhes autonomia patrimonial e administrativa. Tome-se como exemplo uma sociedade que atua no setor hoteleiro, operando hotéis que partem de uma estrela e vão até cinco estrelas. Imagine-se que os processos internos e a modelagem empresarial replicam-se para a atuação nos segmentos de uma a quatro estrelas, mas que, pelas características próprias, a gestão dos hotéis de cinco estrelas diferencia-se de modo relevante. Os motivos são vários: fornecedores distintos, produtos específicos e mais sofisticados, serviços exclusivos e, mais importante, “culturas corporativas” heterogêneas. Em outras palavras, a forma de pensar e agir das pessoas que administram hotéis de luxo é diferente daquela relacionada às pessoas que administram hotéis menos luxuosos ou populares.

Assim, pelas características intrínsecas e pelo hiato entre as operações, cinde-se a sociedade, vertendo-se, para nova sociedade ou para sociedade já existente, os direitos e obrigações vinculados aos hotéis cinco estrelas, cujo produto, positivo (ou o patrimônio líquido cindido), representará o capital ou o aumento de capital da sociedade vertida.

Os sócios permanecem, em princípio, sócios de ambas as sociedades, que passam a atuar, portanto, em segmentos específicos, de modo autônomo, apesar da coincidência de controle. Mas podem, se preferirem, proceder a uma separação societária, atribuindo-se ações ou quotas da nova sociedade, enquanto o sócio remanescente passa a deter ações ou quotas da sociedade cindida. Explica-se essa oportunidade no item seguinte.

1.2.2. Segregação de participação societária e separação de sócios

A segunda e a terceira hipóteses são, de certa forma, variações de uma mesma linha decisória, no sentido de separar participações societárias e respectivas atividades empresariais. Aquela, de modo parcial e, a segunda, total.

Imagine-se, assim, no mesmo exemplo da sociedade hoteleira, que os sócios resolvem cindir a sociedade, vertendo para nova sociedade os direitos e obrigações relacionados aos hotéis de uma e duas estrelas e, para outra sociedade, os hotéis de três e quatro estrelas. Um grupo de

sócios detêm participação em uma dessas sociedades e outro grupo, na outra. E ambos os grupos continuam sócios da sociedade cindida, nas mesmas proporções anteriores à cisão, sociedade esta que atuará apenas no segmento de hotéis cinco estrelas. Neste modelo, os sócios realizaram uma separação parcial de suas participações, limitando a sociedade entre eles àquela sociedade que atua no setor de cinco estrelas¹⁴⁰.

1.2.3. Cisão com propósito fiscal

Não se pode, por fim, ignorar as cisões deliberadas por motivos fiscais. Não se entrará, aqui, na discussão a respeito de legalidade; apenas se apresentarão os cenários de ocorrência. Adota-se, como exemplo, a mesma sociedade hoteleira. Suponha-se que sua receita bruta total, em determinado exercício, seja de R\$ 76 milhões, abaixo do teto de R\$ 78 milhões, para opção pelo regime de tributação com base no lucro presumido, na forma do art. 13 da Lei 9.718, de 27 de novembro de 1998¹⁴¹. No ano seguinte, prevendo que a receita bruta total ultrapassará o teto, afetando drasticamente a rentabilidade da sociedade, pelo necessário abandono daquele regime tributário, os sócios deliberam cindir a sociedade, vertendo patrimônio a duas sociedades, sendo que a cindida continuará a dedicar-se aos segmentos de uma e duas estrelas, outra aos de duas e três estrelas e, a última, ao de cinco estrelas.

Resultam da deliberação, portanto, duas novas sociedades, com autonomia patrimonial e administrativa, e com personalidade própria, sendo que todas estarão abaixo do teto de exclusão do regime tributário que lhes é mais vantajoso.

1.2.4. Cisão com propósito de concentração de mercado

Apesar de a cisão implicar, necessariamente, uma separação patrimonial, ela não se presta, necessariamente, à desconcentração empresarial. Pode o negócio ser concebido com a finalidade inversa, de concentração empresarial, envolvendo sociedades sujeitas a controle

¹⁴⁰Poderiam, no entanto, ter deliberado também a segregação desses hotéis, de modo que uma sociedade recepcionaria os hotéis de uma e duas e parte dos hotéis cinco estrelas, e outra os hotéis três e quatro estrelas e os demais hotéis cinco estrelas, operando-se, assim, separação total entre os sócios.

¹⁴¹ O teto foi modificado pela Lei 12.814, de 16 de maio 2013, conforme seu art. 7º, que assim dispôs: “Art. 7º. O caput do art. 13 e o inciso I do art. 14 da Lei nº 9.718, de 27 de novembro de 1998, passam a vigorar com a seguinte redação: Art. 13. A pessoa jurídica cuja receita bruta total no ano calendário anterior tenha sido igual ou inferior a R\$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) ou a R\$ 6.500.000,00 (seis milhões e quinhentos mil reais) multiplicado pelo número de meses de atividade do ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, poderá optar pelo regime de tributação com base no lucro presumido”.

comum ou entre empresários sem qualquer relação de controle ou coligação entre si.

Interessa, aqui, a segunda modalidade. A sociedade cindida detém ativos destinados a apenas uma atividade (e outros, não diretamente associados à atividade, como aplicações financeiras ou participações em outras sociedades) ou a várias atividades. Na primeira situação, a cisão, parcial ou total, com a transferência dos ativos à sociedade já existente, atuante no mesmo segmento, implicará não uma desconcentração empresarial, como se poderia supor, mas uma concentração, pois se reúnem ativos de duas sociedades, possivelmente concorrentes, em um mesmo patrimônio, de propriedade da receptora. A sociedade cindida continuará proprietária dos ativos não cindidos, compostos provavelmente de recursos financeiros, imóveis, automóveis e outros; e seus sócios manterão suas participações. Além dessas participações, passarão a deter participações integralizadas na sociedade receptora, fruto da subscrição decorrente de aumento de capital ocasionado pela transferência patrimonial.

Na segunda situação, o modelo difere apenas pelo fato de a sociedade cindida continuar a atuar nos demais segmentos, não incluídos no negócio. Mas a concentração terá ocorrido por conta da cisão e versão patrimonial à sociedade receptora.

1.2.5. *Contractions and divisions*

Melvin Aron Eisenberg explica as “contrações” e “divisões” pela lente das combinações: enquanto estas envolvem negócios em que se transferem todos ou parcela substancial dos ativos de companhias, aquelas tratam de negócios com foco “*on the transfer of a business which comprises a significant portion, but less than substantially all, of a corporation’s total assets*” (1976:256).

Essa explicação apresenta um obstáculo a quem tentar adotar a classificação localmente, porque não lista modalidades facilmente identificáveis, aliás, cuja qualificação depende de uma compreensão de fenômenos patrimoniais e econômicos, nem sempre disponíveis ou facilmente identificáveis. Ademais, são modalidades desconhecidas do sistema, sem tipificação própria. Contrações ou divisões melhor se expressam como negócios envolvendo a transferência de ativos, por um empresário a outro, sem que haja uma combinação absoluta de ambos.

De todo modo, vale discorrer a respeito de cada modalidade por ele catalogada, conceituá-las e relacioná-las, do ponto de vista jurídico, com os tipos existentes no sistema brasileiro.

1.2.5.1. *Sell-off e partial liquidation; spin-off, split-off e split-up*

(i) *Sell-off*. A literatura norte-americana explica o *sell-off*, modalidade de reorganização, como aquela em que a sociedade “*disposes of a significant business to a third party, in exchange for consideration which it retains, rather than distributes*” (Eisenberg, 1976:255). Trata-se de negócio que, em grau, está imediatamente abaixo da reorganização que a mesma literatura identifica como *sale of substantially all assets*¹⁴². Negócios dessa natureza, segundo o autor, não são explicitamente disciplinados *by the traditional corporate statutes*, exceto se se enquadrarem na modalidade de alienação de todos ou substancialmente todos os ativos (1976:256).

É espécie de reorganização empresarial, praticada pela sociedade, que se explica pela variação patrimonial, com reflexos imediatos na contabilidade, baixando-se os ativos alienados e se registrando o ingresso de, provavelmente, recursos em caixa. Aproxima-se do *trespasse*, desde que o estabelecimento não represente, segundo a pragmática norte-americana, todos ou substancialmente todos os ativos, ou a alienação de parcela relevante de ativos, não integrados a um estabelecimento.

Assim como ocorre por aqui, identifica-se, nos Estados Unidos da América, certa frouxidão legislativa e estatutária, de maneira que são negócios que se praticam sem a observância de mecanismos de controle do ato pelos acionistas. Tanto que Melvin Aron Eisenberg, em contraposição ao que chamou de *traditional corporate statutes*, sugere um *modern statutory treatment*, contemplando a necessidade de aprovação de sócios para alienação de parcela relevante de ativos operacionais, não realizada no curso ordinário dos negócios. O autor sugere que, para efeito de necessidade de deliberação de sócios, o ativo a ser alienado represente “*20 per cent of the net book value of a corporation’s assets other than cash, accounts receivable, and interest-bearing obligations*”. Segundo ele, ademais, tais negócios não deveriam dar ensejo a *appraisal rights*, pois não indicam reorganizações tão radicais.

¹⁴² A definição de *business*, de acordo com o mesmo autor, engloba uma parcela significativa dos ativos, sem que se possa identificar a ocorrência de alienação de *substantially all of its total assets* (1976:255).

(ii) *Partial liquidations*. O mesmo autor define essa espécie de reorganização como derivada de um *sell-off*. Explica-se: ingressando-se recursos em decorrência da alienação de ativos, delibera-se, em seguida, a distribuição de recursos financeiros ou, em situações extremas, a distribuição de ativos da sociedade aos sócios. Segundo ele, esse negócio não representa uma mera “*contraction but a partial liquidation of the enterprise*” (1976:262).

Dois comentários se fazem necessários. Primeiro, essa liquidação parcial não tem qualquer relação com a dissolução parcial de sociedade, consagrada pela pragmática brasileira, que desse instituto se serve para “(...) abranger toda e qualquer hipótese de extinção (ou desligamento) – por um ou alguns dos sócios – dos laços do contrato plurilateral de sociedade” (Barbosa, 2013:355).

A liquidação parcial, a que se refere o autor, abrange a disposição de ativos da sociedade, em favor de sócios, afetando negativamente o seu ativo. E aí se revela oportuno o segundo comentário: Eisenberg refere-se, corretamente, à liquidação da *empresa*, e não da *companhia*, de maneira que, para ele, essa espécie de reorganização, que se opera internamente, sem o envolvimento de terceiro estranho à relação societária, implica liquidação parcial da empresa, restando à companhia ativos que lhe permitam continuar a desenvolver atividades empresariais, mas com características distintas.

Esses negócios também não costumam ser disciplinados *by the traditional corporate statutes*, exceto se o *amount to be distributed exceeds the surplus available to the board for dividends* (Eisenberg, 1976:264). No entanto, defende o autor que a necessidade de aprovação pelos sócios *is even stronger, since its effect on the structure of the enterprise is more drastic*.

(iii) *Spin-off*, *Split-off* e *split-up*. O *spin-off* indica a distribuição, pela companhia, de participação detida em controlada (*subsidiary*) aos acionistas da companhia. Em reorganizações envolvendo *split-off*, a companhia troca com seus acionistas ações detidas em controlada por ações de sua própria emissão. *Split-up* abrange a distribuição ou troca de ações de duas ou mais controladas, que constituem todos os ativos da companhia (Eisenberg, 1976:267).

1.3. Incorporação

A incorporação está prevista no art. 227 da Lei 6.404/76. “É a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”¹⁴³. Ocorre, como ensina Alberto Xavier, “(...) sucessão a título universal, em que se transmitem *todos* os direitos e deveres da incorporada, ou seja, se transmite a empresa, considerada em bloco, como uma universalidade” (1978:2). Para Nelson Eizirik, é dos institutos mais utilizados em processos de concentração empresarial, pois se preservam certas vantagens econômicas, estratégicas e tributárias (2011:245). Aliás, inversamente ao que se expôs a respeito da fusão, na incorporação a incorporadora sobrevive, com todas as suas características, registros, inscrições e alvarás. Caracteriza a incorporação “(i) a passagem forçada dos acionistas da sociedade incorporada para a incorporadora, exceto daqueles que exercerem o direito de recesso; (ii) a transmissão total do patrimônio da incorporada para a incorporadora, que a sucede em todos os seus direitos e obrigações; e (iii) a extinção, não a dissolução, da sociedade incorporada” (2011:245).

Reorganizações societárias envolvendo sociedades concorrentes, geralmente anunciadas como fusões, costumam, do ponto de vista jurídico, ser estruturadas sob a forma de incorporação. Mesmo que, sob enfoque econômico, exista uma fusão empresarial, juridicamente ao menos uma sociedade mantém-se intacta, sem dissolver-se – aproveitando-se, assim, de prejuízos fiscais ou de outras situações tributárias, admitidas em lei, bem como de toda a estrutura burocrática, como inscrições e registros¹⁴⁴.

De acordo com Nelson Eizirik, há quatro fases sucessivas, em que se praticam atos entre as sociedades ou no interior de cada uma delas:

- (i) a preparatória, em que os administradores ou sócios das sociedades envolvidas negociam as bases da incorporação, as quais deverão ser descritas no protocolo (...); (ii) a aprovação do protocolo e da justificação da operação por parte da assembleia geral de cada uma das

¹⁴³ A incorporação é tratada no CCB no art. 1.116: “[n]a incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos”.

¹⁴⁴ É exemplo de negócio anunciado como fusão, mas que, em realidade, resultou na incorporação de uma das sociedades envolvidas, o caso Sadia e Perdigão, com a incorporação da Sadia pela Perdigão (<http://g1.globo.com/economia/noticia/2012/02/brasil-foods-anuncia-incorporacao-da-sadia.html>, acesso em 25 de janeiro de 2015).

sociedades; (iii) a implementação da operação, mediante o aumento de capital da incorporadora, integralizado com o patrimônio da incorporada, e entrega das ações da incorporadora, em substituição aos títulos que antes dela detinham; e (iv) atos complementares, praticados pela companhia, junto ao Registro Público de Empresas Mercantis, e aos registros públicos competentes quanto à sucessão, e pelos debenturistas e demais credores, assim como pelos acionistas que exercem o direito de recesso. (2011:247)

A incorporação pode operar-se, como regra, entre tipos iguais ou diferentes, como entre sociedades anônimas ou anônimas e limitadas. Porém, assim como exposto no item 1.1, havendo envolvimento de companhia aberta, a sucessora deverá ser igualmente aberta, observando-se os prazos previstos no art. 223, §3º, da Lei 6.404/76. E se reclama, ademais, a observância de leis esparsas que definem tipos societários de sociedades atuantes em determinados setores econômicos.

1.4. Fusão, cisão e incorporação: atos comuns

Precede à reorganização societária, nessas modalidades, a celebração de protocolo, no qual as condições do ato são fixadas, devendo incluir:

I - o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição; II - os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão; III - os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação e o tratamento das variações patrimoniais posteriores; IV - a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra; V - o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação; VI - o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação; VII - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação (Lei 6.404/76, art. 224).

Ademais, essas reorganizações devem ser submetidas à deliberação das assembleias envolvidas, expondo-se aos sócios: os motivos ou fins pretendidos; as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para modificação de seus direitos, se o caso; a composição do capital, após a reorganização, apontando-se espécies e classes de ações do capital das sociedades que emitirão ações (ou quotas) em substituição a ações ou quotas extintas; e,

finalmente, o valor do reembolso das ações a que terão direito sócios dissidentes.

A Lei 6.404/76 determina que o protocolo seja firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas. São órgãos da sociedade anônima, na forma do Capítulo XII da Lei 6.404/76, o conselho de administração e a diretoria. A diretoria é órgão de existência obrigatória, com funções representativas e executivas. O conselho de administração é facultativo, exceto às companhias abertas, com capital autorizado ou de economia mista, e é órgão de deliberação colegiada, não representativo da companhia perante terceiros. Suas funções precípuas são a fixação da orientação geral de negócios e fiscalização de gestão e exame de livros, atos, contratos e negócios. Na sociedade limitada, sua administração é realizada por uma ou mais pessoas designadas no contrato social ou em ato separado, podendo os administradores ser sócios ou não (arts. 1.060 e 1.061 do CCB). Apesar de a doutrina admitir a criação de conselhos de administração em sociedade limitada¹⁴⁵, o CCB não o refere. O que obriga a se empreender exercício hercúleo para, em contrato social de sociedade limitada, distinguir, sob a ótica das normas contidas no próprio CCB, as competências que poderiam ser atribuídas ao órgão sem ferir as competências legais da reunião ou assembleia de sócios e dos administradores. A linha será sempre tênue, qualquer que seja o caminho percorrido.

Do ponto de vista prático, então, na companhia representa-a a diretoria e, na sociedade limitada, os administradores, cujo conceito se extrai do art. 1.060. O elemento de identificação consiste, num primeiro plano, na natureza não colegiada do órgão, e na autorização, legal, para assumir obrigações e defender direitos da sociedade. Essas características repelem qualquer tentativa de aproximação do conselho, órgão colegiado, que não representa – ou apresenta –, a sociedade e não contrata em seu nome. As relações do conselho são internas, exclusivamente, como órgão que se manifesta para os sócios ou para os demais órgãos.

Admitir, nesse sentido, que a Lei 6.404/76 autoriza o conselho de administração a firmar protocolo de reorganização significa romper com o próprio modelo interno organizacional da companhia. Mesmo que o conselho, como órgão colegiado, na pessoa de um membro, negocie a reorganização – o que ocorrerá por estratégia negocial –, não se concebe que formalmente o

¹⁴⁵ Toledo, 2010.

faça sem a participação da diretoria, órgão, como visto, de representação, e único autorizado a firmar atos da natureza do protocolo.

Quanto à referência à possibilidade de sócio celebrar protocolo, deve-se isolar as companhias das demais sociedades. Para Modesto Carvalhosa, a expressão “sócios de sociedades interessadas” remete às sociedades limitadas ou em nome coletivo, cujos sócios gerentes representam a sociedade. A tese é interessante, mas frágil. Sócio gerente, ou administrador sócio, conforme a lógica do CCB, representa a sociedade na qualidade de administrador, e não de sócio. A detenção de participação societária simplesmente qualifica o administrador, mas não a modifica.

No tocante às companhias, afirma o coautor da Lei 6.404/76, José Luiz Bulhões Pedreira, que:

[a] LSA admite que o protocolo seja elaborado e firmado pelos sócios ou acionistas das sociedades – e não necessariamente pelos órgãos da administração – porque o protocolo tem a natureza de proposta de contrato a ser submetida à deliberação da Assembleia Geral ou do órgão que, segundo o tipo da sociedade, tiver competência para deliberar a operação. Na operação em que uma ou mais das sociedades tenha sócio controlador, o normal é que este negocie e firme o protocolo. Ainda que as sociedades não tenham acionista ou sócio controlador, não há porque impedir que um ou mais sócios firmem protocolo a ser submetido à deliberação dos órgãos sociais competentes, uma vez que ele não cria vínculos obrigacionais para as sociedades (Lamy Filho, 2009:1756).

A força da proposição está em seu inabalável pragmatismo: o controlador pode tudo, inclusive negociar, em nome de terceiro (da sociedade), direitos e obrigações que serão assumidos, se reconhecidos, em assembleia, pelo terceiro. Aliás, não apenas o controlador, mas qualquer acionista poderia agir com esse intuito. Na prática, no entanto, a negociação que se entabula, pelo acionista controlador ou por qualquer acionista, não envolve o protocolo propriamente dito, mas documento mais amplo, a exemplo de contrato preliminar¹⁴⁶ ou de contrato definitivo com condição, que versa sobre aspectos que vão além do formalismo contido no protocolo, e, sim, eventual direito próprio, de sócio, como a alienação de controle.

¹⁴⁶ Cf. o art. 462 do CCB: “O contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado”.

Nesse sentido, o direito societário é *extremamente* formalista e procedimental, e sua higidez mora justamente na observância dessas características. De modo que, conquanto a Lei 6.404/76 autorize a celebração de protocolo por acionistas, trata-se de uma das raras anomalias desse diploma, equiparando, *in casu*, o acionista ao empresário.

1.5. Incorporação de ações

Esta modalidade de reorganização societária está prevista no art. 252 da Lei 6.404/76. O texto é o seguinte: “a incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos arts. 224 e 225”. Apesar do emprego de mesmo vocábulo, a incorporação de ações não se confunde, juridicamente, com o instituto da incorporação¹⁴⁷. Neste caso, uma sociedade absorve outra, que se extingue; trata-se, assim, de hipótese de extinção da companhia, conforme previsto no art. 219 da Lei 6.404/76.

No outro caso, a sociedade cujas ações se incorporam tem destino diverso: continua a existir, sem qualquer abalo em sua estrutura jurídica ou econômica, preservando personalidade e autonomia patrimonial e decisória. Da mesma forma, como bem aponta Daniel Kalansky, como da incorporação de ações não decorre a extinção da companhia que se torna subsidiária, seu patrimônio é mantido intacto, continuando a titular as relações ativas e permanecendo “responsável pela solução de suas obrigações” (2012:37). Por isso que, diversamente do que ocorre na incorporação, em que se “transmitem todos os direitos e deveres da incorporada”, na incorporação de ações não ocorre transmissão de direitos implicativos de sucessão, a qualquer título; ou seja, não se pauta no princípio da sucessão, como é o caso do outro instituto (da incorporação).

Com efeito, ao se deliberar a incorporação de ações, a sociedade incorporadora passa a deter a

¹⁴⁷ No mesmo sentido, Alberto Xavier: “[n]a verdade, *incorporação de ações* e *incorporação de sociedades* são fenômenos radicalmente distintos. As características essenciais da incorporação de sociedades consistem na *transmissão do patrimônio* da incorporada para a incorporadora, ocorrendo sucessão a título universal (...) bem como na *extinção da sociedade incorporada* (...). A alusão, na exposição de motivos, a uma mitológica figura de ‘incorporação sem extinção da incorporada’ constitui uma manifesta contradição nos próprios termos, dada a essencialidade da extinção da sociedade incorporada para que possa ocorrer o fenômeno de incorporação que, sendo uma ‘absorção’ (...) pressupõe o desaparecimento da sociedade absorvida” (2007:122-123).

totalidade das ações de emissão da sociedade incorporada, a qual, por sua vez, torna-se subsidiária integral daquela. Em contrapartida, os acionistas da sociedade cujas ações se incorporam recebem diretamente da incorporadora as ações que lhe couberem (art. 252, §3º).

1.5.1. O dilema da unipessoalidade e as exceções legisladas

Em outro estudo, em coautoria com Walfrido Jorge Warde Júnior, apontamos que “[a] regra de pluralidade de sócios é ultrapassada, foi superada em muitos ordenamentos, que aceitam a sociedade unipessoal; o legislador, contudo, ainda impede, no Brasil, por incompetência ou sob o argumento de que não haveria sociedade sem pluralidade de sócios, que se organize sociedade unipessoal de responsabilidade imanente” (Warde Júnior e Castro, 2013:67).

Esse conceito equivocado e restritivo, de que sociedade implica, apenas, uma efetiva associação entre duas ou mais pessoas para exercício de determinada atividade econômica e organizada, turva o necessário reconhecimento de que a sociedade é, também – e especialmente –, um centro de imputação de responsabilidade ilimitada, em contrapartida à limitação de responsabilidade de seus sócios. A não admissão de que, não raro, a sociedade é constituída apenas para que sócios delimitem seus riscos – e não porque intencionam, de fato, associarem-se – corresponde à negação da realidade.

Este estado de coisas não é absoluto, pois o sistema jurídico brasileiro admite, em algumas situações, a unipessoalidade. Essas admissões indicam que o repúdio à pluralidade, como princípio de direito societário, decorre de simples opção política, e não de sua própria estrutura. Tanto o CCB como a Lei 6.404/76 admitem a unipessoalidade superveniente e temporária, mas exigem a recomposição da pluralidade, em determinado prazo, sob pena de dissolução da sociedade¹⁴⁸.

Ademais, existe uma exceção, instituída em caráter permanente, à realidade limitadora da constituição de sociedade unipessoal: a subsidiária integral, que pode ser constituída, mediante

¹⁴⁸ O CCB estabelece, no art. 1.033, que se dissolve a sociedade quando ocorrer a “falta de pluralidade de sócios, não reconstituída no prazo de 180 dias”, enquanto o art. 206 da Lei 6.404/76 estabelece que a companhia se dissolve “pela existência de um único acionista, verificada em assembleia geral ordinária, se o mínimo de dois não for reconstituído até à do ano seguinte, ressalvado o disposto no art. 251”. Tais soluções legislativas cultivam o inconformismo, legítimo, de que se a sociedade pode operar com apenas um sócio, durante determinado período, sem que afete sua capacidade existencial, não há motivo para inversão abrupta dessa permissão, atribuindo-lhe a dissolução pela inexistência de mais de um sócio em seu quadro.

escritura pública, por um único acionista, que seja sociedade brasileira (art. 251 da Lei 6.404/76). A exceção legislativa contempla apenas (i) a constituição, por uma sociedade anônima, de outra sociedade anônima; (ii) por escritura pública; e (iii) desde que o acionista único seja brasileiro. A incorporação de todas as ações também resulta na criação de subsidiária integral, pelo fato de a incorporadora passar a titular a totalidade das ações da companhia cujas ações se incorporam, podendo existir, com essa composição, indeterminadamente.

1.5.2. O *Drop Down* como instrumento de reorganização

As restrições legislativas não impedem a adoção de sociedade unipessoal como veículo de reorganização, apesar de restringir seu alcance às subsidiárias integrais. E é mediante a constituição dessas companhias que se pratica o chamado *drop down*, ou, conforme palavras de Ricardo Tepedino, constituição de subsidiária integral com a finalidade de receber estabelecimento empresarial de sociedade que a cria (2006:64). Além de estabelecimento, a subsidiária pode receber, na integralização de capital, ativos de qualquer natureza, inclusive participação acionária, imóveis ou créditos¹⁴⁹.

Importa destacar que, ao se constituir a sociedade, ela terá personalidade própria e administração autônoma, que aplicará seus recursos a fim de realizar seu objeto, conforme orientação do conselho de administração, se existente, e da assembleia de acionistas.

Uma companhia pode, eventualmente, constituir diversas subsidiárias integrais, transferindo-lhes patrimônio para exercício de atividades empresariais, resultando em segregação jurídica e econômica da sociedade fundadora e de cada subsidiária. Após a reorganização, cada subsidiária integral passa a atuar em segmento específico, independentemente das demais, inclusive sob aspecto administrativo. Todas elas, no entanto, se sujeitam ao mesmo controle, da companhia que as criou, que deve exercê-lo com observância das normas constantes dos artigos 115 a 117 da Lei 6.404/76.

¹⁴⁹ Afirmam Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa e Zanon de Paula Barros: “O *drop down* é realizado por meio de aumento de capital que uma sociedade faz em outra, conferindo a esta ‘bens’ de natureza diversa, tais como estabelecimentos comerciais e industriais, carteiras de clientes, ‘atividades’, contratos, atestados, tecnologia, acervo técnico, direitos e obrigações’ etc. Na relação de ‘bens’ acima enumerados – que não esgota a ‘capacidade criadora’ dos empresários –, verifica-se a presença de elementos do ativo (inclusive intangíveis) e do passivo da sociedade conferente, o que suscita diversos problemas jurídicos” (2002:41).

1.6. Alienação de controle

A disciplina da alienação de controle está expressa no art. 254-A da Lei 6.404/76. Estabelece este artigo que “a alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle”. Partindo-se das premissas de que o acionista controlador, que contrata a alienação do controle, (i) é titular de direitos de sócios que lhe asseguram, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações assembleares e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; (ii) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia; devendo, no entanto, observar os limites impostos pelo art. 117, a implementação do negócio modifica substancialmente as bases da sociedade e a orientação do negócio.

Ademais, a alienação de controle costuma implicar a atribuição, pelo adquirente, de um “prêmio de controle”, isto é, do pagamento de um valor superior ao preço negociado, por ação, no mercado secundário. Isso porque, conforme aponta Nelson Eizirik, “considera-se que o poder de controle constitui um bem ao qual é atribuído valor próprio, que não se confunde com o valor individual das ações que garantem o seu exercício” (2011:414).

Trata-se, portanto, de modalidade de reorganização que modifica a estrutura societária e, ao mesmo tempo, tende a beneficiar o alienante, que se apropria, isoladamente, dos benefícios próprios do controle. Justamente para evitar essa apropriação individual que a Lei 6.404/76 determina que se faça, como condição da alienação de controle da companhia aberta, uma oferta pública de aquisição de ações, oferecendo-se aos demais acionistas proprietários de ações com direito a voto preço no mínimo igual a 80 % do preço pago às ações de controle.

As normas contidas no art. 254-A têm como pressuposto tutelar interesses de acionistas minoritários, em função das mudanças nas bases societárias derivadas da alienação de controle, por um lado, e da aquisição desse controle, por outro. A figura do controlador e a crença, dos acionistas minoritários, na sua capacidade de exercer o poder de dominação de

modo a orientar a companhia pelos melhores caminhos empresariais, são elementos de formação de decisão de comprar, ou não, ações de determinada companhia.

Não por acaso essas mudanças costumam ter impactos relevantes no valor das ações, conforme o mercado interprete de modo favorável ou desfavorável o movimento que se pretende realizar. Assim, o acionista minoritário, destinatário da OPA, terá a oportunidade de optar entre manter a ação, se concluir tratar-se de movimento adequado aos interesses da companhia, ou aliená-las se julgar, em sentido contrário, que a alienação poderá representar uma nova fase, de incertezas empresariais.

Deve-se admitir que o acionista minoritário, detentor de ação líquida, pode, sempre, vender suas ações em bolsa; mas o preço será aquele praticado pelo mercado, e não necessariamente idêntico e próximo ao valor que o art. 254-A define. As ações tenderão a iniciar ciclo especulativo ou, ao menos, incerto, subindo, ao anúncio da contratação da aquisição, se o mercado e, também, os acionistas minoritários apreciarem positivamente a pessoa ou grupo de pessoas adquirentes; e, negativamente, se essas pessoas não forem confiáveis ou não estiverem claras suas intenções. Os movimentos de alta ou baixa alternarão sob a influência de notícias, reais ou fictícias, sujeitando o acionista às incertezas do jogo especulativo.

Inexistisse a obrigatoriedade de OPA, a totalidade do preço de aquisição seria dirigida ao alienante, sem qualquer alocação aos demais acionistas, que restariam, como visto, largados à sorte dos movimentos não fundamentalistas de mercado. A OPA induz a construção de outra racionalidade na precificação da ação pelo adquirente que a assume, de partida, como necessária; afinal, deverá alocar parte dos recursos disponíveis para adquirir ações não integrantes do bloco de controle, levando-o a, nesse processo, diminuir o preço por ação, se os recursos forem insuficientes, ou negociar mecanismos de financiamento da aquisição.

Caso a companhia esteja listada no Novo Mercado ou no Nível 2, aos acionistas minoritários deve-se estender o preço de oferta formulado pelo adquirente ao alienante do controle, criando um mecanismo que ignora eventual contribuição do controlador para o sucesso da empresa e, conseqüentemente, retirando-lhe a possibilidade de aferição, por vias ortodoxas, de sobrepreço, por conta, justamente, de sua contribuição direta, na forma do art. 116, “b”, da Lei

6.404/76, ou de sua maior exposição ao risco da sociedade¹⁵⁰.

1.6.1. A situação do acionista da companhia fechada

As normas do Art. 254-A dirigem-se à companhia aberta e a seus acionistas, que podem vender suas ações no mercado, por preço estipulado pelo próprio mercado, que as precifica conforme distintos critérios, fundamentalistas ou especulativos. Em qualquer hipótese, seja de ultra ou subvalorização, o preço é semelhante para qualquer ação de mesma espécie e classe.

A situação do acionista de companhia fechada é bem distinta. Primeiro, porque as ações não têm liquidez, isto é, não são admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários; segundo, porque costumam estar vinculadas a acordo de acionistas, nos termos do art. 118 da Lei 6.404/76; e, terceiro, porque eventuais alienações implicam negociações privadas, procedimentos preparatórios e uma série de medidas acautelatórias, como auditoria e negociação de mecanismos de proteção do bem adquirido, recomposição de preço e indenização.

Mas há outro fator que justifica, por si só, a opção política de afastar a aplicação da norma do art. 254-A das alienações de controle de companhia fechada: a inexistência de apelo, prévio, à poupança pública. O acionista de companhia fechada opta por ingressar em seu capital necessariamente no ato de sua constituição ou em algum momento de sua existência, portanto, após a constituição; e por via de subscrição de aumento de capital ou por aquisição. Em qualquer uma das opções, não ocorrem apelos públicos e dirigidos ao mercado indistintamente; ao contrário, resulta de decisão estudada, negociada e, não raro, cujas bases se alteraram por sua iniciativa.

Presume-se, assim, que o acionista conhece o ambiente societário, sua estrutura de poder, seu alcance e suas limitações. Se os aceitou, mesmo que as condições possam, em algum momento, serem-lhe nefastas, presume-se que entendeu as regras do jogo. E não cabe ao

¹⁵⁰Os Regulamentos de Listagem de ambos os níveis ostentam a seguinte cláusula: “Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante”. Disponível em: bmfbovespa.com.br/.../Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf; acesso em 24 de maio de 2015.

legislador corrigir decisão equivocada, invertendo equívocos ou ineficiências privadas, sem consequência sistêmica. De modo que, se o acionista não cuidou de negociar proteção em relação a possível alienação de controle por parte do acionista controlador, não cabe ao legislador – ou ao judiciário – fazer-lhe as vezes. Essa lógica aplica-se tanto para o acionista que ingressa na constituição como para aquele que adquire ações ou subscreve aumento de capital de sociedade já existente.

Na primeira situação, de aquisição, espera-se dele, se agir com mínimo de diligência, que reconheça o ambiente societário, conheça os demais acionistas e se certifique de que as ações ou quotas adquiridas estejam vinculadas a acordo de sócios e identifique sua extensão; na segunda, de aumento de capital, em que se presume não exista acordo prévio vinculativo, espera-se que condicione e negocie, antes da subscrição, regras mínimas de proteção de sua posição e de seus interesses, como o direito de venda conjunta (ou *tag along*).

1.6.2. Caso Ticket-Comprocard

Trata-se de negócio celebrado em dezembro de 2011, pelo qual a totalidade dos sócios da Comprocard Administradora de Cartões, sociedade com sede em Vitória, e líder de mercado em seu Estado e outras sub-regiões contíguas, obrigou-se a ceder para Ticket 100% das quotas de determinada sociedade, formada com contratos e ativos cindidos da Comprocard. Essa estrutura foi motivada pela intenção do sócio controlador da Comprocard de: (i) alienar determinados ativos, com o que os demais sócios, minoritários, tiveram de concordar; e (ii) preservar determinados ativos e investimentos em atividades que não conflitavam ou concorriam com as atividades objeto da reorganização societária que se entabulava com a Ticket.

O preço do negócio era de até R\$ 57 milhões, sendo uma parcela fixa e outra variável. A parcela fixa poderia ser ajustada, para baixo, caso não se confirmasse, em auditoria a ser celebrada após o fechamento, certas premissas do negócio. A parcela variável estava atrelada à manutenção, em determinado período, do volume de negócios decorrente dos contratos de que a sociedade era parte. Como de costume, inclui-se cláusula de não concorrência, de modo a proteger o investimento realizado pelo adquirente, bem como cláusulas de retenção e recomposição de preço, decorrentes de eventuais contingências.

1.7. Aquisição de controle

Há três formas de aquisição de controle societário: (i) aquisição privada; (ii) escalada em bolsa; e (iii) mediante OPA (Oioli, 2010:80). A aquisição privada tende a ocorrer quando uma pessoa, ou grupo de pessoas, detém direitos de sócios que a qualifiquem como controlador, permitindo-lhe, com o negócio, não apenas vender suas ações isoladamente consideradas, mas o poder de fato, não tipificado e tutelado, como coisa, pelo direito. Negociações de aquisições privadas envolvem barganhas e oportunidades, tanto para quem adquire como para quem aliena. São oportunidades contrapostas, mas não antagônicas, as quais, quando ocorrem sem interferências conjunturais ou estruturais que colocam uma das partes em situação de inferioridade, tendem a resultar em acréscimo de bem-estar aos envolvidos. Ganha quem aliena, pois liquida seu investimento em troca de liquidez; e ganha quem adquire, pois, além de ações propriamente ditas, leva o poder de fato, que se expressa na possibilidade de eleger a maioria dos administradores e de usá-lo efetivamente para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da companhia. O negócio pode envolver sociedade com controle totalitário, majoritário ou minoritário, apesar de, nesta hipótese, o risco de perda do controle pelo adquirente, sem possibilidade de resistência, inibir sua ocorrência¹⁵¹.

A aquisição por escalada tem por pressuposto a realização de aquisições isoladas, a alienantes distintos, geralmente em bolsa. Costuma ser adotada em ambientes de dispersão acionária e pode, eventualmente, ser preparatória para uma negociação privada, de participação relevante ou de controle minoritário. Isso quando o adquirente inicia processo de aquisição de ações, por intermédio de negócios isolados, até atingir número de ações que, somadas às ações detidas por outro acionista minoritário, confira-lhe o controle majoritário. E aí se inicia a aproximação e negociação, em âmbito privado, daquelas ações. Essa modalidade de aquisição implica incertezas e inseguranças, geralmente não desejadas por quem se propõe a adquirir o controle: primeiro, quanto à oferta de ações em número que satisfaça sua pretensão; segundo, quanto ao preço, pois, o aumento de negociação com ações da companhia ou a percepção de que algum agente de mercado tenha iniciado processo intenso de aquisição, tenderá a fazer o preço subir;

¹⁵¹ Veja-se, aliás, a posição de Erik Frederico Oioli: “A primeira forma de aquisição do controle [privada], típica de mercados com elevada concentração acionária e pouca liquidez, é o negócio jurídico por meio do qual o acionista controlador aliena as ações integrantes do bloco de controle em montante tal que permita ao adquirente passar a ser o novo acionista controlador da companhia” (2010:80).

terceiro, o tempo necessário para alcance do número de ações desejadas; e, quarto, probabilidade de os propósitos serem revelados, passando a inexistir, a partir daí, sigilo quanto à intenção do adquirente¹⁵².

1.7.1. OPA do art. 257

A OPA do art. 257 da Lei 6.404/76 trata da aquisição de controle mediante oferta pública – também denominada, no idioma inglês, *takeover bid* (Azevedo, 2009:79). O texto é o seguinte: “[a] oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante. (...) §2º. A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável (...)”.

Está implícito que o objetivo da norma é tutelar a aquisição do controle por intermédio da realização de diversas compras isoladas de ações, as quais, em conjunto e mediante as mesmas condições, contidas na oferta, representam a maioria, mais uma das ações votantes; ou, caso o ofertante já possua ações, a compra de número de ações que, somadas às por ele detidas, totalizem a maioria mais uma das ações votantes. Somente esses cenários justificam a realização de oferta pública, dirigida indistintamente a qualquer acionista, oferecendo-lhe certas condições para que realize a venda de suas ações. Esses acionistas devem ser diversos –

¹⁵² Deve-se atentar, de todo modo, ao disposto na ICVM 358, de 3 de janeiro de 2002, sobretudo em seu art. 12: “Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, devem enviar à companhia as seguintes informações: (...) II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração do adquirente de que suas compras não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade; III – número de ações, bônus de subscrição, bem como de direitos de subscrição de ações e de opções de compra de ações, por espécie e classe, já detidos, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada; IV – número de debêntures conversíveis em ações, já detidas, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada, explicitando a quantidade de ações objeto da possível conversão, por espécie e classe; (...). §1º Está igualmente obrigada à divulgação das mesmas informações a pessoa ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, titular de participação acionária igual ou superior ao percentual referido no *caput* deste artigo, a cada vez que a referida participação se eleve em 5% (cinco por cento) da espécie ou classe de ações representativas do capital social da companhia. §2º As obrigações previstas no *caput* e no § 1º se estendem também à aquisição de quaisquer direitos sobre as ações e demais valores mobiliários ali mencionados. (...) §4º As pessoas mencionadas no *caput* deste artigo também deverão informar a alienação ou a extinção de ações e demais valores mobiliários mencionados neste artigo, ou de direitos sobre eles, a cada vez que a participação do titular na espécie ou classe dos valores mobiliários em questão atingir o percentual de 5% (cinco por cento) do total desta espécie ou classe e a cada vez que tal participação se reduzir em 5% (cinco por cento) do total da espécie ou classe”.

e seguramente “dispersos” – e não proprietários, isoladamente ou em conjunto, de ações que representem a maioria do capital votante.

Em outras palavras, a oferta pública para aquisição de controle implica a inexistência de acionista único detentor do controle majoritário; assim, não é correto afirmar, portanto, que o lado inverso da moeda é a alienação de controle. Apesar de o ofertante prestar-se à aquisição do controle, os acionistas que aceitam a oferta não o alienam individualmente. Nenhum acionista, supõe-se, detém quantidade de ações que o qualifique como acionista controlador. A aquisição resulta, portanto, da realização de diversos negócios jurídicos independentes, porém sujeitos aos mesmos termos e, por vezes, condicionados uns à concretização de outros¹⁵³. O controle não é, na hipótese, um bem, ou poder de fato, passível de transferência por qualquer acionista; ele se configura, ao contrário, apenas em decorrência do encontro de vontade de acionistas detentores de (simples) ações, que decidem aliená-las por conta da oferta. Assim colocada a situação, conclui-se, necessariamente, que esse instituto tem utilidade para aquisição de controle de companhia sem acionista proprietário da maioria das ações votantes, ou, de modo mais preciso, sem controlador majoritário, que o exerce de modo estável.

A conclusão obedece à formulação lógica: se houvesse um controlador majoritário, não faria o menor sentido uma oferta pública, complexa em seu procedimento, e onerosa em sua execução, para atingir apenas uma pessoa, a qual não tem qualquer incentivo para entabular um negócio dessa natureza sem obter vantagens de sua posição. O mencionado artigo estabelece, em suma, o procedimento para realização de aquisição originária, e não derivada; o controle, para o adquirente, surge com a consumação da oferta, e não a antecede.

Sob a perspectiva do alienante, fosse ele detentor de ações representativas da maioria do capital votante, um negócio envolvendo a alienação dessas ações se sujeitaria às normas do art. 254-A. Porém, independentemente das normas que incidiriam sobre o negócio, uma oferta para aquisição dessas ações seria, em princípio, um caminho improvável para sua concretização. A abordagem mais adequada nesse cenário é de caráter privado, em que o pretendente se dirige, pessoalmente ou pela ação de assessor, ao controlador, e sonda sobre o

¹⁵³ Essa condicionante está prevista no art. 258, III, ao estabelecer que o instrumento da oferta de compra indicará “a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado”.

interesse em tal negócio e sobre a possibilidade de formulação de proposta. A partir dessa sondagem, iniciam-se negociações sobre o objeto propriamente dito, preço, condição de pagamento, garantias e outros aspectos habituais ou fundamentais para esse tipo de negócio¹⁵⁴.

Uma aproximação privada, mesmo que se revele, publicamente, o interesse pelo negócio, é o caminho mais apropriado para iniciação, condução e conclusão do negócio. E a razão é intuitiva: a oferta pública não leva, em hipótese alguma, ao fim pretendido, pela inexistência de acionistas titulares de ações que, reunidas, possam configurar, sob ótica do ofertante, a aquisição originária de controle; o controle somente se adquire de modo derivado, isto é, mediante sua alienação, por quem o detém.

Esse cenário imperou durante décadas, até que a estrutura de capital da companhia brasileira comesçasse a passar por processo de mutação. Emprestam-se as palavras de Eduardo Secchi Munhoz sobre esse estado de coisas:

[a] despeito de a Lei das S.A. endereçar tratamento próprio a ambos os institutos, a doutrina e a jurisprudência, até recentemente, dedicaram atenção especial ao tema da *alienação de controle*. Afinal, dada a ausência de dispersão e, pelo contrário, a presença de elevado nível de concentração do capital votante, os negócios de aquisição de controle acionário restringiam-se às alienações. Por isso, o art. 254, ao tempo em que vigorou, e o art. 254-A protagonizaram os debates, ao sabor do vaivém da política normativa sobre a matéria (2013:289).

A aquisição de controle disciplinada pela Lei 6.404/76 pressupõe, portanto, a inexistência de dominação estável, caracterizada pela propriedade por um acionista ou grupo de acionistas, reunido em acordo da maioria das ações votantes. A realização de oferta para aquisição de controle estável consiste em movimento imprestável aos fins pretendidos, pois não tem o condão de atrair acionistas não vinculados entre si para praticarem ato, de venda, cujo resultado possibilitará ao proponente o poder de controle societário. Essa máxima pode ser desafiada apenas quando não se tiver clara a situação fática do controle da companhia.

1.7.2. O caso Sadia/Perdigão: trapalhada histórica ou genialidade incompreendida?

Sadia e Perdigão disputavam ferozmente a preferência nacional de produtos de diversas linhas.

¹⁵⁴ No mesmo sentido: Azevedo, 2009:81.

A rivalidade vinha de longa data, e de regiões próximas: aquela, fundada em 1944, na Cidade de Concórdia¹⁵⁵; a outra, em 1934, na cidade de Vila das Perdizes (atual Videira)¹⁵⁶, ambas em Santa Catarina. A disputa extrapolou os limites regionais e alcançou a nação. Ao longo do tempo, as estruturas societárias de ambas foram distanciando-se, mantendo-se a Sadia sob controle familiar, enquanto a Perdigão passou a ostentar uma base acionária com outras características, marcada pela presença de investidores institucionais.

Em certo momento dessa história de concorrência – e sucesso –, uma delas tentou passar a dominar a outra, adquirindo-lhe o controle. E como não havia um acionista que detivesse a maioria das ações votantes, lançou-se uma oferta pública, na esperança de convencer a maioria dos acionistas a alienar suas ações. Apenas não se contava com o poder de manipulação e reação dos acionistas que, mesmo detentores de menos da maioria das ações votantes, dominavam os ambientes deliberativos.

A Sadia pretendia adquirir o controle da Perdigão; essa pretensão não implicava, por outro lado, a alienação de controle, pois nenhum acionista ou grupo de acionistas poderia aliená-lo, pois não o detinha. Daí a proposta, constante do edital, de aquisição do controle da Perdigão, mediante a aquisição de, pelo menos, 66.978.577 ações de sua emissão, representativas de 50% mais uma das ações votantes, podendo a aquisição estender-se a até a totalidade das ações com direito a voto. O preço ofertado foi de 135% da cotação unitária média das ações, apurada com base no período de trinta dias anteriores à publicação do edital. Segundo Luiz Leonardo Cantidiano, “(...) dita proposta pública atendia, a um só tempo, (1) a regulamentação vigente – *que faculta a apresentação de oferta voluntária visando à aquisição do controle acionário da companhia alvo* –, (2) as normas constantes do estatuto da Perdigão, não apenas quanto à obrigatoriedade de apresentação de oferta (...) mas também quanto aos critérios para a determinação do preço ofertado e (3) a regulamentação editada pela Bovespa, aplicável às companhias abertas” (2006:234).

Ainda conforme o autor, após a oferta, a Perdigão divulgou fato relevante informando a respeito da recusa por parte de acionistas titulares de ações representativas de mais da metade

¹⁵⁵ Disponível em: <http://www.sadia.com.br/sobre-a-sadia/linha-do-tempo.jsp>, acesso em 25 de janeiro de 2015.

¹⁵⁶ Disponível em: <http://mundodasmarcas.blogspot.com.br/2006/08/perdigo-todo-mundo-adora-perdigo.html>, acesso em 25 de janeiro de 2015.

das ações, número que superava o mínimo de ações que a Sadia pretendia adquirir, frustrando sua pretensão. Daí iniciou-se uma batalha com divulgações de fatos, e ofícios da CVM, até que a Sadia divulgasse novo fato relevante, informando a respeito da elevação do valor, mantendo, no entanto, todas as condições da oferta, inclusive a exigência de alienação, por acionistas ofertados – logo, de aquisição pela Sadia – daquele número mínimo de ações. Na sequência dessa divulgação, a Perdigão divulgou novo fato relevante comunicando a recusa por acionistas representando 55,30% do capital social.¹⁵⁷

Apesar de a Perdigão não contar com acionista ou bloco de acionistas titulares da maioria de ações, podia-se presumir a formação de um grupo de influência, composto de fundos de pensão, pela inexistência de oscilações de orientação entre assembleias e pela indicação de membros da administração, sob a mesma liderança. Por esse motivo, as teses que se formulam sobre a avaliação da Sadia indicam que (i) seus administradores ignoravam essa estabilidade tácita, tendo cometido um equívoco de avaliação dos fatos; ou (ii), apesar de conhecerem essa realidade, tentaram forçar o rompimento dessa vinculação, seja pela sedução do preço ou pela pressão da opinião pública, na tentativa de uma conquista histórica de seu principal concorrente; ou (iii) detinham informação de que grupos relevantes de acionistas aceitariam a proposta, tendo sido traídos durante o processo.

Independentemente da tese e dos motivos que os levaram a formular a proposta, a estrutura de capital da Perdigão e a composição de votos em assembleia permitiam indicar a inexistência de instabilidade em âmbito acionário, o que revela a incerteza de uma oferta pública de aquisição de controle quando existem acionistas minoritários com participações relevantes ou acionistas que exerçam, sobre os demais, influência significativa. E revela, ainda, a impropriedade de adoção do instituto para aquisição de controle majoritário (Azevedo, 2009:81).

1.7.3. A aquisição de controle de sociedade empresária por companhia aberta

A Lei 6.404/76 consagra normas específicas à aquisição, por companhia aberta, de controle de outras sociedades, abertas ou não. Conforme previsto no art. 256, o negócio dependerá de

¹⁵⁷ Cf. Cantidiano (2006:234-235). Neste estudo, o autor apresenta de modo mais detalhado os fatos ocorridos e explica cada movimento.

deliberação da assembleia geral da adquirente, convocada especialmente para conhecer, da operação, se: o preço de compra constitui um investimento relevante, entendendo-se por investimento relevante, conforme o art. 247, Parágrafo único, “(a) em cada sociedade coligada ou controlada, se o valor contábil é igual ou superior a 10% do valor do patrimônio líquido da companhia; (b) no conjunto das sociedades coligadas e controladas, se o valor contábil é igual ou superior a 15% do valor do patrimônio líquido da companhia”; ou se, na forma do art. 256, II, “o preço médio de cada ação ou quota adquirida ultrapassar uma vez o maior dos três referenciais: (a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os 90 dias anteriores à data da contratação; (b) valor de patrimônio líquido (art. 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, §1º); (c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a quinze vezes o lucro líquido anual por ação (art. 187, VII) nos dois últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente”.

A proposta ou contrato de aquisição, acompanhado do laudo de avaliação, será submetido à deliberação da assembleia, para aprovação do negócio ou sua ratificação, caso a submissão ocorra após sua realização. Se o preço de aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três referenciais mencionados acima, o acionista dissidente terá direito de retirar-se, mediante reembolso.

1.8. Alienação ou aquisição de participação societária

Tanto a alienação de ações ou a cessão de quotas, ou a aquisição de ações ou quotas, se prestam às mesmas finalidades, respeitadas as características próprias decorrentes da natureza do bem objeto do negócio societário: valores mobiliários, no primeiro, e direitos, no segundo. Mas, em qualquer caso, traduz, ao final, um negócio em que se pretende a transferência de direitos de sócio, com expressão econômica, e que se diferencia da alienação ou aquisição de controle pela irrelevância quantitativa para fins de exercício da dominação societária. Fato que não torna esses negócios irrelevantes do ponto de vista econômico ou, eventualmente, do ponto de vista do exercício do poder de controle.

Negócios dessa natureza tornam-se mais ou menos relevantes em função da importância política associada a essa participação societária. Em qualquer hipótese, e sempre que houver um sócio detentor da maioria das ações votantes ou quotas, deve-se considerar, como

elemento central e fundamental à realização do negócio, o direito de preferência dos sócios não alienantes. Direito que decorre de lei ou de acordo entre sócios.

Com efeito, o art. 1.057 do CCB estabelece que “[n]a omissão do contrato, o sócio pode ceder sua quota, total ou parcialmente, a quem seja sócio, independentemente de audiência dos outros, ou a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de um quarto do capital social”. Além da possibilidade da disciplina de obstáculos ao ingresso de sócios, esse dispositivo abre oportunidade à contratação de cláusulas de direito de preferência, pelas quais eventuais cessões devam ser precedidas de consulta aos demais sócios, que poderão adquirir as quotas nas mesmas condições entabuladas com eventual terceiro interessado. Tal direito, aliás, costuma ser regulado em acordo de sócios, mesmo não existindo previsão expressa no CCB, trasladando-se, porém, da Lei 6.404/76, por conveniência do Parágrafo único do art. 1.053, que autoriza a previsão de regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima.

Na Lei 6.404/76 a permissão para contratação de cláusulas de preferência decorre do art. 118, que regula os acordos de acionistas, da seguinte forma: “[o]s acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede”¹⁵⁸.

1.9. Subscrição de ações

O art. 170 da Lei 6.404/76 prevê que, após a realização de $\frac{3}{4}$ do capital social, podem os acionistas deliberar aumentá-lo, mediante subscrição pública ou particular. A fixação do preço não pode implicar diluição injustificada dos acionistas existentes, mesmo que se lhes seja concedido, na forma da lei, direito de preferência para sua subscrição. Daí a lei estabelecer obrigatoriedade de observância, alternativa ou conjunta, dos seguintes critérios: (i) perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) valor do patrimônio líquido da ação; (iii) cotação de suas ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

¹⁵⁸ Investidores transitórios costumam regular nesses acordos direitos específicos, mais intensos do que os previstos em lei, visando à proteção de seus investimentos. É comum, ainda que disponham de direitos de veto sobre matérias societárias e empresariais, como incorporação e cisão, aquisição de participação societária e trespasse.

O art. 171 estabelece que os acionistas da companhia têm direito de preferência para subscrição das novas ações, na proporção do número de ações que possuem. Sendo o capital dividido em ações de espécies ou classes distintas e sendo o aumento realizado por emissão de mais de uma espécie ou classe, deve-se observar o seguinte:

a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre ações idênticas às de que for possuidor; b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento; c) se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento.

O prazo para exercício do direito de preferência deve ser fixado no estatuto, servindo como norma geral, aplicável a qualquer aumento de capital. Ou pela assembleia geral, que servirá para o caso concreto. Havendo previsão estatutária, a assembleia somente poderá fixar novo prazo se houver previsão expressa nesse sentido. Caso contrário, haverá de proceder a uma reforma do estatuto previamente à fixação de prazo distinto, seja para prever o novo prazo, seja para inserir-lhe cláusula permissiva de determinação de prazo distinto do estatutário.

A preferência é direito essencial do acionista, catalogado no inciso IV do art. 109 da Lei 6.404/76. De modo que nem o estatuto, nem a assembleia podem evitar ou impedir que o acionista o exerça. Mas há duas exceções, dirigidas às companhias abertas, conforme previsão do art. 172, e uma terceira, dirigida tanto à aberta como à fechada.

No tocante à companhia aberta, seu estatuto, quando contiver autorização para aumento de capital, “pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263”.

A restrição geral, aplicável à aberta ou à fechada, está contida no Parágrafo único do mesmo artigo, e decorre de exclusão estatutária de preferência “para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais”.

A subscrição pode implicar uma reorganização, ou não.

Ocorrendo o exercício do direito de preferência por todos os acionistas, não se operará reorganização societária. A base acionária será a mesma, mantendo-se inalterada a malha relacional. O controle continuará a ser exercido pela pessoa ou pessoas que o exerciam, conservando, cada grupo de acionistas, os mesmos direitos anteriores: assim, quem se qualificava como controlador manterá sua posição, tal qual antes do negócio. Ou seja, se o controle fosse exercido de modo totalitário, o subscritor único continuaria, logicamente, a exercê-lo totalitariamente; se majoritário ou minoritário, idem, com a mesma participação percentual anterior. Opera-se, portanto, um aumento de capital e acréscimo do número de ações, na devida proporção, de maneira que os subscritores passarão a ser proprietários de número maior de títulos, mas que indicarão um percentual idêntico ao que antes detinham, sobre o capital total.

Por outro lado, as reorganizações decorrentes de subscrições ocorrem quando acionistas, mesmo titulares de direito de preferência, não o exercem, ou naquelas hipóteses em que o estatuto pode privá-los do direito. As reorganizações, nessas hipóteses, desmembram-se em voluntária e estatutária (ou involuntária).

Será voluntária se o acionista titular o direito, podendo decidir, livremente, se o exerce ou não. Decorre de: (i) decisão individual; (ii) decisão coletiva; ou (iii) necessidade. A decisão será individual se o acionista, isoladamente e sem qualquer influência interna ou externa, decidir não aderir à subscrição, qualquer que seja a motivação (falta de recursos, descrença na empresa, vontade de ser diluído). Será coletiva se fruto de uma decisão negociada com outros acionistas, que abrirão mão de seus direitos para permitir que uma pessoa ou grupo de pessoas, acionista ou não, subscreva as ações. Costuma ocorrer quando essa pessoa, acionista ou não, está associada a algum ganho ou benefício à companhia ou aos acionistas, ou como solução a uma necessidade ou contingência. E, por isso, essas subscrições tendem a (a) permitir o ingresso de novo acionista ou o reforço de acionista existente, visando a atrair capital para

emprego na empresa, melhoria da própria estrutura de capital ou outro motivo estratégico ou tático, bem como a (b) solucionar uma situação de crise, qualquer que seja ela. Finalmente, as havidas por necessidade decorrem dessa situação, às vezes emergencial, de se negociar e admitir um novo sócio, provedor de recursos imediatos.

A reorganização involuntária fundamenta-se na possibilidade de oferta de ações, sem direito de preferência, na forma admitida em lei. Nessa modalidade, mesmo que todos os acionistas queiram manter suas posições, não poderão impedir que se pratiquem atos que poderão abalar suas posições. Esse resultado se opera também na modalidade descrita no inciso I do art. 172, de venda em bolsa de valores ou subscrição pública. Isto porque a probabilidade de que todos os acionistas da companhia adquiram ou subscrevam ações, em mesma proporção, sem o ingresso de novo acionista – portanto, sem modificação da base anterior – é remota.

1.10. Transformação

Transformação é a operação pela qual a sociedade passa de um tipo para outro. A transformação não abala a existência da sociedade, que não se dissolve ou se liquida. Existe tal qual antes do ato, porém sujeita a outro regime jurídico. Também não sofre mutação de personalidade. A pessoa jurídica é a mesma. Trata-se, conforme José Luiz Bulhões Pedreira, de “[...] negócio jurídico unilateral – [que] modifica apenas o sistema jurídico particular que organiza normativamente a sociedade: a pessoa jurídica, o patrimônio e os sócios que formam o corpo social continuam os mesmos. Não há sucessão de patrimônio – o que pressupõe pessoas jurídicas distintas” (Lamy Filho e Pedreira, 2009:1741).

Tanto a Lei 6.404/76, no art. 221, como o CCB, no art. 1.114, estabelecem que a transformação exige o consentimento unânime dos sócios, salvo se prevista, no estatuto ou no contrato social, norma permissiva por deliberação não unânime; em contrapartida, a lei confere a sócios minoritários direito de retirada¹⁵⁹.

¹⁵⁹ O Parágrafo único do art. 221 da Lei 6.404/76 autoriza a renúncia, no contrato social – refere-se apenas a contrato social, descartando, portanto, a sociedade anônima – ao direito de retirada no caso de transformação em companhia. Ou seja, é norma dirigida à sociedade limitada, cujos efeitos se produzem sobre sócios desse tipo de sociedade.

1.10.1. O art. 1.114 do CCB: previsão no ato constitutivo

Ao contrário do que sugere o art. 221 da Lei 6.404/76, segundo o qual o afastamento de unanimidade deve estar previsto no estatuto ou no contrato social, o CCB refere-se a ato constitutivo. Com efeito, a redação é a seguinte: “Art. 1.114. A transformação depende do consentimento de todos os sócios, salvo se prevista no ato constitutivo, caso em que o dissidente poderá retirar-se da sociedade, aplicando-se, no silêncio do estatuto ou do contrato social, o disposto no art. 1.031” (grifou-se).

Detecta-se uma aparente antinomia, pela previsão de normas distintas, sobre o mesmo objeto. Mas a aparência se dissipa. A solução se dá pela via do art. 1.053. Adotando a sociedade a regência supletiva das companhias, aplica-se o disposto no art. 221, de modo que a previsão no contrato não há de ser originária, ou seja, prevista no ato constitutivo. Assim, podem os sócios deliberar a modificação do contrato social, respeitados os procedimentos legais e contratuais, a fim de inserir ou alterar cláusula sobre a transformação; e, na sequência ou em data posterior, deliberar a transformação da sociedade, conforme o quórum inserido na reforma.

1.11. Negócios preparatórios para reorganizações societárias: debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição

Esses negócios não têm natureza de reorganização em sua origem, mas contemplam, em sua estrutura, algum mecanismo que poderá resultar em modificação da base societária. A reorganização não será a causa, mas, sim, a consequência. São exemplos (i) as debêntures conversíveis em ações e (ii) os bônus de subscrição.

(i) Debêntures conversíveis em ações. Os arts. 52 e ss. da Lei 6.404/76 tratam das debêntures, valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/76, que conferem aos seus titulares direito de crédito contra a companhia, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado. Esses valores permitem às companhias emissoras financiar o giro empresarial, o crescimento da atividade empresarial, aquisições, a renegociação de dívidas existentes ou a modificação do perfil de endividamento. Enfim, instrumentaliza o acesso a recursos financeiros, geralmente com custo menor do que o praticado por agentes de mercado, como instituições financeiras.

Uma mesma companhia poderá efetuar mais de uma emissão, podendo, ainda, dividi-la em séries. As debêntures de mesma série devem ter igual valor nominal e conferir idênticos direitos a seus titulares. Dadas essas características, trata-se de instrumento de possível recorrência, à disposição do empresário (companhia)¹⁶⁰, observadas certas formalidades e sujeito à aceitação pelo mercado dos títulos da emissora.

Além de se prestarem à captação de recursos qualificados exclusivamente como dívida, a Lei 6.404/76 admite a emissão de títulos que aqui, neste trabalho, se denominam de híbridos, pela possibilidade de conversão em ação. A disciplina consta do art. 57. Com efeito, as debêntures podem ser conversíveis nas condições da escritura, que indicará, necessariamente, dentre outros aspectos, (i) as bases da conversão, (ii) a espécie e classe em que se poderá realizar a conversão, (iii) prazo e época para exercício do direito e (iv) demais condições para conversão.

Tratando-se de simples negócio de dívida, ou seja, inexistindo previsão de conversibilidade, não haverá, portanto, reflexo societário. Aliás, serve à estabilização do *status quo*, visto a companhia acessar recursos sem a necessidade de aportes dos sócios, por via de subscrição, privada ou pública, o que, como visto, pode resultar em reorganização societária. Em outras palavras, serve ao controlador para que atraia recursos de terceiros, para emprego na empresa que domina.

Mesmo resultado não se produz em caso de emissão de debêntures conversíveis. Isso porque, com a conversão, o capital e sua distribuição são afetados nos termos estabelecidos na escritura. Opera-se, portanto, a diluição dos acionistas em favor dos então debenturistas. Reorganiza-se a estrutura societária, podendo haver reflexo no poder de controle societário ou empresarial. Mesmo que não se afetem os controles, novos acionistas passarão a compor a malha relacional e disporão de meios para exercício de seus direitos, como de fiscalização ou eleição de administradores, na forma da lei.

Aliás, justamente para evitar que se produza a diluição e consequente reorganização, sem a possibilidade de acionistas decidirem se acompanharão o aumento, prevê-se, no §1º do artigo,

¹⁶⁰ Sobre a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas regidas supletivamente pela Lei 6.404/76, v. Pitta, 2013.

direito de preferência aos acionistas para subscrição da emissão¹⁶¹.

(ii) Bônus de subscrição. Bônus de subscrição são valores mobiliários que conferem aos seus titulares direito de subscrever ações do capital social, nas condições previstas nos respectivos certificados. O exercício ocorre mediante apresentação do título à companhia e pagamento do preço de emissão das ações, contempladas no bônus. A emissão desses títulos é admitida apenas em companhias cujos estatutos contenham autorização para aumento de capital independentemente de reforma estatutária (capital autorizado). Isto porque a emissão dos bônus restringe-se ao limite do capital autorizado. A companhia poderá alienar bônus de subscrição ou atribuí-los como vantagem adicional aos subscritores de ações ou debêntures. Em qualquer hipótese, a deliberação sobre a emissão e suas características compete à assembleia, exceto se houver atribuição estatutária ao conselho de administração.

Pelo fato de o exercício do bônus afetar – ou presumidamente afetar – a estrutura societária, com a diluição de acionistas e, eventualmente, modificação do poder interno, determina-se, no Parágrafo único do art. 77, que os acionistas gozarão de direito de preferência para subscrevê-los¹⁶²⁻¹⁶³.

Servem, do ponto de vista prático, desde para implementação de reestruturações financeiras, de modo a permitir que o provedor de recursos subscreva, no futuro, ações da companhia, beneficiando-se de eventuais crescimentos (e premiando o risco tomado), passando pela atração de acionistas em ofertas públicas de companhias promissoras, mas ainda sem suficiente histórico, como para sedução de acionistas, já existentes, em aumentos de capital, para que provejam recursos necessários à antecipação de objetivos. A contrapartida, ao subscritor, consiste, geralmente, na possibilidade de subscrição, mediante condições ou não, de ações a preços determinados, os quais, no momento do exercício – estima-se – estejam aquém do preço de mercado; ou, tratando-se de companhia fechada, representem cifra inferior ao preço de avaliação, conforme métodos usualmente adotados.

¹⁶¹ Deve-se observar, no entanto, assim como ocorre em relação ao direito de preferência para subscrição de aumentos de capital, o disposto nos arts. 171 e 172; de modo que o direito não é absoluto.

¹⁶² Observando-se, neste caso também, o disposto nos arts. 171 e 172.

¹⁶³ Para os coautores da Lei 6.404/76, é “(...) título especulativo: não confere direitos de sócio nem crédito pecuniário contra a companhia, mas o direito de adquirir ações de sua emissão por preço fixo, ou determinável segundo critérios definidos, o que permite a seu titular realizar ganho se e quando, dentro do prazo se exercício do direito, o valor de mercado da ação for superior ao preço de emissão” (Lamy Filho e Pedreira, 2009:647).

Para Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, também revelam utilidade às companhias fechadas, a fim de compor interesses de grupos de acionistas, oferecendo-se a alguns dentre esses o direito de aumentar sua participação, no futuro, mediante a aquisição de ações por preço previamente fixado (Lamy Filho e Pedreira, 2009: 648)¹⁶⁴.

2. Reorganização empresarial

São exemplos de modalidades de reorganização empresarial: (i) alienação ou aquisição de estabelecimento; (ii) alienação ou aquisição de carteira de clientes; (iii) alienação ou aquisição de parcela relevante de ativos; e (iv) alienação ou aquisição de direitos de PI.

2.1. Alienação ou aquisição de estabelecimento

A definição de estabelecimento está prevista no art. 1.142 do CCB: “[c]onsidera-se estabelecimento todo complexo de bens organizados, para exercício da empresa, por

¹⁶⁴A cláusula que se transcreve foi extraída de uma reorganização complexa, que envolvia diversas partes com interesses distintos, aquisição de ações, compromisso de subscrições, com integralizações em dinheiro e ativos, dentre outras características próprias, que tomaram mais de um ano de negociações, delas participando dezenas de advogados e assessores. Os bônus foram atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de emissões, na forma do art. 77 da Lei 6.404/76. Com algumas adaptações, a cláusula era a seguinte: “1. Simultaneamente ao Fechamento e ao Aporte de Recursos em Dinheiro, a Companhia deverá emitir bônus de subscrição (‘Bônus de Subscrição’), na forma do art. 75 e ss. da Lei nº 6.404/1976, nas quantidades e com as características adiante convencionadas: (i) uma vez aprovada a Incorporação de Ações, serão emitidos três lotes de Bônus de Subscrição (‘Bônus Incorporação’) com preço de emissão global de R\$ [--], atribuindo-se o preço de R\$ [--] para cada lote. O primeiro lote será composto por [--] bônus e o segundo e terceiro lotes serão compostos por [--] bônus, que poderão ser exercidos pelo Acionista A em 3 (três) momentos distintos (‘Datas de Exercício do Bônus Incorporação’): (i.a) o primeiro lote de Bônus Incorporação poderá ser exercido pelo Acionista a partir do termo final do prazo de 6 (seis) meses contados da data da Assembleia Geral Extraordinária da Companhia que aprovar a Incorporação de Ações (‘Data do Primeiro Exercício de Bônus Incorporação’); (i.b) o segundo lote de Bônus Incorporação poderá ser exercido pelo Acionista a partir do termo final do prazo de 12 (doze) meses contados da data da Assembleia Geral Extraordinária da Companhia que aprovar a Incorporação de Ações (‘Data do Segundo Exercício de Bônus Incorporação’); e (i.c) o terceiro lote de Bônus Incorporação poderá ser exercido pelo Acionista a partir do termo final do prazo de 18 (dezoito) meses contados da data da Assembleia Geral Extraordinária da Companhia que aprovar a Incorporação de Ações (‘Data do Terceiro Exercício de Bônus Incorporação’); (ii) uma vez subscritas [--] ações, ao preço de emissão global de R\$ [--], serão emitidos 4 (quatro) lotes de Bônus de Subscrição (‘Bônus Conferência’), com preço de emissão global de R\$ [--], atribuindo-se o preço de R\$ [--] para cada lote. Cada um dos três primeiros lotes será composto por [--] bônus e o quarto lote será composto por [--] bônus, que poderão ser exercidos pelo Acionista em 4 (quatro) momentos distintos (‘Datas de Exercício do Bônus Conferência’), distribuídos em intervalo de 24 meses, da seguinte forma: (ii.a) o primeiro lote de Bônus Conferência poderá ser exercido pelo Acionista a partir do termo final do prazo de 6 (seis) meses contados da data de integralização das ações; (...)”. Além dos bônus acima transcritos, previa-se, nessa mesma reorganização, a emissão de mais oito lotes de bônus, em decorrência da subscrição e integralização de ativos específicos, prometidos na subscrição de aumentos de capital. Determinou-se, ainda, que cada bônus conferiria direito de subscrição de uma ação ordinária, mediante o pagamento de preço de emissão de R\$ [--] por ação.

empresário, ou por sociedade empresária¹⁶⁵”. Congrega-se, portanto, o conjunto de bens, materiais ou imateriais, reunidos pelo empresário, para exercício da atividade empresarial. A escolha dos bens, sua reunião e destinação oferecem características únicas ao estabelecimento, caracterizando-o singularmente¹⁶⁶. A configuração do estabelecimento é consentânea com o nascimento da atividade empresarial e não há como dar-se início à exploração de qualquer atividade empresarial, sem a sua organização (Coelho, 1998:164).

Assim, integram o estabelecimento, exemplificando, o ponto empresarial, a marca e outros direitos de PI, móveis, computadores, *softwares* e imóveis. Esses bens, isoladamente, têm valores próprios, podendo ser alienados pelo valor residual contábil ou pelo valor que eventual comprador estiver disposto a pagar. De modo separado, portanto, valem, em princípio, como qualquer outro bem semelhante, com mesma utilidade ao comprador. Por outro lado, organizando-os de modo específico, visando ao exercício da atividade empresarial, o empresário empresta-lhes funções únicas, no bojo do estabelecimento, acrescentando-lhes valor, decorrente da forma como se combinam. É o que se denomina de “sobrevvalor” (Coelho, 1998:164). De modo que o valor do estabelecimento, sob enfoque econômico, não se representa pela soma dos bens singularmente considerados; mas, sim, pela utilidade decorrente da reunião de seus elementos.

Fábio Ulhoa Coelho qualifica os bens do estabelecimento como aqueles indispensáveis ou úteis para o desenvolvimento da empresa. Esse conceito restritivo é relevante no âmbito da alienação, especialmente no que se refere aos bens, desse estabelecimento, que comporão o negócio jurídico. Desconsiderando-se, porém, essa situação, qualquer bem, mesmo que de aparente inutilidade, integra o estabelecimento. O direito é sensível a essa ação organizacional utilitária do empresário, consagrando, segundo o mesmo autor, a preservação do investimento

¹⁶⁵ O texto comete uma imprecisão e uma omissão. A imprecisão se revela pela redundância do emprego dos termos empresário e sociedade empresária como agentes da organização do estabelecimento. Agente, precisamente, o é o empresário, genericamente qualificado como “quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou serviços”. E por empresário entende-se a pessoa natural ou a sociedade empresária cuja atuação se identifica com a descrição normativa. São – tanto a pessoa natural como a sociedade – espécies de empresários, e não sujeitos distintos. Quanto à omissão, procede da própria imprecisão. Isto porque não menciona a Eireli, como agente organizador do estabelecimento. Assim, deve-se compreender como agente organizador do estabelecimento empresarial o empresário, que pode atuar como pessoa natural, ou assumir a forma de sociedade ou de Eireli.

¹⁶⁶ A tentativa de reprodução sem a devida autorização pode, dependendo da forma empregada, ser tipificada como concorrência desleal, conforme previsto no art. 195 da Lei 9.279, de 14 de maio de 1996.

realizado na organização da empresa.

O estabelecimento não se confunde com o empresário ou com a empresa. Empresário é o sujeito – pessoa natural ou jurídica (sociedade empresária ou Eireli) – que exerce atividade profissional, organizada, para produção ou circulação de bens ou serviços; é, pois, quem organiza a empresa. Empresa, sob perfil funcional, é a própria atividade (Asquini, 1943:116).

Define o art. 1.143 do CCB que o estabelecimento pode ser objeto unitário de direitos e de negócios jurídicos, translativos ou constitutivos, que sejam compatíveis com a sua natureza. Interessa, a este estudo, o negócio denominado *trespasse*, ou contrato de *compra e venda* de estabelecimento empresarial. A aquisição de estabelecimento, sob o ângulo do adquirente, ou a alienação, sob o do alienante, são, *a priori*, lados inversos de mesma moeda. O alienante aliena bens organizados e integrantes do estabelecimento. Ou seja, é objeto do negócio, diretamente, o estabelecimento e, indiretamente, os bens que o compõem. Sendo o empresário o proprietário do estabelecimento, será o sujeito legitimado a contratá-lo.

Assim, se, por um lado, o vendedor é empresário que detém título para entreter relação de compra e venda de bens que integram seu patrimônio – e nele se inscrevem isoladamente, mas que se alienam indiretamente, encapsulados no estabelecimento, este sim objeto do negócio –, por outro lado, o do comprador, ocorre uma mutação inversa à observada na contraparte: o estabelecimento passa a integrar o seu patrimônio; mas, aqui também, sem qualquer reflexo de natureza societária. O empresário não desaparece com o negócio, como também não se modifica a sua composição societária; da mesma forma o empresário adquirente mantém sua estrutura societária inalterada. Abalam-se, apenas, as formações de seus patrimônios, de forma reflexiva do negócio realizado.

2.1.1. Distinções entre *trespasse* e cessão de quotas ou alienação de ações

Tanto sujeitos como objetos são distintos. No *trespasse*, o alienante é, necessariamente, empresário. E o adquirente, se não o era, passará a sê-lo se mantiver a exploração da atividade empresarial. Apenas não o será se sua intenção for a aquisição e destinação dos bens, integrantes do estabelecimento, de modo isolado, e sem finalidade empresarial. Tal situação se coloca se e quando o empresário alienante aliena o estabelecimento por preço inferior à soma

dos bens que o compõem, de maneira que a venda isolada tem potencial de produzir resultado superior à venda integrada¹⁶⁷. Quanto ao objeto do negócio, como já visto, será, necessariamente, o estabelecimento – mesmo que, indiretamente, se pretenda acessar e desmembrar os bens que o compõem de forma isolada.

Em relação à cessão de quotas ou à alienação de ações, o sujeito poderá, ou não, revestir a qualidade de empresário. Mas essa característica não é essencial ao negócio. Pode o alienante ser pessoa física, titular de quotas ou ações, que não exerça, pessoalmente, atividade empresária; ou pode ser sociedade, empresária ou não, que detém participação em outras sociedades. A natureza do sujeito é irrelevante. Quanto ao objeto não será, em qualquer situação, bens atribuídos à atividade empresarial, mas quotas ou ações representativas de capital. O produto do negócio é direcionado ao sócio (alienante), e não ao empresário, de maneira que não se integra ao seu patrimônio. Todos os bônus – por exemplo, ganho de capital – ou ônus – prejuízo – são observados pelo então proprietário, sem relação direta com o patrimônio da sociedade.

2.1.2. Elementos do estabelecimento objeto do contrato de trespasse, aviamento e clientela

Fábio Ulhoa Coelho referiu-se aos elementos do estabelecimento como sendo aqueles indispensáveis ou úteis ao desenvolvimento da empresa (1998:164). No trespasse, a indispensabilidade ou utilidade deve ser avaliada sob a perspectiva do adquirente. Explica-se: é possível que bens, essenciais ou indispensáveis ao alienante, se sobreponham ou possam ser substituídos, de modo mais eficiente, pelo adquirente, que os descarta do negócio. A verificação se faz de modo casuístico, conforme critérios próprios do adquirente. Imagina-se, assim, que lhe interessem o ponto empresarial e os bens materiais, apenas. Nesse cenário, os direitos de PI, notadamente referentes à marca, não integram o negócio¹⁶⁸⁻¹⁶⁹.

¹⁶⁷ O fenômeno que justifica a venda nessas circunstâncias pelo empresário costuma ser a crise, política ou financeira, da sociedade empresária; ou a “pressa”, motivada, geralmente, por aspectos sucessórios ou pela incapacidade de projeção de prazos para realização e conclusão de diversas vendas isoladas.

¹⁶⁸ Em uma situação como essa, o preço costuma ser afetado negativamente em função da exclusão de bens integrantes do estabelecimento. Em contrapartida, o adquirente se protege contratando a proibição de utilização da marca no mesmo setor e/ou em determinada região, por determinado período.

O potencial de lucratividade do estabelecimento é identificado como aviamento. A doutrina diverge quanto à sua natureza¹⁷⁰, havendo quem o inclua no grupo de bens imateriais do estabelecimento e quem o considere simples atributo da empresa. Essa segunda corrente, que é a correta, não descarta a relevância do aviamento na definição do preço em negócio de trespasse. Com efeito, a precificação costuma ser produto da capacidade que o estabelecimento demonstra de gerar caixa e lucros futuros, afirmando-se, assim, a relevância, como regra, desse atributo. O que não o transforma em bem imaterial. Apenas realça sua relevância econômica.

Também não integra o estabelecimento a clientela. O empresário não se apropria de clientes, que podem, livremente, abandonar o empresário em favor de outro concorrente. A relação que se estabelece costuma ser de confiança ou de comodidade. Em qualquer caso, pautada pela inexistência de vínculos que permitam o aprisionamento. Mesmo que satisfeito com o produto que lhe oferece, nada impede o cliente de compartilhar suas preferências ou de abandonar seu antigo fornecedor¹⁷¹.

Há uma exceção a essa regra: trata-se da contratação válida, entre empresário e cliente, instituindo obrigação, por parte do cliente, de dispêndio regular em favor do empresário. Hipótese que se justifica pela concessão que se lhe faz de condições mais favoráveis. Nessas circunstâncias, o contrato integra o estabelecimento e pode fazer parte do negócio¹⁷². O cliente, em si, não é elemento do estabelecimento, mas a relação que estabeleceu, esta sim, o integra. De modo que a captura se dá pela via contratual. Essa afirmativa leva à necessária conclusão de que podem integrar o estabelecimento, portanto, os contratos que se viabilizam

¹⁶⁹ Apesar dessa perspectiva do protagonista, é possível que o alienante pretenda resguardar algum elemento do estabelecimento objeto do negócio. É o caso, muito comum, de direito de PI. Se a marca, por exemplo, for utilizada para exploração de atividade empresarial em outros estabelecimentos, é provável (ou certo) que ela não integre o negócio. Nessas situações, o protagonista se submete às condições do alienante.

¹⁷⁰ Waldemar Ferreira (1962:209) o considera bem imaterial do estabelecimento; em sentido contrário, Fábio Ulhoa Coelho (1998:169) e Barreto Filho (1969:169).

¹⁷¹ Pegue-se como exemplo a relação estabelecida entre morador de determinado bairro e a única pizzaria ali existente. O clientelismo decorre, possivelmente, da comodidade, fazendo com que clientes evitem o deslocamento a outros bairros, atrás de produto similar. Contudo, com a abertura de nova casa concorrente, a clientela se divide, mantendo-se parcela fiel à antiga – denotando vínculo de confiança – e, outra parcela, migrando à concorrente. Dentre esses, há quem oscile, ora se alimentando em uma, ora em outra. De toda maneira, o cliente não pertence ao empresário e não integra o estabelecimento.

¹⁷² Deve-se atentar, no entanto, às regras próprias do contrato, especialmente no tocante aos institutos da cessão, novação, rescisão e resolução.

pelo emprego dos bens que o compõem. A natureza é irrelevante, podendo ser de limpeza ou segurança, como de fornecimento ou de aquisição de produtos.

2.1.3. Concorrência

Presume-se que o adquirente de estabelecimento pretenda evitar a concorrência do empresário (individual, Eireli ou sociedade empresária) alienante. Como ele não se apropria da clientela, que poderá, livremente, escolher o provedor que lhe interessar, a permanência do alienante pode representar, em termos reais, a perda de todo o investimento. Imagine-se que o negócio envolve um bar, situado na proximidade de uma universidade. O negócio de trespasse inclui todos os bens do estabelecimento, inclusive marca e ponto empresarial. Imediatamente após a consumação do contrato, o alienante aluga imóvel na vizinhança, concebe nova marca e inaugura casa que oferece mesmos produtos e serviços. Realiza campanha de lançamento, com preços inferiores aos cobrados pelo adquirente e oferece, ademais, serviços complementares. Sua ação atrai a clientela que antes se dirigia ao estabelecimento alienado. O adquirente desse estabelecimento, com a perda da clientela, vê-se obrigado a dispensar empregados e reduzir a qualidade dos serviços. Na esteira desse cenário, fecha as portas.

De modo dirigista, talvez partindo da premissa da necessidade de proteção do adquirente – ou de sua incapacidade de negociar condições razoáveis de não concorrência –, o art. 1.147 estabelece que, “não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subsequentes à transferência”. Inversamente, autoriza-se o afastamento ou a redução do prazo, desde que mediante autorização expressa por parte do adquirente.

2.2. Alienação ou aquisição de carteira de clientes

Motivos jurídicos, geralmente de natureza tributária, operacionais ou estratégicos levam partes que pretendem entabular um negócio a abandonar certas formas jurídicas, como a aquisição de ações ou de estabelecimento, e adotar um instituto alternativo, a alienação (ou aquisição) de carteira de clientes. Nessa modalidade, o objeto do negócio é uma coletividade de contratos celebrados pelo empresário que interessam ao adquirente, descartando-se qualquer outro ativo do alienante.

Pode integrar o negócio todos os contratos existentes, de qualquer natureza, ou parcela deles. Também pode – como geralmente se faz – estabelecer contratos relativos à determinada atividade empreendida pelo alienante, que preserva os demais, relacionados a outras atividades. Ou referir-se apenas a contratos celebrados com pessoas físicas ou jurídicas de direito privado, que não se submetam à Lei 8.666/93. Essa relação comporta inúmeras variações, e será, sempre, função das pretensões das partes envolvidas no negócio.

Trata-se de instituto bastante útil, especialmente quando o propósito do adquirente não seja a aquisição de ativos ou elementos de empresa. Sua intenção se resume ao acesso e à “apropriação” de relação contratual, que se integra à sua carteira. Pressupõe-se que, com a realização do negócio, o adquirente poderá estreitar relações com os clientes, oferecer-lhes novos produtos, melhorar os serviços e, claro, obter ganhos, diretos e indiretos.

Por outro lado, em princípio, evita outras obrigações e deveres do alienante, não atrelados aos contratos, decorrentes das relações que houver entretido, que permanecem de sua inteira e exclusiva responsabilidade. Essa máxima se relativiza se o negócio envolver todos os contratos existentes e, após sua realização, a sociedade dissolver-se, caracterizando, então, um *trespasse*, com suas consequências tributárias.

Nessa forma de reorganização empresarial, o empresário compromete-se a ceder posições contratuais, em contrapartida a determinada remuneração, que costuma se precificar em função da geração de caixa ou rentabilidade futura de cada contrato. De modo que alguns procedimentos devem ser observados pelo adquirente, a fim de preservar seu investimento. O primeiro deles é a verificação das regras relacionadas à cessão da posição contratual. Não raro se veda a cessão ou se condiciona sua realização à aprovação de outro agente, participe do contrato que se pretende ceder; ou, eventualmente, apesar de não existir vedação, atribui-se ao cedente a obrigação de comunicar o negócio, dentro de certo prazo.

O segundo refere-se ao prazo. Contratos com prazos longos de duração garantem, durante a sua execução, a manutenção das condições contratadas, adotadas como referência para proposição do negócio. Por outro lado, se o término dos prazos se avizinhar, o risco de perda do investimento pela não renovação do contrato reforça-se. Nesse sentido, aliás, contratos celebrados por prazo indeterminado oferecem um risco importante, pela permissibilidade de

resolução, mediante simples aviso, na forma do contrato. O terceiro, de natureza operacional, remete aos ajustes ou investimentos necessários para que se mantenha a execução do contrato, a partir da plataforma do adquirente.

Esses elementos, reunidos, quando impropriamente manipulados, têm o condão de perturbar o cálculo empresarial, afetando a eficiência do negócio. Por isso costuma-se recomendar a adoção de mecanismos de proteção do investimento: (i) dupla auditoria, do empresário e dos contratos, para mapear os elementos essenciais de cada um, que possam afetar a continuidade de relação; (ii) vinculação do pagamento do preço à efetiva transferência das posições contratuais; (iii) retenção de parcela do preço e liberação condicionada ao cumprimento de determinadas metas, estabelecidas entre as partes; e (iv) tratamento restritivo da utilização, pelo alienante, de direitos de PI e outros direitos ou ativos que não integrem o negócio, mas que a ele de algum modo se associem, a fim de evitar o perdimento do investimento realizado pelo adquirente.

2.2.1. Concorrência

O tema da concorrência deve ser tratado no âmbito do contrato. Inexistindo previsão, o alienante poderá concorrer livremente com o adquirente. Aliás, considerando que o negócio não envolve direitos de PI, é fundamental que se estabeleçam, expressamente, as restrições absolutas ou relativas à sua utilização. Nada impede que o negócio envolva um setor de atividade econômica, em relação ao qual a restrição recairá, permanecendo o alienante livre para utilizar seus direitos em qualquer outra atividade. Ou, como já apresentado acima, que a restrição se limite à atuação em determinado setor ou por determinado período.

2.2.2. Caso Ticket-Bônus e AON-TicketSeg

(i) Caso Ticket-Bônus. Em 1º de novembro de 2013, Bônus Brasil – Serviços de Alimentos S.A. e Ticket Serviços S.A. celebraram Contrato de Cessão de Carteira de Clientes e Outras Avenças, que tinha por objeto a cessão e transferência, por parte de Bônus a Ticket, de posições contratuais de todos os contratos celebrados com pessoas jurídicas de direito privado para prestação de serviços vinculados ao fornecimento de cartões-alimentação, cartões-refeição e vales-transportes. Não integravam o negócio os contratos, de mesma natureza, para prestação de serviços sujeitos a procedimentos licitatórios, na forma da Lei 8.666/93.

As partes convencionaram que, apesar de o negócio não envolver a alienação de estabelecimento, a cedente deveria abster-se de utilizar a marca empregada na prestação dos serviços objeto dos contratos cedidos pelo prazo de 10 anos. Por outro lado, a cedente poderia manter ou iniciar a utilização da marca para exercício de outras atividades, não concorrentes. Quanto à concorrência, foi estabelecido prazo de cinco anos de inatividade. Ou seja, a cedente deveria observar dois critérios: cinco anos de não concorrência e dez anos de abstenção de uso de marca, em atividades concorrentes. Havia uma exceção a essas regras: a permissão de concorrência e utilização da marca a fim de cumprir as obrigações constantes dos contratos públicos, que não faziam parte do negócio, com o comprometimento, em contrapartida, de não participar de qualquer nova licitação e não renovar os contratos, exceto se a negação implicasse uma inobservância contratual.

O preço do negócio era da ordem de R\$ 22 milhões, distribuídos em parcelas, conforme regras específicas de verificação de obrigações. Ademais, o pagamento se condicionava à efetiva transferência dos contratos, o que se materializava com a assinatura de um novo contrato entre a Ticket e o respectivo cliente, em condições no mínimo iguais às existentes, ou em condições mais vantajosas à Ticket, e (cumulativamente) à verificação de que cada cliente que celebrara um contrato com a Ticket realizasse, em determinado prazo, um pedido e efetuasse o pagamento correspondente aos serviços prestados.

(ii) Caso AON-TicketSeg. A Edição de 13 de março de 2010 do Jornal Valor noticiou a aquisição, pela AON, de 100% da carteira de clientes da TicketSeg, sem fazer referência ao valor do negócio. A AON, como informava a notícia, liderava o setor de serviços de corretagem e consultoria de benefícios de saúde e previdência. Com a aquisição da carteira, adicionavam-se duzentas mil vidas à carteira de clientes da adquirente. Tratava-se de uma aquisição estratégica, pelo acesso que se daria a uma gama importante de novos clientes, com os quais, além da manutenção das relações existentes, podia-se inaugurar novas prestações de serviços.

O contrato celebrado foi denominado *asset purchase agreement* e tinha como objeto a transferência de determinados ativos. Tais ativos foram batizados de *transferred assets* e significavam, de acordo com o documento celebrado, *seller's portfolio of clients related to the*

Business; portfolio esse composto de seller's rights, titles, contracts, credits (...) which (...) are related to the business in Brazil.

Como resultado, a pessoa jurídica alienante continuava a existir, com a mesma composição acionária anterior à celebração do contrato, titulando todos os direitos e sujeita a todas as obrigações contratadas, exceto aquelas especificamente relacionadas ao *business* objeto do contrato, nele expressamente mencionado. Incluem-se obrigações de natureza trabalhista, tributária, previdenciária e comercial. Por outro lado, ingressou em seu caixa o produto da alienação, que poderia ser utilizado para desenvolvimento de novos negócios – ou negócios eventualmente retidos, que não fizeram parte do contrato com a AON –, ou a fim de liquidar obrigações e a sociedade, distribuindo o excedente aos sócios.

2.3. Alienação e aquisição de ativos ou de parcela relevante de ativos

Patrick A. Gaughan afirma que a aquisição de participação societária é a forma mais comum de se entreter uma reorganização societária; por outro lado, a aquisição de ativos ou parcela relevante de ativos seria uma alternativa limitadora do espectro do negócio. “*In doing so*” – conclui o autor – “*the acquiring company can limit its acquisition to those parts of the firm that coincide with the acquirer's need*”. (2011:27) Aponta outro autor que essa forma de reorganização difere de reorganizações societárias em dois aspectos principais: “*(...) a bidder buying assets does not assume the liabilities of the selling Corporation, with a few exceptions (...). Second, asset sales are taxable events, while most mergers will not necessarily be recognized as taxable events*” (Carney, 2000:62). Dessas proposições revela-se a essência do negócio: a aquisição de bens integrantes do ativo do alienante que interessam ao adquirente.

O tema é tratado, nos Estados Unidos da América, na Lei Societária Modelo (*Model Business Corporation Act - MBC*), nos §§ 12.01, 12.02 e 13.02, bem como em Leis Estaduais, como na de Delaware, em seu § 271. Dipõe o §12.02 do *MBC*:

(...) (a) A sale, lease, exchange, or other disposition of assets, other than a disposition described in section 12.01, requires approval of the corporation's shareholders if the disposition would leave the corporation without a significant continuing business activity. If a corporation retains a business activity that represented at least 25 percent of total assets at the end of the most recently completed fiscal year, and 25 percent of either income from

*continuing operations before taxes or revenues from continuing operations for that fiscal year, in each case of the corporation and its subsidiaries on a consolidated basis, the corporation will conclusively be deemed to have retained a significant continuing business activity.*¹⁷³

Nem toda compra e venda de ativo representará uma reorganização empresarial. Aliás, qualquer bem do empresário, inclusive qualificado como estoque e, portanto, destinado à venda, se sujeita à relação dessa natureza. De maneira que apenas certas compras e vendas de ativos se enquadram no conceito de reorganização empresarial. A verificação dessa natureza se faz casuisticamente e, reconhece-se, sujeitando-se a certa subjetividade.

O critério distintivo da compra e venda de natureza reorganizacional das demais compras e vendas realizadas tanto pelo alienante como pelo adquirente é a finalidade do negócio. Deve-se, assim, averiguar o fim pretendido, para, então, imputar-se o correto enquadramento.

Patrick A. Gaughan desmembra esses negócios em totais e parciais (2011:27). Nestes casos, o empresário alienante continua a operar com os ativos remanescentes; naqueles, em se tratando de uma sociedade, passa a ser uma “casca”, sem ativos e sem operação, mas com recursos decorrentes do negócio. O principal – ou único ativo – passa a ser seu caixa e suas aplicações. Aliás, essa distinção é *comum* na literatura e na pragmática norte-americana, falando-se em *sale of all or substantially all corporate assets* (Bainbridge, 2003:157), situações que não são, como alerta o autor, *exactly a bright-line standard*¹⁷⁴.

Algumas são as motivações para o emprego dessa forma de reorganização em substituição a formas típicas. A principal delas, como já mencionado, é sucessória. Visa, o adquirente, a evitar a sucessão. Ou, como se afirmou, “*an acquirer may try to avoid assuming seller’s liabilities by buying only the assets rather than the stock of the target*” (Gaughan, 2011:28).

Essa tentativa se explica pela sobrevivência do vendedor e da permanência dos mesmos sócios, sem qualquer abalo relacional. Os vínculos jurídicos que se estabeleceram com terceiros restam intactos e eventuais descon siderações de personalidade jurídica ou imputações

¹⁷³Disponível em: <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>, acesso em 28 de janeiro de 2015.

¹⁷⁴ Nesse sentido, continua o autor: “*given the expense and other burdens associated with shareholder approval, and the potentially severe consequences of guessing wrong, determining whether the sales qualifies as ‘all or substantially all’ becomes a critical issue for transaction planners*” (2003:157-158).

de responsabilidade atingem os seus sócios, e não, em tese, o adquirente de ativos.

Outro motivo para realização de compra e venda de ativos é a impossibilidade jurídica (ou de outra natureza) do entabulamento de, por exemplo, compra e venda de ações. Essa situação se coloca notadamente quando a sociedade vendedora se sujeita a normas legais ou contratuais que indicam alguma forma de reação ou sanção a negócios envolvendo reorganização societária. É comum, nesse sentido, que contratos estabelecidos com instituições financeiras estabeleçam restrições à realização de reorganizações societárias – daí o lançamento de modalidade alternativa.

2.3.1. Alienação e aquisição de ativos e trespasse

O nome que se der a um contrato não modificará a natureza do negócio. A nomeação serve, portanto, como uma tentativa de indicação, de modo sucinto, de seu alcance. Há casos em que essa distinção não se apresenta com clareza. Mesmo que se imagine compassar o nome à natureza, a tenuidade entre modalidades contratuais escapa à correta indicação. Nesse sentido, no trespasse se realiza, necessariamente, uma compra de ativos; mas nem toda compra e venda de ativos, como forma de reorganização empresarial, é um trespasse. Este, como visto, se verifica quando o objeto é o estabelecimento, composto de bens organizados na forma do art. 1.142 do CCB. Apesar de, indiretamente, se adquirirem bens, o objeto é o estabelecimento; daí o tratamento distintivo que se lhe dá nesse diploma normativo, inclusive com atribuições específicas de responsabilidade.

A compra e venda de ativos será um trespasse se, e somente, o negócio, envolver o estabelecimento empresarial. Por outro lado, inexistindo a conexão caracterizadora do estabelecimento, se revelará uma compra e venda de ativos, com motivos com a finalidade de proceder-se a uma reorganização.

2.3.2. Os casos clássicos julgados pela Corte de Delaware: (i) *Ginbel v. Signal Companies* e (ii) *Katz v. Bregman*

Stephen M. Bainbridge descreve ambos os casos (2003:158/159). Signal era um conglomerado com atuação nos setores de aviação, tecnologia, produção de caminhões e petróleo (*oil*). Este fora, no passado, seu principal negócio, mas foi cedendo em importância ao longo do tempo,

passando à condição de “*side line*”. O *board* deliberou a venda por um preço acima de US\$ 480 milhões. Ginbel questionou o negócio, sob vários argumentos, dentre eles o de que se tratava de “*sale of substantially all Signal’s assets*”. A corte de Delaware lançou mão de uma série de verificações numéricas a fim de determinar o percentual de ativos objeto do negócio, incluindo receita, lucro, ativos, retorno sobre ativos. Em qualquer referência, comparava-se com outras linhas de negócios da companhia. A contribuição da linha de *oil* variava: “(...) *represented 41% of Signal’s total net worth, but represented only 26% of total assets, and generated only 15% of revenues and earnings*” (*idem*, 158). Assim, apenas sob o aspecto numérico, concluiu-se não se tratar do caso descrito na norma. Porém, a Corte avançou na análise de um segundo *standard*, de natureza qualitativa. Apesar de ter sido seu principal negócio no passado, a atividade alienada não indicaria, nas circunstâncias, que a companhia deixaria de ter atividades empresariais ou, mesmo, as modificaria, visto a existência de outras linhas, relevantes e com maior contribuição ao todo. De modo que o negócio não envolvia todos ou substancialmente todos os ativos da companhia.

Em *Katz v. Bregman*, a companhia vendeu uma série de “divisões” de negócios deficitárias. Quando, porém, propôs a alienação de uma divisão remanescente, encontrou resistência no acionista, que a fundamentou como “*sale of all or substantially all the remaining assets*”. Com o produto da venda, a companhia pretendia deixar o setor de *manufacturing steel storage and shipping drums* passar a operar no de *manufacturing plastic shipping and storage drums*. A divisão representava 51% dos ativos remanescentes e gerava 44,9% das receitas totais. Ao analisar os *standards*, considerou-se que a mudança da atividade implicaria “*a radical departure*”. Essa característica, somada aos altos percentuais que representavam os ativos, se enquadrariam, de acordo com a Corte, no conceito de “*all or substantially all*”. Motivo pelo qual a reorganização se sujeitava à deliberação da assembleia de acionistas (*idem*, 159).¹⁷⁵⁻¹⁷⁶

¹⁷⁵ O texto, a seguir, cola a parte não transcrita do §12.02 do *MBC*, mencionado no item 2.3. As letras (b) a (e) tratam, dentre outros temas, da aprovação do negócio: “(b) *A disposition that requires approval of the shareholders under subsection (a) shall be initiated by a resolution by the board of directors authorizing the disposition. After adoption of such a resolution, the board of directors shall submit the proposed disposition to the shareholders for their approval. The board of directors shall also transmit to the shareholders a recommendation that the shareholders approve the proposed disposition, unless the board of directors makes a determination that because of conflicts of interest or other special circumstances it should not make such a recommendation, in which case the board of directors shall transmit to the shareholders the basis for that determination. (c) The board of directors may condition its submission of a disposition to the shareholders under*

2.4. Cessão e aquisição de direitos de PI

Essa forma de reorganização envolve bens de natureza específica: PI. O simples licenciamento de uso de direitos de PI não indica, por si só, a finalidade de praticar-se uma reorganização. Do mesmo modo, a cessão desses direitos não caracteriza, necessariamente, uma reorganização empresarial. Essa característica se revela casuisticamente e conforme as condições negociais. Mas haverá, sempre, o propósito transformador da empresa, impondo-lhe alguma forma de abalo, em contrapartida ao recebimento do preço; por outro lado, o do adquirente, verifica-se uma transformação empresarial ou uma decisão que, apesar de não abalar sua estrutura empresarial, visa a, de algum modo, modificar ou afetar a posição do cedente.

3. Reorganização associativa

São exemplos de reorganização associativa: (i) consórcio; (ii) grupo de sociedades; e (iii) *joint ventures*.

3.1. Consórcios

O art. 278 da Lei 6.404/76 estabelece que “as companhias e quaisquer outras sociedades, sob mesmo controle ou não, podem constituir consórcio para executar determinado empreendimento (...)”. O consórcio pressupõe a colaboração de ao menos duas sociedades, que se associam para formar uma entidade despersonalizada, que “somente se obrigam nas

subsection (b) on any basis. (d) If a disposition is required to be approved by the shareholders under subsection (a), and if the approval is to be given at a meeting, the corporation shall notify each shareholder, whether or not entitled to vote, of the meeting of shareholders at which the disposition is to be submitted for approval. The notice shall state that the purpose, or one of the purposes, of the meeting is to consider the disposition and shall 233 contain a description of the disposition, including the terms and conditions thereof and the consideration to be received by the corporation. (e) Unless the articles of incorporation or the board of directors acting pursuant to subsection (c) requires a greater vote, or a greater number of votes to be present, the approval of a disposition by the shareholders shall require the approval of the shareholders at a meeting at which a quorum consisting of at least a majority of the votes entitled to be cast on the disposition exists. (f) After a disposition has been approved by the shareholders under subsection (b), and at any time before the disposition has been consummated, it may be abandoned by the corporation without action by the shareholders, subject to any contractual rights of other parties to the disposition. (g) A disposition of assets in the course of dissolution under chapter 14 is not governed by this section. (h) The assets of a direct or indirect consolidated subsidiary shall be deemed the assets of the parent corporation for the purposes of this section”. Disponível em: <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>, acesso em 28 de janeiro de 2015.

¹⁷⁶ Essa decisão foi criticada por Stephen M. Bainbridge, por vários motivos, expostos em sua obra (2003:159). Para o autor, não se identificam os elementos caracterizadores do negócio descrito na norma, de maneira que sua aprovação se enquadraria na competência do *board*.

condições previstas no respectivo contrato, respondendo cada uma por suas obrigações, sem presunção de solidariedade”.

As sociedades contratantes costumam assumir obrigações de verter recursos para o desenvolvimento do empreendimento e de contribuir com serviços ou bens. Esses atos não afetam as sociedades que celebram o contrato de consórcio, que permanecem intactas, sem abalo de suas estruturas societárias. Quem era sócio permanece sendo-o, com a mesma participação e o mesmo poder político. No plano empresarial, o abalo também inexistente: a empresa e seus elementos permanecem, em princípio, sob a titularidade da sociedade e empregados na consecução do objeto social daquela sociedade.

Ocorrem, eventualmente, variações em contas patrimoniais, conforme os termos negociados. Assim, por exemplo, se se aplicam recursos disponíveis em caixa, baixa-se essa conta e se lança o investimento na conta de investimento.

Em suma, tanto as bases societárias como empresariais permanecem inalteradas, motivo pelo qual não se pode enquadrar o consórcio como modalidade de reorganização societária ou empresarial. Refere-se a instrumento de concentração empresarial, sem afetação das relações societárias ou da estrutura da empresa. Neste sentido, são elucidativas as palavras de Mauro Rodrigues Penteado:

[n]uma tentativa de sintetizar o amplo quadro em que se insere o fenômeno da concentração empresarial, poder-se-ia dizer que à margem dos processos jurídicos tradicionais pelos quais o mesmo se realiza (uniões integrais ou absolutas: incorporações e fusões, aquisição de controle acionário e cessão parcial ou total do ativo), que via de regra conduzem ao aumento da dimensão da empresa, coexistem as uniões parciais ou secundárias, com a persistência das células individuais, sob direção econômica unitária. Entre estas últimas se inclui o consórcio de empresas. (1979:10)

Aproveitando-se as palavras do autor, persistem as células individuais, tanto no plano da sociedade como da empresa. E a direção econômica resiste a qualquer interferência externa, ao menos por conta da constituição do consórcio. Daí a demonstração e a confirmação de sua natureza própria, associativa.

3.2. Grupo de sociedades

O grupo de sociedades está previsto nos arts. 265 e seguintes da Lei 6.404/76. Trata-se de instituto disponível às sociedades controladoras e suas controladas, que podem, mediante convenção, se obrigar a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou para participação em empreendimentos comuns¹⁷⁷. Afirma Eduardo Secchi Munhoz que a autonomia patrimonial é essencial para o *status* dos participantes da atividade empresarial, tanto do ponto de vista interno como externo. Mas a participação em grupo afeta essa autonomia porque serve como instrumento para realização de interesse coletivo, independentemente do propósito unitário de cada agente (2002:134). E ele conclui afirmando que “[o]s ativos e passivos de cada sociedade transformam-se em ativos e passivos de todo o grupo, sendo transferidos e alocados entre seus diversos integrantes, no exclusivo interesse deste, segundo a estratégia empresarial globalmente concebida para enfrentar as exigências econômicas de cada momento” (*idem*). Essa afirmação encontra subsídio no art. 266, segundo o qual as relações entre as sociedades integrantes de grupo, sua estrutura administrativa e a coordenação ou subordinação serão estabelecidas em convenção grupal.

Ressalta-se, no entanto, que, apesar dessa autorização para que sociedades, integrantes de grupo atuem conforme orientação externa, a personalidade de cada uma, assim como seus patrimônios, não sofrem mutação. Cada sociedade preserva sua identidade jurídica e propriedade sobre ativos e meios de produção, como se depreende da parte final do mesmo art. 266.

De modo que, apesar de Engrácia Antunes¹⁷⁸ afirmar que os patrimônios das sociedades convertem-se em “*a simple pool of assets managed for the interest of the group itself and according to its general business strategy*” (1994:68) e Claude Champaud pontuar, conforme transcreve Eduardo Secchi Munhoz (2002:134), que “*les relations économiques entretenues entre les entreprises sociales et les pouvoirs exorbitants issus du contrôle, permettent d’appliquer à leur patrimoines une traduction comptable et financière du principe des vases*

¹⁷⁷ Limita-se a discussão aos chamados grupos de direito, constituídos conforme o mencionado artigo. Desprezam-se, pois, os grupos de fato, estabelecidos a partir dos critérios de coligação e controle, constantes do Capítulo XX da Lei 6.404/76.

¹⁷⁸ Eduardo Secchi Munhoz também menciona o autor, a obra e a passagem ora transcritos (2002:134). Pela pertinência, extraíram-se essas passagens e outras relacionadas ao tema.

communiquants” (1962:275), os patrimônios permanecem isolados e autônomos e os tais vasos comunicantes encontram limite na própria convenção grupal.

Ademais, os grupos e as sociedades que o integram, por se inserirem em sistema jurídico que não se resume às normas de direito societário, sujeitam-se a outras normas, de distintas naturezas, que não reconhecem as convenções e os possíveis ajustes internos, submetendo cada sociedade, isoladamente, aos comandos próprios. É o que se passa, exemplificando, nas esferas tributária e previdenciária, em que cada sociedade é sujeito passivo de obrigações dessas naturezas, a despeito de eventuais arranjos no plano interno.

Mesmo que a convenção admita que todas as sociedades atuem no interesse de uma delas, geralmente a de comando, a constituição do grupo, por si só, não afeta a estrutura societária ou empresarial de seus membros. Quem antes era sócio de uma sociedade continua a sê-lo após a aprovação da convenção, e os bens e obrigações contabilizados no balanço patrimonial dessa sociedade ali continuam registrados. De maneira que, formalmente, não se opera qualquer modificação societária ou empresarial.

A participação em grupo não isola as sociedades do sistema jurídico. Apenas as insere em uma realidade grupal, de comando central, que pode afetar sua autonomia política e econômica. Atos que se praticam, mesmo que estabelecidos em convenção ou ordenados pela administração do grupo, respeitam as normas próprias. Determinado bem, de propriedade de uma sociedade, transferido a outra, para utilização no interesse do grupo, deve ser registrado conforme a realidade do ato. Por exemplo, se se tratar de comodato, assim se refletirá em suas contabilidades; se a transferência for definitiva, indicará uma compra e venda, se houver preço, ou doação, na sua inexistência. Incidem sobre quaisquer negócios internos as normas tributárias aplicáveis ao tipo, sem qualquer benefício ou tratamento diferenciado. Essa realidade talvez tenha contribuído para a absoluta falta de aderência do instituto à prática dos negócios. Conforme indica a doutrina, o principal motivo se atribui à falta de sensibilidade do legislador em atribuir-lhe um regime único, sensível à sua natureza grupal, especialmente no

campo do direito tributário¹⁷⁹⁻¹⁸⁰.

Cada sociedade deverá publicar suas demonstrações singulares, com seus respectivos lançamentos (Lei 6.404/76, art. 275). O que reforça a autonomia patrimonial de cada sociedade, apesar da vinculação grupal. Contemplam-se, nesses lançamentos, aqueles realizados intragrupo, visto que a existência da convenção não afasta a observância de normas que incidem sobre o ato. Além de demonstrações individualizadas, exige-se a publicação de demonstrações consolidadas, compreendendo todas as sociedades do grupo, na forma do art. 250 da Lei 6.404/76. Essa determinação permite a visualização isolada e conjugada das sociedades e do grupo.

3.2.1. Direito de retirada: a aproximação da reorganização societária

Já se afirmou neste estudo que o direito de retirada é oferecido como contrapartida a sócios dissidentes de determinadas deliberações e que, no âmbito de reorganizações, se aplicam apenas às societárias.

No que se refere à constituição de grupo, a Lei 6.404/76 também confere o direito ao acionista dissidente dessa deliberação (art. 270, Parágrafo único). O propósito parece claro: proteger o acionista minoritário, inconformado com a sujeição da sociedade em relação a outra, que terá poderes contratuais de comando sobre todas as demais. De fato, ao associar-se, a sociedade comandada, apesar de manter a propriedade dos meios de produção e, mais do que isso, preservar a titularidade da empresa, passa a se sujeitar ao comando “central”, devendo observar os termos convencionais. Sob essa perspectiva, os direitos políticos dos sócios são

¹⁷⁹ Modesto Carvalhosa atribui a dois fatores a inexpressiva quantidade de grupos no Brasil. Em primeiro lugar, à inobservância da *antecedência do fato*, sendo que quando da edição da Lei 6.404/76 – e, mesmo atualmente – não existia o fato, não preexistia o grupo e a necessidade de regular uma técnica inapropriada à realidade brasileira. Em segundo lugar, por não ter havido “recepção do novo modelo pelas autoridades fazendárias, que impuseram dupla tributação no que respeita às convenionadas transferências de recursos e lucros”. Mesmo assim, menciona o Professor, houve grupos que ensaiaram seu ingresso no regime, logo regressando à realidade do grupo de fato, como os grupos Real e Pão de Açúcar (1998:262/263).

¹⁸⁰ Sobre os argumentos de Modesto Carvalhosa, vale a seguinte reflexão: a liderança de uma sociedade sobre outras sempre existiu – e existia, portanto, à época da edição da Lei 6.404/76. O que não existia – e existe – é, reforçando o segundo argumento do Professor, a percepção de utilidade do instituto. Percepção que somente se consolidaria com a sua efetiva integração no sistema. Por isso que o grupo, nas palavras de Francisco Galgano, “(...) *no es creación legislativa, sino por el contrario, fruto de la imaginación empresarial. Nace de la valorización de la potencialidad implícita en la forma jurídica de la sociedad por acciones, que la creatividad empresarial conduce a consecuencias extremas*” (2007:2).

relativizados, pois as deliberações devem respeitar o conteúdo e as diretrizes da convenção e da administração do grupo.

Apesar de não se praticar um ato que modifica, diretamente, as bases societárias, a criação do grupo sugere um potencial (e provável) tolhimento de direitos políticos, sempre que não coincidirem com as proposições da sociedade de comando. Daí a acertada previsão, no Parágrafo único do art. 270, de que os “os sócios ou acionistas dissidentes da deliberação de se associar a grupo têm direito, nos termos do art. 137, ao reembolso de suas ações ou quotas”.

Trata-se, portanto, de uma exceção à proposição de que o modelo vigente despreza reorganizações empresariais ou associativas como causa de direito de retirada.

3.2.2. Potencial afetação da empresa

No tocante à empresa, eventual afetação poderá ocorrer sempre que a sociedade de comando determinar a utilização de ativos ou a modificação de plano empresarial de sociedade integrante do grupo (o que ocorrerá também se em desacordo com os interesses próprios da sociedade comandada). Assim se pode, eventualmente, determinar uma reorganização empresarial de sociedades, sob o comando e orientação da sociedade comandante, justificada pelo suposto interesse grupal.

Destaca-se, contudo, que essa reorganização não se confunde com o ato de constituição do grupo, que precede, necessariamente, qualquer deliberação ou movimento consubstanciado na estrutura grupal¹⁸¹. Por isso, deliberada a constituição do grupo, sócios dissidentes podem retirar-se da sociedade, mas não poderão dela retirar-se, posteriormente, em decorrência de atos ou deliberações ocorridas no interesse do grupo, inclusive determinantes de ampla reorganização empresarial da sociedade, exceto se o ato em si também conferir ao sócio o direito a retirar-se.

¹⁸¹ O art. 273 da Lei 6.404/76 estabelece ainda que aos “administradores das sociedades filiadas, sem prejuízo de suas atribuições, poderes e responsabilidades, de acordo com os respectivos estatutos ou contratos sociais, compete observar a orientação geral estabelecida e as instruções expedidas pelos administradores do grupo que não importem violação da lei ou da convenção do grupo”.

3.3. *Joint Ventures*

Esta figura não está positivada no direito pátrio, apesar de sua intensa utilização. De modo que, para se atingir o fim proposto pelos *venturers*, adotam-se técnicas existentes no sistema, adaptando-as casuisticamente.

Essa indefinição se estende a outras legislações, que se debruçam, com rigor, sobre o tema. Nos Estados Unidos da América decorre de percepção semelhante a que aqui se expôs, ao longo deste estudo, a respeito das reorganizações, ou seja, a de que empresários enquadram, como *joint ventures*, negócios que a doutrina ou a jurisprudência não enxergam como tais. Menos do que finalística, a expressão passa a cumprir, então, função estética, dotando negócios de uma áurea de que não dispõem. Para fugir a essa tendência de popularização de instrumento que se presta a fins específicos, ao menos sob a ótica jurídica, sua definição é feita “a partir de seu conteúdo, nos casos concretos”. Aplica-se, para sua identificação, um “teste comparativo”, consistente na verificação de certos requisitos, necessários ou não, os quais, se observados, qualificam o negócio como *joint venture* (Baptista, 1994:44).

Tais requisitos, apresentados e testados em determinado *case*, seriam: “(a) uma contribuição pelas partes em dinheiro, bens, esforços, conhecimentos, técnicas, ou outro valor econômico, para uma ação conjunta; (b) um interesse patrimonial conjunto no objeto do empreendimento; (c) um direito ao controle mútuo ou à gestão da empresa; (d) expectativa de lucro, ou a presença da *adventure*, como se diz; (e) o direito de participar nos lucros; e (f) usualmente a limitação do objetivo a um simples empreendimento ou empresa *ad hoc*”.¹⁸²

Note-se que esses elementos denotam a existência de um contrato que os regula. Porém, não se reclama uma forma contratual específica, podendo, da mesma forma, haver *joint venture* em decorrência de contratações formais ou informais, escritas ou verbais. Importa para sua configuração o ânimo, a intenção e os atos das partes. Corresponde, pois, “a uma forma ou método de cooperação entre empresas independentes, denominado em outros países de *sociedade de sociedades, filial comum, associação de empresas (...)*” (Basso, 1998:41).

¹⁸²Cf. Baptista (1994:44), porém, com algumas adaptações.

Alfredo Lamy Filho a ela se refere como “sociedade comum”¹⁸³. O elemento cooperativo denota a independência dos partícipes na “aventura comum”, resultando nas mesmas características acima apresentadas sobre o consórcio: permanência e imutabilidade das relações societárias e empresariais. De modo geral, “*la coopération permet aux entreprises de réaliser des économies d’échelle et des effets de synergie grâce à la mise en œuvre de moyens complémentaires*” (Pironon, 2004:3). Esta cooperação, aliás, não se restringe a empresários sujeitos à mesma jurisdição, podendo envolver agentes de distintas nacionalidades, como afirma Valérie Pironon: “[d]ans l’ordre international, ses fonctions sont décuplées car elle favorise les transferts de technologie et représente un moyen efficace pour pénétrer de nouveaux marchés”.

Daí integrarem-se, ao índice de espécies, as *joint ventures* nacionais, contratadas entre empresários sujeitos a uma jurisdição, e internacionais, que se caracteriza pela participação de empresários sujeitos a mais de uma jurisdição. De todo modo, não se apresenta, aqui, uma catalogação completa das *joint ventures*; até mesmo porque a doutrina não segue um padrão convencional. Interessa aos propósitos desse estudo, em suma, as *equity joint ventures* e as *non equity joint ventures*¹⁸⁴.

A *equity joint venture* se caracteriza pelo investimento direto de capital ou de ativos em outras sociedades, existentes ou constituídas como instrumento de realização da empresa comum (Baptista, 1994:54). A *non equity joint venture* se caracteriza, segundo o mesmo autor, pela posição de credor do investidor num empréstimo, com cláusula de risco ou associado à álea do negócio, ou mediante a adoção de “fórmulas contratuais, o que fez com que fossem elas chamadas também de *contractual joint ventures*”. Pela ausência de forma específica, essas *joint ventures* oferecem aos *venturers* enorme liberdade de formatação de negócios, pois encontram limites apenas na legalidade do ato.

¹⁸³ De acordo com o coautor da Lei 6.404/76, “[e]mbora também usada para significar uma cooperação ocasional na execução de um único negócio, a designação ‘joint venture’, ‘incorporated joint venture’, traduz ‘uma colaboração estável entre empresas, no quadro de uma sociedade de capital submetida a um controle comum (...)’. A característica peculiar dessa ‘sociedade comum’, prosseguem os citados autores, é a utilização de uma sociedade de capitais como meio de realizar uma cooperação entre duas ou mais empresas de tal forma que assumem elas a dupla posição de empreendedora (“venturer”) e de sócia (...)”. (Lamy Filho e Pedreira, 1996:183)

¹⁸⁴ Maristela Basso, por exemplo, aprofunda o desmembramento, apontando os seguintes tipos: (i) nacionais e internacionais; (ii) *equity joint ventures* e *non equity joint ventures*; (iii) *corporate joint ventures* e *non corporate joint ventures*; e (iv) *joint ventures* transitórias e permanentes (1998:43 e ss.).

3.3.1. Imutabilidade das bases societárias

Nessas “aventuras conjuntas”, os sócios preservam a personalidade e a autonomia patrimonial, participando de uma nova sociedade, que exercerá uma atividade própria. A participação dos sócios, como ocorre em qualquer sociedade, limita-se, ou deveria limitar-se, ao exercício de direitos políticos e cobrança de direitos econômicos, cabendo aos administradores a administração e o controle empresarial.

O que caracteriza e distingue a *joint venture* das demais sociedades é o caráter secundário do empreendimento conjunto que se estabelecerá. Com o efeito, a sociedade que se constitui exerce atividade que pode ser similar, complementar, suplementar ou distinta daquelas exercidas pelos sócios da *joint venture*; pode, eventualmente, ter potencial de crescimento mais expressivo do que os negócios dos próprios sócios. Mas será secundária porque não representará, em princípio, solução de continuidade, modificação ou interrupção das atividades exercidas pelos sócios.

A importância da *joint venture* para quem dela participa costuma ser uma função do próprio sucesso empresarial. Por isso, quando se detecta um hiato entre o modelo concebido e o resultado prático, desmonta-se, sem parcimônia, a estrutura concebida, voltando os sócios a concentrar esforços e recursos em suas próprias atividades ou em outros empreendimentos conjuntos, com outros sócios.

Por outro lado, o sucesso tende a levar os sócios a reforçarem suas posições conjuntas, mediante novos investimentos, ou a alienarem suas participações, geralmente a sócios da própria sociedade, quando a participação não se revelar estratégica.

3.3.2. Tipo societário

Não existe um tipo societário denominado *joint venture*. Como visto, a expressão indica um instrumento de cooperação, que se materializa sob a forma de sociedade (*equity joint venture*) ou de contrato, não societário (*non equity joint venture*). Adotando-se o primeiro modelo, duas ou mais pessoas transferem recursos para o desenvolvimento de determinada atividade, secundária aos seus negócios principais. Ao fazê-lo, os *adventurers* escolhem, dentre os tipos catalogados no sistema, aquele que melhor expresse suas expectativas de risco e envolvimento

patrimonial no sucesso ou insucesso do negócio. Dentre as pessoas jurídicas de direito privado listadas no art. 44 do CCB, apenas duas poderiam prestar-se a essas finalidades: as sociedades e a Eireli. Esta, pela sua concepção individualista, deve ser igualmente descartada, restando como opção apenas as sociedades. Das sociedades, três costumam ser utilizadas para modelagens dessa natureza, sendo duas personificadas e uma não: a limitada e a companhia, no primeiro grupo, e a sociedade em conta de participação, no segundo¹⁸⁵.

3.3.3. Casos Even-Jamestown, Hotelaria Accor-Veremonte e WTorre-Hotelaria Accor

(i) Caso Even-Jamestown. Em 10 de dezembro de 2014, Even, companhia listada no Novo Mercado e Jamestown Even Investors, L.P., sociedade controlada pelo Fundo Jamestown, de origem norte-americana, associaram-se – mediante a constituição de uma sociedade, na qual deteriam iguais participações de 50% – para adquirir, desenvolver e vender projetos imobiliários residenciais e/ou comerciais, nas principais áreas metropolitanas do Brasil. Os sócios comprometeram-se a aportar à sociedade o montante de até R\$ 400 milhões para consecução de seu objeto. O prazo da associação é determinado, ao término do qual a sociedade veículo se dissolve e se liquida. Estabeleceu-se um acordo de sócios, no qual se tratou de condições usuais nesse tipo de associação, como indicação de membros da diretoria, quóruns de instalação e deliberação em assembleia, obrigação de aportes adicionais de capital, endividamento da sociedade, cessão de quotas, instrumentos de solução de conflitos, distribuição de dividendos e contratação de partes relacionadas. No caso, a sociedade deve contratar uma de suas sócias, a Even, para realizar todas as construções dos projetos imobiliários, conforme condições gerais previamente estabelecidas.

(ii) Caso Hotelaria Accor-Veremonte. Hotelaria Accor e Veremonte celebraram, em 31 de

¹⁸⁵A sociedade em conta de participação – também conhecida como SCP – está definida no art. 991 do CCB. Nesta sociedade, “a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes”. Obriga-se perante terceiros apenas o sócio ostensivo, restringindo-se a responsabilidade dos sócios participantes (ou ocultos), nos termos do contrato. É neste contrato, escrito ou não, estabelecido entre os sócios, em que se definem, além de direitos, obrigações e responsabilidades, o escopo da sociedade, que indica a motivação da associação. Caracteriza essa forma de associação a inexistência de pessoa jurídica que realizará, com exclusividade, o objeto contratual. Este será perseguido, ostensivamente, não pela SCP, mas pelo sócio. A relação entre os sócios, como visto, se estabelece em contrato, de caráter privado, não revelado ao público, mas a relação externa é feita com exclusividade pelo sócio que assume posição relacional ostensiva. A contribuição dos sócios ao objeto comum constitui patrimônio especial, objeto da conta de participação.

março de 2010, Contrato de Associação e Investimento. A primeira era o terceiro maior grupo hoteleiro do mundo e líder no país. Veremonte detinha o controle acionário de Agre, controladora de Abyara, Agra e Klabin Segall.

O propósito do negócio era o desenvolvimento de pelo menos dezessete hotéis, a serem construídos pela Veremonte e operados pela Accor. Para que os propósitos se atingissem, Veremonte se obrigava a adquirir terrenos, elaborar e executar projetos e desenhos técnicos, providenciar aprovações legais e construir e equipar os hotéis, enquanto a Hotelaria Accor contribuiria com a aquisição de equipamentos e materiais operacionais e se ocuparia da operação hoteleira, mediante contratos de locação. Tratava-se de uma associação que implicava investimentos conjuntos da ordem de R\$ 500 milhões.

Não havia intenção de constituição de sociedade para desenvolvimento da empresa, frisando as partes, em cláusula que estabelecia os princípios da associação, que o “presente contrato não implica a constituição ou intenção de as Partes constituírem sociedade, personalizada ou não. Também não implica a cessão, licença ou direito de uso de marca, sinal distintivo ou qualquer direito de propriedade intelectual de uma das partes pela ou para a outra parte”.

Essa disposição não desvirtua a natureza associativa da reorganização. Apenas reforça a modelagem não societária (*non equity*). A fim de regular a relação entre elas, as partes estabeleceram cláusulas relacionadas a plano de negócios, direito de preferência e interdição de concorrência, restrição à alienação dos hotéis, operação dos hotéis, performance, criação de comitês técnicos e executivos e aprovações de cada empreendimento.

(iii) Caso WTorre-Hotelaria Accor. Em 09 de abril de 2008 a WTorre e a Hotelaria Accor comunicaram à imprensa e ao mercado¹⁸⁶ que concluíram as negociações para constituição de uma *joint venture*, cujo propósito seria a construção e operação de vinte hotéis (aproximadamente 4730 novos quartos) até o ano de 2011, num investimento da ordem de R\$ 500 milhões de reais.

A WTorre proveria 80% dos investimentos, sendo os 20% restantes originados pela companhia hoteleira. O foco era a construção de hotéis econômicos e supereconômicos, que

¹⁸⁶ Disponível em: <http://br.reuters.com/article/idBRN0945726620080409>, acesso em 28 de janeiro de 2015.

seriam operados com as bandeiras Ibis e F1, marcas de propriedade da Hotelaria Accor. Esta, aliás, se comprometia com o fornecimento de equipamentos e materiais operacionais e com a própria operação, conforme padrões mundiais das marcas; enquanto WTorre assumiria a localização, aquisição, desenvolvimento, licenciamento e construção dos hotéis.

Do ponto de vista estrutural, adotou-se o modelo de *equity joint venture*, com a constituição de uma companhia, a CIGHOTEC Companhia de Investimentos e Gestão em Hotelaria Econômica, na proporção de 80% para WTorre e 20% à Hotelaria Accor. Esta companhia seria capitalizada pelos acionistas e realizaria todos os projetos imobiliários e hoteleiros. A fim de regular a relação interna, os acionistas celebraram acordo, no qual se estabeleceu um cronograma de integralizações, direitos de preferência e exclusividade, opções de compra, direito de venda conjunta e outros aspectos usuais nesse tipo de negócio.

CAPÍTULO VI. CONCLUSÕES: ANATOMIA DAS REORGANIZAÇÕES E SEU CARÁTER INSTRUMENTAL PARA OBTENÇÃO DE GANHOS. BASES PARA UM MODELO REVISIONISTA, NECESSÁRIO À PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIMENTO PRIVADO

No Capítulo II discorreu-se a respeito dos aspectos essenciais do controle, fixando-se as diferenças entre o societário e o empresarial. O primeiro pressupõe a propriedade acionária (ou a titularidade de quotas), requisito para que se possa participar de assembleias ou reuniões de sócios e impor, em nome próprio, suas vontades sobre as vontades das demais pessoas que, pelos mesmos motivos, qualifiquem-se a participar do evento; ademais, qualifica seu detentor a usar seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos de administração. Essa relação de dominação é absoluta, quando pautada em uma realidade totalitarista, caracterizada pela propriedade da totalidade das ações (ou quotas) da sociedade; mas se relativiza à medida que essa posição se dissipa: mesmo assim, preserva a característica de irresistibilidade, quando fundamentada na propriedade da maioria das ações (ou quotas), mas atinge o grau de vulnerabilidade quando fixada abaixo da maioria desses títulos. De modo que o controle societário se apresenta como totalitário, majoritário ou minoritário e, em decorrência da posição de quem dispõe desse poder de fato, permite-lhe sobrepor-se sobre os demais sócios (nas hipóteses de controle societário majoritário e minoritário).

O controle empresarial se exerce em outro plano e pressupõe uma necessária separação funcional, fixada pela Lei 6.404/76. O sócio não é empresário, mas, “simplesmente”, titular de direitos que lhe facultam a prática de atos visando à preservação de seu investimento, tais como de participação em lucros, fiscalização e comparecimento em assembleias. A sociedade, esta sim, reveste a natureza empresária e ela, tão somente ela, atua empresarialmente. É ela, portanto, a protagonista da atividade e controladora da empresa. O controle empresarial, fundamentado nessas premissas, revela que, formalmente, jamais um sócio exercerá a dominação empresarial – exceto se assumir função administrativa que o qualifique a dominar as relações empresariais. Tal realidade confirma a fissura estabelecida pela legislação societária entre interesse de sócio e interesse da sociedade, descartando o instituto da representação entre sócio e administrador. Com efeito, não existe, aqui, a mencionada relação de *agent/principal*; o administrador é órgão da sociedade, e nada mais.

O reconhecimento de que o controle societário e o empresarial são espécies fenomenológicas distintas implica, necessariamente, o reposicionamento do controle gerencial como forma de dominação empresarial, caracterizada pela sobreposição de um ou mais administradores em relação não apenas aos agentes que gravitam ao redor da empresa mas, eventualmente, sobre os sócios. Essa realidade terá, em relação às reorganizações, consequências importantes e variáveis, conforme o poder empresarial se contraponha ou se sobreponha ao societário.

Ainda no Capítulo II abordaram-se os aspectos relevantes de instrumentos de troca ou construção do controle, sobretudo o societário, sob as perspectivas da alienação, na forma do art. 254-A, e da aquisição, de acordo com os critérios do art. 257, ambos da Lei 6.404/76. Apesar da ênfase que se deu às relações de natureza societária, discorreu-se, também, sobre a alienação e a aquisição de controle empresarial e os obstáculos legais e pragmáticos para sua ocorrência.

Passando ao Capítulo III, ofereceu-se uma nova classificação das reorganizações, a partir do reconhecimento de que o ambiente de negócios contemporâneo não se explica pela divisão clássica, tornando-se oportuno o acréscimo de modalidades que somente se compreendem se isoladas e tratadas conforme suas características próprias. Daí a apresentação de classificação composta de cinco grupos: (i) horizontal, (ii) vertical, (iii) conglomeração, (iv) reforço de controle e (v) investimento transitório. Os interesses antecedentes ou consequentes de negócios de reorganização e a relação que se estabelece com os agentes protagonistas, tanto no âmbito de dominação societária como empresarial, levam, então, ao reconhecimento de que as reorganizações também se operam em planos distintos, não sendo correta a atribuição de conceito unívoco e sujeito a único regime.

Por isso a apresentação, no mesmo Capítulo III, dos distintos regimes jurídicos das reorganizações, desmembrando-as em (i) societária, (ii) empresarial e (iii) associativa. As reorganizações se operam no plano societário quando abalam ou modificam a posição do sócio – e, normalmente, implicam uma deliberação própria de sócios; porém, quando o protagonismo é atribuído ao empresário, portanto à sociedade, a reorganização não afeta o plano societário e, como regra, não confere ao sócio direitos inerentes a essa sua posição. Por fim, as associações estabelecidas pelo empresário, com outros empresários, para realização de

negócios que, em regra, se operam fora do âmbito da empresa e posicionam a sociedade na figura de *sócio* – e não de empresário – indicam a ocorrência de reorganizações associativas, sem abalo societário ou empresarial de quem a realiza; projetam-se, portanto, para fora da sociedade ou da empresa.

No Capítulo IV discorreu-se sobre os motivos, positivos e negativos, das reorganizações para, no Capítulo V, fazer-se um apanhado de diversas modalidades de reorganizações, em seus três planos – societário, empresarial e associativo.

Neste derradeiro capítulo se propõe a, de modo sintético e conclusivo, relacionar os elementos apresentados nos anteriores, sugerindo-se uma espécie de anatomia das reorganizações, a fim de revelar seu caráter instrumental para obtenção de ganhos por distintos agentes em função das características do controle e dos agentes protagonistas, o que permitirá estabelecer as bases de um modelo revisionista, a fim de garantir a necessária proteção do investimento privado.

1. Protagonismo e obtenção do ganho decorrente de reorganizações na sociedade com controle totalitário

Na sociedade com controle totalitário, o protagonista das deliberações societárias é o sócio único. Existe, do ponto de vista substantivo, uma intuitiva dominação também da empresa, seja pelo exercício do cargo de administração ou pelo uso de seu poder para compor a administração e direcionar os negócios sociais. Eventual reorganização que opere, em qualquer dos três planos, tenderá a se inserir no poder legal conferido pelo art. 116 da Lei 6.404/76. Assim, direta ou indiretamente, é o sócio quem, em princípio, captura os ganhos decorrentes da reorganização, mesmo que se passe no âmbito da sociedade empresária.

A exceção ocorreria na hipótese de captura do sócio único pelos administradores, em função de suas qualidades técnicas e resultados apresentados a partir de suas nomeações, criando ambiente para configuração de uma dominação gerencial, pela qual se passa a ditar, ao sócio único, o que e como deliberar, em matérias sugeridas pelo próprio controlador gerencial – a exemplo de aquisição de participação societária em sociedade concorrente e alienação de estabelecimento. Mesmo que o resultado se destine ao pagamento de dividendo ou ao fortalecimento de caixa da sociedade, os motivos antecedentes e suas consequências, como bonificação, participação em resultados ou outros interesses não aparentes, posicionam o

controlador gerencial como possível beneficiário dos ganhos da reorganização.

2. Protagonismo e obtenção do ganho decorrente de reorganizações na sociedade com controle majoritário

Em relação às sociedades com controle majoritário, o sistema vigente apresenta falhas, que merecem reflexão – e ajustes. O controle majoritário se qualifica pela detenção, por uma ou mais pessoas, de direitos de sócios que lhes assegurem a preponderância em assembleias, resultando na possibilidade, irresistível, de eleger a maioria dos administradores, orientar o funcionamento dos órgãos sociais e dirigir as atividades da companhia. Difere do controle totalitário porque, apesar da preponderância, o controlador societário entretém relações com outros acionistas, titulares de direitos, essenciais ou não, que reclamam a observância de uma ritualística própria, condicionante da validade jurídica de atos que se propõe a deliberar. O formalismo próprio do rito acaba por conferir direitos protetivos da posição do acionista que se sujeita à deliberação majoritária – ou o rito é formulado justamente para conferir-lhe eficácia. Assim, aprovadas certas reorganizações, contra a manifestação de acionistas minoritários, a estes se confere direito de retirada, na forma dos arts. 136 e 137 e de outros dispositivos distribuídos na Lei 6.404/76. Ademais, negociada a alienação de controle, pelo controlador, o negócio se sujeita aos parâmetros do art. 254-A, de modo a evitar-se a apropriação exclusiva de ganhos.

Esse tratamento aproximativo não se estende a todas as formas de reorganização, ao contrário: se verifica, como regra, apenas em relação a determinados negócios societários, como a incorporação em outra sociedade, a fusão ou a cisão (art. 136); além da incorporação de ações (art. 252) ou da transformação (art. 221), conforme tratamentos específicos que lhes dá a Lei 6.404/76. Mas ignora as reorganizações empresariais e associativas (com exceção da constituição de grupo, na forma do art. 270, Parágrafo único).

Estas formas de reorganização, apesar de revelarem negócios do empresário – portanto, praticados pela sociedade, conforme modelo de *apresentação* estabelecido no estatuto –, podem afetar o interesse do sócio em permanecer-se sócio, pelas consequências econômicas e jurídicas do ato. Isto porque o abalo nas relações empresariais ou na estrutura da empresa repercute, indiretamente, na percepção de pertinência de manutenção da posição societária.

São atos que, conforme sua relevância econômica, devem, apesar de inseridos no plano da empresa, sujeitar-se à deliberação de sócios e, no caso de dissidência, reconhecer-lhes direito de retirada. Reconhecimento que oferece ao sócio dissidente uma forma de evitar perdas que acredita advirão do ato deliberado.

Ou seja, reconhecido o protagonismo do controlador majoritário na contratação de reorganizações, inclusive empresarial e associativa, pelo uso de seu poder para orientar e dirigir a administração para realização de tais negócios, o sistema deve recompor o equilíbrio criando direitos protetivos de sócios minoritários. Isso porque – e também – o agente protagonista é, presumidamente, o principal beneficiário dos ganhos diretos ou indiretos da reorganização, seja pelo poder econômico decorrente do negócio, pelo acesso a governos, possibilidade de negociar com partes relacionadas, ou, ainda, pela imposição pessoal e egocêntrica de vontade sobre os demais sócios.

Essa constatação, porém, não afasta, necessariamente, a ocorrência de reorganizações operadas por sugestão e indução de controlador gerencial, sobre a vontade do controlador societário majoritário, passivo no uso de seu poder para dirigir as atividades sociais; passividade que, via de regra, fundamenta-se na qualidade ou reconhecimento da capacidade de geração de resultados pela burocracia administrativa, eleita pelo controlador societário. A captura expõe a vulnerabilidade e a incapacidade do controlador societário de contraposição, tornando-se refém da condução da empresa pelo controlador gerencial. Aí surgem, então, com maior intensidade, as oportunidades de contratação de negócios de reorganização empresarial e associativa, idealizadas para extração de alguma sorte de benefício, pelo controlador empresarial.

Esse estado de coisas revela que, exercendo ou não o poder de fato, advindo da reunião da maioria das ações votantes ou quotas de sociedade, o sócio minoritário fica exposto a decisões, que se passam no âmbito da assembleia ou de órgãos da administração, passíveis de abalo estrutural da empresa ou de extração de ganhos pelo controlador societário ou empresarial, sem que possa se insurgir ou evitar.

3. Protagonismo e obtenção do ganho decorrente de reorganizações na sociedade com controle minoritário

Em sociedades com controle minoritário, apesar de nenhum sócio ou grupo de sócios reunir a maioria de ações votantes ou quotas (ou direitos de sócios), que lhe permitam estabilizar a dominação – havendo, sempre, o risco de outros sócios se organizarem e ultrapassarem o número de títulos usado para permanência no controle – a realidade fática o coloca na posição de preponderância, habilitando-o a dirigir e a orientar o funcionamento da sociedade. A instabilidade de sua posição afasta, por exemplo, a incidência da OPA do art. 254-A; fato que, no entanto, não a torna irrelevante sob a ótica da dominação societária e empresarial. E muito menos da extração de benefícios associados às reorganizações.

Nesse sentido, quanto maior a participação societária do controlador, maior o seu retorno – e o seu risco – e, em tese, menor o incentivo para apropriar-se de ganhos atribuíveis à sociedade. Se ele detiver 90% das ações representativas do capital, uma eventual conduta patológica lhe permitiria apropriar-se de 10%, que, de algum modo, se distribuiriam aos sócios minoritários; o restante ser-lhe-ia atribuído, independentemente da intromissão. Por outro lado, sendo o controlador societário minoritário detentor de, por exemplo, 30% das ações de emissão da companhia, eventual apropriação indevida permite-lhe capturar um percentual relevante do ganho, criando incentivos distorcidos.

No plano das reorganizações, a percepção de que determinado negócio abala as condições que justificaram o investimento do sócio minoritário não lhe confere, necessariamente, direito de retirada, mediante reembolso, na forma do art. 45. Enaltece-se, assim, o princípio majoritário, devendo os dissidentes submeterem-se à deliberação da maioria. Exceto quando o sistema oferece, pela gravidade, a possibilidade de retirada. Essa solução é atribuída, como regra, a certos negócios de natureza societária, apenas.

A seletividade resulta em um leque de opções para que o controlador societário, ou eventualmente o gerencial, adote aquela que melhor se encaixe em seus propósitos dominadores, independentemente da vontade dos demais sócios e sem qualquer restabelecimento de equilíbrio entre eles.

Nessas sociedades, com controle societário minoritário, a relação com a administração pode,

de modo intenso, resultar numa dominação gerencial convencionada, não de modo expresso, mas tácito, criando-se barreiras virtuais de proteção (ou entrincheiramento) da burocracia, que se legitima pela sua relação com agentes de mercado e pela sua história pretérita, a ponto de nela se reconhecer um “ativo” ou elemento estabilizador das relações internas e externas.

Aliás, mesmo que não se verifique um “acordo” de dominação, entre controlador societário minoritário e burocracia administrativa, é possível que a posição passiva dos controladores societários minoritários, em relação à administração, pacifique a orientação dos negócios, fluindo dos órgãos administrativos para validação formal da assembleia, dominada pelo controlador minoritário.

Em qualquer um desses ambientes, o tratamento jurídico das reorganizações merece ainda maior atenção, pela potencial manipulação das formas com o objetivo de extração de ganhos, não extensíveis a agentes que, legitimamente, se habilitariam a percebê-lo. Assim, é intuitivo que, quanto menor a estabilidade do controle societário, maior a probabilidade de fortalecimento de administração alinhada a interesses externos, ditos de mercado, reforçando sua posição em contraponto à dominação do fornecedor de capital; situação que induz o surgimento do controle gerencial e, como consequência, o distanciamento dos sócios da decisão sobre a reorganização e a forma de empreendê-la.

4. Protagonismo e obtenção do ganho decorrente de reorganizações na sociedade sem controlador definido – e com controle gerencial

A sociedade sem controlador definido revela uma situação ainda pouco compreendida e (in)disciplinada no Brasil. Os administradores, nesta hipótese, conduzem a empresa sem o saudável contraponto material da assembleia, limitando-se, em suas ações, a eventuais comandos legais ou estatutários (eventualmente contratuais), que se superam com a manipulação ritualística, necessária à formalização de suas decisões.

Apesar da incompreensão, trata-se de modelo estruturante da nova realidade societária brasileira, e não de movimento conjuntural. Vem sendo incentivado, por agentes de mercado interessados na desvinculação da relação propriedade/controle, criando, com isso, um ambiente próprio, dominado por uma classe que floresce e se posiciona no topo da cadeia social: a burocracia administrativa.

Não cabe um movimento de resistência, até porque cada sociedade tem suas características internas, suas necessidades de capital. Seus protagonistas organizam a malha societária e suas relações internas conforme necessidades ou oportunidades próprias. A submissão dos sócios a modelos receptores de maior ou menor governança, incluindo-se modelos segundo os quais o controlador das decisões empresariais não mantém qualquer relação de propriedade societária, de modo que o sucesso ou insucesso da forma de condução das atividades sociais não lhe afeta, diretamente, é um problema particular de quem aceitou essa estrutura. Ao Estado, nesse particular, não cabe – ou caberia – optar e incentivar um modelo em detrimento de outro, pois a melhor solução será aquela que os próprios agentes arquitetarem, para cada caso. A modulação se faz, portanto, em função da casuística, que é informada, novamente, pelas características próprias de cada sociedade, das peculiaridades empresariais e das relações internas e externas entretidas.

Essa constatação não contradita a proposta de revisão do modelo existente, no tocante às reorganizações, com vistas à criação de mecanismos protetivos do sócio, diante de negócios que afetam a empresa ou que resultam em associações relevantes. A manter-se o modelo vigente, as companhias sem controlador definido sujeitam-se a um regime de discricionariedade do administrador, na condução de determinadas reorganizações, sem que qualquer mecanismo de contraposição se imponha em proteção do sócio. Isso porque não dependem de deliberação de sócios, por exemplo, a aquisição de participação societária¹⁸⁷, a aquisição ou alienação de estabelecimento empresarial, a aquisição ou alienação de carteira de clientes, a constituição de *joint venture* ou de consórcio.

A frouxidão legislativa é evidente. Nessas sociedades, os mecanismos de controle das decisões administrativas, reflexivas da dominação da empresa, sujeitam o sócio à vontade do administrador, o qual, por definição, não se vincula, patrimonialmente, ao sucesso ou insucesso de sua atuação.

Pode-se afirmar, em contraposição ao que se vem narrando, que caberia ao estatuto criar

¹⁸⁷ Não se refere à aquisição de controle, mas de participação societária minoritária. Fosse uma aquisição de controle, protagonizada pela companhia aberta, incidiriam as normas do art. 256 da Lei 6.404/76, e seu complexo mecanismo de verificação do preço em relação a certos referenciais e, eventualmente, faria nascer o direito ao dissidente de retirar-se da companhia.

mecanismos de contenção de atos administrativos, impondo sistema de aprovações superiores, pelo conselho ou pela assembleia, conforme a relevância do negócio. Ocorre que, nessas companhias, a passividade do sócio, resultante justamente na dominação gerencial, não se modificará por formalismo estatutário, o qual, aliás, pode ser reformado, na forma do art. 135 da Lei 6.404/76. De todo modo, essa discussão somente se presta a turvar a essência do problema, qual seja, a natureza modificativa das bases da empresa, construídas pela sociedade. É sob esta ótica, material, que se resolve o dilema.

Enquanto não se reconhecer a relevância de certas reorganizações não societárias e a potencialidade dos impactos de sua deliberação, o controlador societário e, sobretudo, o gerencial, poderão adotá-las como meio de satisfação de interesses, privando os (demais) sócios de participar de seus benefícios.

Daí, portanto, a relevância de se incluir a prática de reorganizações empresariais e associativas na lista de matérias sujeitas à deliberação assemblear e, conforme a natureza e sua economicidade, compensar os dissidentes com a prerrogativa de retirar-se, mediante reembolso. Isola-se e se desestimula, assim, no tocante a esses negócios, que definitivamente constituem um dos pilares do capitalismo contemporâneo, conduta pautada por interesses que não se alinham com os interesses dos fornecedores de capital, os sócios. Da mesma forma, a submissão de negócios de reorganização ao escrutínio da assembleia serve para confirmar, ou não, o alinhamento, visto que, deliberando-se positivamente, o desalinhamento se mostrará inexistente – ou apenas em relação à minoria, dissidente.

Essa é, portanto, a solução para a necessária aproximação de interesses de sócios e administradores de sociedades sem controle definido – sujeitas, assim, a controle gerencial – envolvendo negócios de reorganização empresarial e associativo, relevantes economicamente.

5. A modulação da forma de reorganização e os motivos subjacentes: conclusão

O art. 153 estabelece critérios que informam a conduta diligente do administrador. Deve ele empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e

probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios¹⁸⁸. Quanto ao sócio, deve ele exercer seu direito de voto no interesse da companhia (art. 115) e, se controlador, evitar o abuso de sua posição, sob pena de responder pelos danos causados (art. 117). Aí se encontra, de modo sucinto, o sistema de balanceamento de decisões de sócios ou administradores, na prática de reorganizações não sujeitas, atualmente, à deliberação assemblear. A frouxidão atual inibe o debate e a emergência dos reais motivos do negócio. Isso porque, exceto se houver previsão contratual ou estatutária, são atos discricionários da administração.

Esse estado de coisas contribui para que os protagonistas das sociedades modulem a forma de realização de reorganizações a fim de obtenção de ganhos, que se estendem, ou não, aos demais sócios – ou a qualquer sócio, no caso de inexistir controlador definido. Essa busca do ganho é legitimada pelo art. 2º da Lei 6.404/76 e norteia a própria existência da sociedade empresária. O problema surge quando agentes se aproveitam do modelo para praticar atos com fins não aparentes ou para apropriação de ganhos, diretos ou indiretos, que somente se verificam pela heterodoxia formal empregada no caso concreto.

Na sociedade com controle definido, seja ele totalitário, majoritário ou minoritário, a modulação costuma emanar da pessoa que domina, com maior ou menor estabilidade, as decisões societárias, mesmo que a implementação não prescindia da participação de administradores. Na sociedade sem controle definido, o poder emana da burocracia administrativa, que priva o sócio do processo decisório e do conhecimento necessário para administração do seu investimento.

Essas realidades não podem mais ser desconsideradas. A estrutura interna das sociedades passa por importante transformação, e o antagonismo sócio controlador/sócio minoritário convive com uma forma relacional cuja falta de clareza potencializa o conflito: sócio/controlador gerencial.

¹⁸⁸Essa construção é de raríssima infelicidade, dentro de diploma que se notabiliza pela sua qualidade técnica. Não é essa, definitivamente, a referência do administrador, sobretudo que exerça o controle gerencial. A lógica pessoal, civil, não se estende à empresarial. O risco e as decisões a que se submetem, na administração da empresa, não se confundem ou se assemelham, por exemplo, com a gestão domiciliar. Há que se alargar o conceito, a fim de evitar o aprisionamento gerencial.

As reorganizações, em quaisquer de suas modalidades, pela sua relevância estrutural ou econômica, e pela complexidade jurídica, oferecem oportunidades, pela frouxidão legislativa, para que negócios se realizem, a fim de se atingirem objetivos próprios, e não da sociedade. Daí a necessidade de compreensão dos distintos regimes das reorganizações, suas causas e consequências, e regulá-las, a fim de que se prestem para aprimoramento do ambiente institucional, necessário à proteção jurídica do investimento privado.

CAPÍTULO VII. BIBLIOGRAFIA

AGUINIS, Ana María M.

1996 *Control de sociedades*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1996.

AKERLOF, George A.

1970 The market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, nº 3, Aug. 1970.

ALCADE RODRÍGUEZ, Enrique.

2007 *La sociedad anônima: autonomia privada, interés social y conflictos de interés*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 2007.

ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold.

1972 Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, v. 62, nº 5, pp. 777-795, Dec. 1972.

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto.

2005 Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, ano 25, v. 2, nº 98, p. 115-137, abr./jun. 2005.

ALLEN, William T.; JACOBS, Jack B.; STRINE JR., Leo E.

2006 Function over form: a reassessment of standards of review in delaware corporation law. *Bus. Law*, v. 56, p. 1287, 2006.

ANTUNES, José Engrácia.

1994 *Liability of corporate groups: autonomy and control in parent-subsidiary relationship in US, German and EU Law: an international and comparative perspective*. Boston: Kluwer Law and Taxation Publishers, 1994.

APPENDINO, Fábio.

2009 As sociedades de grande porte e a Lei 11.638, de 28.12.2007. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

ARAGÃO, Leandro Santos de.

- 2006 Interlocking directorates (Personelle Verflechtungen). Proibição do art. 147, § 3º, inciso I, da Lei das Sociedades Anônimas: o conflito entre a liberdade de concorrência e a liberdade de estruturação do organograma administrativo da sociedade empresária. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

ARAGÃO, Paulo Cezar.

- 2003 A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei nº 10.303, de 2001). In: LOBO, Jorge; KANDIR, Antonio *et al.* (coords). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

ARISTÓTELES.

- 1995 *A política*. Bauru: Edipro, 1995.

ASCARELLI, Tullio.

- 1945 *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASQUINI, Alberto.

- 1943 *Profili dell'impresa, in Diritto Commerciale, 1943, vol. 41, I*, tradução de Fábio Konder Comparato para Revista de Direito Mercantil, Nova Série – Ano XXXV, n. 104, outubro-dezembro de 1996.

AVI-YONAH, Reuven S.

- 2005 *The cyclical transformations of the corporate form: a historical perspective on corporate responsibility*. University of Michigan, 2005.
- 2008 *Corporate social responsibility and strategic tax behavior*. University of Michigan, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=944793>>.

AZEVEDO, Luis André Negrelli de Moura.

- 2009 A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Direito societário – desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de.

2013 *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BAINBRIDGE, Stephen M.

2002 Director primacy: the means and ends of corporate governance. University of California, Los Angeles, School of Law, *Research Paper* nº 02-06, 2002.

2003 *Mergers and acquisitions*. New York: Foundation Press, 2003.

2006 Director primacy and shareholder disempowerment. *Harvard Law Review*, v. 119, 2006.

2006 Unocal At 20: director primacy in corporate takeovers. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 31, 2006.

2008 *The new corporate governance: in theory and practice*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

BAKAN, Joel.

2004 *The corporation: the pathological pursuit of profit and power*. New York: Free Press, 2004.

BAPTISTA, Luiz Olavo.

1980 A empresa multinacional e o direito internacional privado. *Boletim de Estudos Jurídicos do Investimento Internacional*. São Paulo, nº 18, p. 5-38, 1980.

1985 Problemas relativos ao poder de controle nos grupos internacionais de companhias. In: AA.VV. *Estudos de direito brasileiro-alemão*. Faculdade de Direito da Universidade do Rio Grande do Sul, 1985. (Coleção Direito Comparado I).

1991 Empresas binacionales: Brasil-Argentina. *Revista del Derecho Industrial*. Buenos Aires, ano 13, nº 38, p. 345-72, maio/ago. 1991.

1994 *Dos contratos internacionais: uma visão teórica e prática*. São Paulo: Saraiva, 1994.

BARALDI, Rodrigo

2014 O planejamento tributário em reorganizações societárias. Coleção academia-empresa 12. São Paulo: Quartier Latin, 2014

BARBOSA, Henrique Cunha.

- 2013 Dissolução Parcial, Recesso e Exclusão de Sócios. Diálogos e Dissensos na Jurisprudência do STJ e nos Projetos de CPC e Código Comercial. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coords.). *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BARRETO, Zacarias.

- 2003 *A Lei das S/A e as leis do novo mercado de capitais*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2003.

BARRETO FILHO, Oscar.

- 1969 *Teoria do estabelecimento comercial*. 1ª ed. São Paulo, Saraiva, 1988.
- 1976 Estrutura administrativa das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 15, nº 24, 1976.

BASSO, Maristela.

- 1998 *Joint ventures: manual prático das associações empresariais*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1998.

BASTOS, Celso Ribeiro; MARTINS, Ives Gandra.

- 1988 *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 1988.

BATALHA, Wilson de Souza Campos.

- 1977 *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

BEBCHUK, Lucian Arye.

- 1989 Limiting contractual freedom in corporate law: the desirable constraints on charter amendments. *Harvard Law Review*, v. 102, nº 8, p. 1820-1860, 1989.
- 1992 Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law. *Harvard Law Review*, v. 105, nº 7, p. 1443-1510, 1992.
- 2002 The case against board veto in corporate takeovers. *The University of Chicago Law Review*, v. 69, p. 973-1035, 2002.
- 2005 The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, v. 118, p. 833-917, 2005.

- 2006 Letting shareholders set the rules. *Harvard Law Review*, v. 119, 2006.
- _____. COATES IV, John; SUBRAMANIAN, Guhan.
- 2002 The powerful antitakeover force of staggered boards: theory, evidence, and policy. *Stanford Law Review*, v. 54, p. 887-951, 2002.
- _____. COHEN, Alma.
- 2003 Firms' decisions where to incorporate. *Journal of Law and Economics*, v. 46, Oct. 2003.
- _____; _____. FERRELL, Allen.
- 2002 Does the evidence favor estate competition in corporate law? Harvard Law School John M. Olin Center for Law. *Economics and Business Discussion Paper Series, Paper n° 352*, 2002.
- _____; _____. _____.
- 2005 What matters in corporate governance? *Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper n° 491*, 09/2004. Revised 03/2005.
- _____. FERRELL, Allen.
- 2001 A new approach to takeover law and regulatory competition. *Virginia Law Review*, v. 87, p. 101-155, 2001.
- _____. FRIED, Jesse M.
- 2004 *Pay without performance, the unfulfilled promise of executive compensation: power and pay*. Harvard University Press, 2004.
- _____. HAMDANI, Assaf.
- 2006 Federal corporate law: lessons from history. *Columbia Law Review*, v. 106, 2006.
- _____. HART, Oliver.
- 2001 Takeover Bids vs. Proxy fights in contests for corporate control. Harvard University. *Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 336*, Oct. 2001.
- _____. ROE, Mark. J.

1999 A theory of path dependence in corporate governance and ownership. *Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper* n° 131, 1999.

BEIRNE, Logan; MACEY, Jonathan.

2008 Out with the bathwater: erosion of shareholders' takeover power. In: MACEY, Jonathan (Ed.). *The iconic cases in corporate law*. Thomson West, 2008.

BENSEÑOR, Norberto; R. MASRI, Victoria.

1998 *Negocios societarios*: libro en homenaje a Max Mauricio Sandler. Buenos Aires: Ad-Hoc, 1998.

BERLE, Adolf A.

1932 For whom corporate managers are trustees: a note. *Harvard Law Review*, v. 45, n° 8, p. 1365-1372, Jun. 1932.

_____. MEANS, Gardiner C.

1932 *The modern corporation & private property*. 7th printing. Transaction Publishers, 2005.

BETES, Miguel A.; SASOT, Miguel P.

1985 *Sociedades anónimas*: los dividendos. Buenos Aires: Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma, 1985.

BLACK, Bernard S.

1998 Shareholder activism and corporate governance in the United States. In: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998.

BLACK's Law Dictionary

1990 6th ed. West Publishing CO., 1990.

BLAIR, Margaret M; STOUT, Lynn A.

1999 A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, v. 85, n° 2, Mar. 1999.

BOBBIO, Norberto.

1977 *Dalla struttura alla funzione: nuovi studi di teoria del diritto*. Milano: Edizioni di Cominità, 1977.

BORBA, José Edwaldo Tavares.

2003 *Direito societário*. 8ª ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BOTREL, Sérgio

2012 *Fusões & aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2012.

BOWMAN, Scott R.

1996 *The modern corporation and american political thought: law, power, and ideology*. The Pennsylvania University Press, 1996.

BRANCO, Adriano Castello.

2004 *O conselho de administração nas sociedades anônimas*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2007.

BRATTON, William W.; MCAHERY, Joseph A.

2004 The equilibrium content of corporate federalism. Georgetown University Law Center, Research. *EGCI, Working Paper* nº 23/04.

BULGARELLI, Waldirio.

1975 *O direito dos grupos e a concentração de empresas*. São Paulo: Livr. Ed. Universitária de Direito, 1975.

1977 *Direito comercial*. 11ª ed. São Paulo: Atlas, 1995.

1980 *Manual das sociedades anônimas*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1987.

1985 *Sociedades comerciais*. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 1996.

1989 *Problemas de direito empresarial moderno*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1989.

1998 (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998.

BURNHAM, James.

1941 *The managerial revolution: what is happening in the world.* Connecticut: Greenwood Press, Publishers, 1972.

BURROUGH, Bryan; HELYAR, John.

2003 *Barbarians at the gate: the fall of RJR Nabisco.* Collins Business Essentials, 2003.

CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo.

1996 *Derecho societario: parte general: los órganos societarios.* Buenos Aires: Heliasta, 1996.

CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira.

2003 *Sociedade Limitada no Novo Código Civil.* São Paulo: Atlas, 2003.

CAMARGO, André Antunes Soares de.

2013 *Transações entre partes relacionadas. Um desafio regulatório complexo e multidisciplinar.* São Paulo: Almedina, 2013

CAMERINI, Marcelo Alejandro.

2002 *Mercado de valores.* Buenos Aires: Ad-Hoc, 2002.

CAMPINHO, Sérgio.

2003 *O Direito de Empresa à luz do Código Civil, 12a. ed.* Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

CANESSA, Nicola.

2007 *Amministrazione e controllo nella società per azioni e nella società a responsabilità limitata: responsabilità e strumenti di protezione.* Padova: Cedam, 2007.

CANTIDIANDO, Luiz Leonardo.

2002 *Reforma da Lei das S.A. comentada.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

2006 *Análise do caso Sadia x Perdigão: uma tentativa de “take over”.* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76.* São Paulo: Quartier Latin, 2006.

CARMO, Eduardo de Souza.

- 1989 *Sociedade unipessoal por cotas de responsabilidade limitada. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 28, nº 75, 1989.

CARNEY, William J.

- 2000 *Mergers and Acquisitions – Cases and Materials*. 3rd. Edition. Foundation Press, 2011.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier.

- 1931 *Os problemas das sociedades anonymas*. São Paulo: Empreza Graphica da Revista dos Tribunaes, 1931.
- 1940 *Tratado de Direito Commercial Brasileiro*. 3^a ed., posta em dia por Achilles Bevilaqua e Roberto Carvalho de Mendonça. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 1940.

CARVALHOSA, Modesto.

- 1978 *Oferta pública de aquisição de ações*. 1978. Dissertação (Titular de Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 1978.
- 1997 *Comentários à lei de sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, v. 1, 2, 3, 4, t. 1 e 2., 2002 e 2011.
- 2003 *Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195)*. AZEVEDO, Antônio Junqueira de. (coord.). São Paulo: Saraiva, 2003. v. 13.

_____. EIZIRIK, Nelson.

- 2002 *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. LATORRACA, Nilton.

- 1997 *Comentários à lei de sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 3.

CASTRILLÓN Y LUNA, Víctor M.

- 2003 *Sociedades mercantiles*. México: Porrúa, 2003.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro.

- 2006a Abertura e fechamento de capital. In: _____. ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- 2006b A administração das sociedades anônimas em recuperação judicial. In: _____. ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Direito societário e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- 2010 *Controle Gerencial – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 2*. São Paulo: Quartier Latin, 2010
- 2012 Notas a respeito dos comitês do conselho de administração de companhias. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- 2014 *Governança corporativa e acumulação de cargos*. Jornal Valor Econômico, 10 de agosto de 2014, Caderno E2.

_____. ARAGÃO, Leandro Santos de.

- 2005 (coords.). *Reorganização societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- 2006a (coords.). *Direito societário e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- 2006b (coords.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- 2009 (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. KNOPFELMACHER, Marcelo.

- 2004 As sociedades anônimas e o *interim management*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 43, nº 133, abr./jun. 2004.

_____. MOURA AZEVEDO, Luís André N. de.

- 2010 *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares.

- 2013 (coords.). *Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CHAMPAUD, Claude.

1962 *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Sirey, 1962.

_____. PAILLUSSEAU, Jean.

1970 *L'entreprise et le droit commercial*. Paris: Librairie Armand Colin, 1970.

CHANDLER III, William B.; STRINE, JR., Leo E.

2002 *The new federalism of the american corporate governance system: preliminary reflections of two residents of one small state*. Prepared for Penn Law and Economics Institute Conference on Control Transactions, February, 8-9, 2002.

CHEFFINS, Brian R.

2004 *Company law: theory, structure and operation*. Oxford: Clarendon Press, 2004.

_____. BANK, Steven.

2005 Is Berle and means really a myth? UCLA School of Law. *Law & Economics Research Paper* nº 09-05.

COASE, Ronald Harry.

1988 *The firm, the market, and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

COELHO, Fabio Ulhoa.

1995 A análise econômica do direito. *Revista Direito. Programa de Pós Graduação em Direito da PUC*, São Paulo, v. 2, p. 155-170, 1995.

1998 *Curso de direito comercial*, volumes 1, 2 e 3. 17ªed. São Paulo: Saraiva, 2013.

1995 *Código Comercial e Legislação complementar anotados*. 5ª ed. atual. de acordo com o novo Código Civil e Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 2002.

2003 *Curso de direito civil*. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1.

2006 Profissão: minoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

COFFEE, JR., John C.

- 2001 The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control. *The Yale Law Journal*, v. 111, nº 1, Oct. 2001.

COMPARATO, Fábio Konder.

- 1970 *Aspectos jurídicos da macroempresa*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1970.
- 1973a Sociedade anônima: controle acionário exercido pelo diretor (...). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 12, nº 11, 1973.
- 1973b Poder de controle na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 12, nº 9, 1973.
- 1976a Os grupos societários na nova lei de sociedade por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 15, nº 23, 1976.
- 1976b *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1976.
- 1977 *O poder de controle na sociedade anônima*. 2ª ed. at. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1977.
- 1978a *Ensaio e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.
- 1978b Reflexões sobre as promessas de cessão de controle societário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 17, nº 9, 1978
- 1978c A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de “quorum” nas assembleias gerais e reuniões do Conselho de Administração. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 17, nº 27, 1978.
- 1980 A cessão de controle acionário é negócio mercantil? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 19, nº 37, jan./mar. 1980.
- 1981 *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.
- 1983 A reforma da empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, nº 50, 1983.

- 1995 *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.
- _____. SALOMÃO FILHO, Calixto.
- 2005 *O poder de controle na sociedade anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005.
- 2008 *O poder de controle na sociedade anônima*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008.
- 2014 *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.
- COOTER, Robert; ULEN, Thomas.
- 2004 *Law & economics*. 4ª ed. USA: Pearson Addison Wesley, 2004.
- CORDEIRO, António Menezes.
- 2006 *Manual de direito das sociedades: das sociedades em especial*. Coimbra: Almedina, 2006. v. 2.
- CORRÊA-LIMA, Osmar Brina.
- 1991 *Sociedade anônima*. 2ª ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.
- CORREA, Cristiane.
- 2013 *Sonho grande*. Rio de Janeiro: Sextante, 2013.
- COSTA, Philomeno José da.
- 1980 O pensamento de Tullio Ascarelli sobre aspectos das sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 19, nº 38, 1980.
- CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta de.
- 2007 *Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- DAMIÁN, Rodriguez Peluffo.
- 2006 *La toma de control de sociedades abiertas*. Buenos Aires: Ábaco de Rodolfo Depalma, 2006.

DECUGIS, Henri.

1920 *Sociétés par actions*. 4ème éd. Paris: Librairie de la Société du Recueil Sirey, 1920.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth.

1985 The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v. 93, nº 6, 1985.

DePAMPHILIS, Donald M.

2012 *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. 6th Edition. Elsevier-AP.

DODD, Jr. E. Merrick.

1932 For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*, v. XLV, nº 7, p. 1145-1163, 1932.

DOLINGER, Jacob.

1976 A sociedade anônima: critério determinador de sua nacionalidade. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 15, nº 23, 1976.

DRUCKER, Peter F.

2006 *Concept of the corporation*. 6th. Printing. Transaction Publishers, 2006.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R.

1993 The proper role of a target's management in responding to a tender offer. In: ROMANO, Roberta (Ed.). *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993.

ECHEGARAY, José Luis Díaz.

2004 *Deberes y responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*. 2ª ed. Buenos Aires: Editorial Aranzadi, 2006.

ECHEVERRY, Jorge Hernán Gil.

2004 *Derecho societario contemporáneo: estudios de derecho comparado*. Bogotá: Legis, 2004.

EISENBERG, Melvin Aron.

- 1976 *The structure of the corporation: a legal analysis*. Washington, D.C.: Beard Books, 1976.

EIZIRIK, Nelson.

- 1984 Propriedade e controle na companhia aberta: uma análise teórica. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 23, nº 54, 1984.
- 1987 O mito do “controle gerencial” – alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 26, nº 66, 1987.
- 1987 *Questões de direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- 1990 Inexistência de impedimento do administrador na ação social “ut singuli”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 29, nº 80, 1990.
- 2005 *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.
- 2011 *A Lei das S/A Comentada*. Volumes I, II e III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ELIAS, Enrique.

- 1999 *Derecho societário peruano: la Ley General de Sociedades del Peru*. Trujillo: Normas Ed. Legales, 1999.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C.

- 1983 Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, June 1983.

FARGOSI, Horacio P.

- 1978 *Estúdios de derecho societário*. Buenos Aires: Depalma, 1978.

FERREIRA, Waldemar.

- 1952 *Tratado de sociedades mercantis*. 5ª ed. rev. aum. Rio de Janeiro: Ed. Nacional de Direito, 1958.
- 1962 *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1962.

FILHO, Edmar Oliveira Andrade.

2014 *Imposto de renda das empresas*. 11ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

FLIGSTEIN, Neil.

1990 *The transformation of corporate control*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press Cambridge, 1990.

FORGIONI, Paula A.

1998 *Os Fundamentos do antitrust*. 2. ed., 2.tir. rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

2005 *Contato de distribuição*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

FRIEDMAN, Milton.

1970 The social responsibility of business is to increase profits. *The New York Times Magazine*, Sept. 13, 1970.

2002 *Capitalism and freedom: with the assistance of Rose D. Friedman*. 40th. anniversary ed. Chicago: The University of Chicago Press, 2002.

GAGLIARDO, Mariano.

2004 *Responsabilidad de los directores de sociedades anónimas*. 4ª ed. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 2004, t. 1 e 2.

2005 *Cuestiones societárias*. Buenos Aires: Lexis Nexis Argentina, 2005.

GALBRAITH, John Kenneth.

1985 *O novo estado industrial*. Apresentação de Gesner de Oliveira Filho. Tradução de Leônidas Gontijo de Carvalho. 2ª ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

GALGANO, Francesco.

2007 *Grupo de sociedades*. Buenos Aires: La Ley, 2007.

GARRONE, José Alberto.

2003 *Derecho comercial*. 1ª ed. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 2003.

GAUGHAN, Patrick A.

2005 *Mergers. What Can Go Wrong and How to Prevent It*. Wiley Finance, John Wiley & Sons, Inc.

2011 *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 5th Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2011.

GELTER, Martin.

2008 The dark side of shareholder influence: toward a holdup theory of stakeholders in comparative corporate governance. *Discussion Paper* n° 20, 07/2008.

GILSON, Ronald J.

2001 Unocal fifteen years later (and what we can do about it). *Del. J. Corp. L.*, v. 26, n° 491, 512, 2001.

_____. GORDON, Jeffrey N.

2003 Controlling shareholders. Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies. *Working Paper* n° 228, Jun. 2003.

GOMES, Orlando.

1957 *Introdução ao direito civil*. 11ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

1959 *Contratos*. 16ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis.

2005 *Lições de direito societário: sociedade anônima*. 1ª ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005. v. 2.

GORDON, Jeffrey N.

2007 The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices. *Stanford Law Review*, v. 59, pp. 1465-1568, 2007.

2008 Proxy contests in an era of increasing shareholder power: forget issuer proxy access and focus on e-proxy. *Vanderbilt Law Review*, *Forthcoming*, Draft of February 2008.

GORGA, Erica.

- 2008 Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed Ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *American Law & Economics Association Annual Meetings*, Year 2008, Paper 76.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares.

- 1984a *Regime jurídico do capital autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984.
- 1984b Sociedade anônima: poder e dominação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 15, nº 53, 1984.
- 1990 Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 29, nº 77, 1990.

GUIDUGLI, João Henrique.

- 2006 *Controle externo contratual: o desenvolvimento da empresa e os grupos de contratos sob o direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

HANSMANN, Henry.

- 1996 *The ownership of enterprise*. London, Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press, 2000.

_____. KRAAKMAN, Reinier.

- 2008 *The end of history for corporate law*. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/>. Acesso em: 15 maio 2008.

HAYDEN, Grant M; BODIE, Matthew T.

- 2001 The false promise of one share, one vote, Hofstra University. School of Law. *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper nº 08-01.

HAYEK, Friedrich A.

- 1983 *Law, legislation and liberty: rules and orders*. Chicago: University of Chicago Press, 1983. v. 1.
- 1994 *The road to serfdom*. 50th. anniversary ed. with a new introd. by Milton Friedman. Chicago: The University of Chicago Press, 1994.

HOLDERNESS, Clifford G.

- 2008 *Do Differences in legal protections explain differences in ownership concentration?* March 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104678>>.

HOVENKAMP, Herbert.

- 1988 The classical corporation in american legal thought. *Georgetown Law Journal*, v. 76, June 1988.
- 2008 Neoclassicism and the separation of ownership and control. *University of Iowa Legal Studies Research Paper*, nº 08-52, Dec. 2008.

IMAN, Anabtawi; STOUT, Lynn A.

- 2002 Fiduciary duties for activist shareholders. *Law & Economics Research Paper* nº 08-02.

IRTI, Natalino.

- 2004 *L'ordine giuridico del mercato*. Roma: Editori Laterza, 2004.

JAEGGER, Pier Giusto.

- 1972 *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972.

JENSEN, Michael C.

- 1993 Takeovers: their causes and consequences. In: ROMANO, Roberta. *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993.
- 2001 Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Harvard Business School Working Paper* nº 00-058, 2001.

_____. MECKLING, William H.

- 1976 Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, nº 4, p. 305-360, Oct. 1976.

_____. RUBACK, Richard S.

- 1993 The market for corporate control: the scientific evidence. In: ROMANO, Roberta. *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993.

KALANSKY, Daniel.

2012 *Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012.

KHANNA, Vikramaditya.

2008 The growth of the fiduciary duty class actions for freeze out mergers: Weinberger v. UOP, Inc. In: MACEY, Jonathan (Ed.). *The iconic cases in corporate law*. Thomson West, 2008.

KUMAR, B. Rajesh

2012 *Mega Mergers and Acquisitions. Case Studies from Key Industries*. Palgrave Macmillan, 2012.

KUYVEN, Luiz Fernando Martins.

2012 *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

LA PORTA, Rafael et al

1998 Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, nº 6, 1998.

LAJOUX, Alexandra Reed; ELSON, Charles M.

2011 *The art of M&A*. Mc Graw Hill, 2011

LAMY FILHO, Alfredo.

2007 *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____. PEDREIRA, José Luiz Bulhões.

1992 *A lei das S.A.: pareceres*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2.

1992 *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1.

2009 *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAPRADE, Frank Martin.

2007 *Concert et contrôle: plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*. Joly Ed., 2007.

LARNER, Robert.

1970 *Management control and the large corporation*. New York: Dunellen, 1970.

LATTIN, Norman D.

1959 *The law of corporations*. Brooklyn: The Foundation Press, 1959.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio.

2006 *Lei das sociedades por ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros.

1973 Sociedades coligadas e consórcios. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 12, nº 12, 1973.

2004a Capital estrangeiro. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Ed. Singular, 2004.

2004b *Pareceres*. São Paulo: Ed. Singular, 2004.

LE CANNU, Paul.

2003 *Droit des sociétés*. 2. éd. Paris: Montchrestien, 2003.

LIPTON, Martin.

2008 Shareholder activism and the “Eclipse of the Public Corporation”: is the current wave of activism causing another tectonic shift in the american corporate world? In: *The 2008 Directors Forum of the University of Minnesota Law School*, June 25, 2008.

_____ *et al.*

2006 *Pills, polls and professors: a reply to professor Gilson*. New York University Center for Law and Business. *Working Paper* no. 01-006.

_____. ROSENBLUM, Steven A.

2003 Election contest in the company’s proxy: an idea whose time has not come. *Working Draft*, 8/15/03.

LORENZETTI, Ricardo Luís.

1998 *Fundamentos do direito privado*. Tradução de Vera Maria Jacob de Fradera. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1998.

MACEDO, Ricardo Ferreira de.

2004 *Controle não societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MACEY, Jonathan.

2008a A close read of an excellent commentary on Dodge v. Ford. *Virginia Law & Business Review*, v. 3, nº 1, spring 2008.

2008b Judicial review of corporate decisions: Kamin v. American Express Company. In: MACEY, Jonathan (Ed.). *The iconic cases in corporate law*. Thomson West, 2008.

MAGALHÃES, Jose Carlos de.

1974 Empresa multinacional: descrição analítica de um fenômeno contemporâneo. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 13, nº 14, 1974.

MANOVIL, Rafael M.

1998 *Grupo de sociedades en el derecho comparado*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1998.

MARTINS, Fran.

1989 *Comentários à lei das sociedades anônimas (Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976)*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. v. 1, 2, e 3.

MARTORELL, Ernesto Eduardo.

1994 *Los directores de sociedades anónimas: derechos, obligaciones, responsabilidades*. Buenos Aires: Depalma, 1994.

MARX, Karl.

2000 *O capital: crítica da economia política*. Tradução de Reginaldo Sant'Anna. 8ª ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2000.

_____. ENGELS, Friedrich.

1998 *Manifesto do Partido Comunista*. Tradução de equipe de tradutores das Edições Progresso (Moscou). Bauru: Edipro, 1998.

MASCHERONI, Fernando H.

1999 *Sociedades anônimas: análisis del régimen legal, legislación, modelos*. 4ª ed. actual. Buenos Aires: Editorial Universidad, 1999.

McCHESNEY, Fred S.

2008 The “Trans Union” Case: Smith v. Van Gorkom. In: MACEY, Jonathan (Ed.). *The iconic cases in corporate law*. Thomson West, 2008.

McLEAN, Bethany; ELKIND, Peter.

2004 *The smartest guys in the room: the amazing rise and scandalous fall of Enron*. London: Penguin Books, 2004.

MELO, Claudineu de.

1986 O sexto poder “interna corporis” da sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, nº 62, 1986.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de.

1929 *Os problemas das sociedades anonymas*. São Paulo: Emp. Graph. Revista dos Tribunaes, 1929.

1945 *Tratado de direito comercial brasileiro*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954. v. 2.

MESSINA, Paulo de Lorenzo; FORGIONI, Paula A.

1999 *Sociedade por ações: jurisprudência, casos e comentários*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1999.

MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian.

2003 *A companhia: breve história de uma ideia revolucionária*. Tradução de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de.

1954 *Tratado de direito privado*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1970.

MIRANDA JÚNIOR, Darci Arruda.

1977 *Breves comentários à lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 1977.

MIRVIS, Theodore N; *et al.*

2007 Bebchuk's 'case for increasing shareholder power': an opposition. *Harvard Law Review*, v. 121, p. 43-53, 2007.

MITCHELL, Dalia Tsuk.

2006 Shareholders as proxies: the contours of shareholder democracy. *Wash. & Lee L. Rev.* v. 63, p. 1503, 2006.

MONTEIRO, Washington de Barros.

1952 *Curso de direito civil*. 32ª ed. São Paulo: Saraiva, 1994. v. 1.

MUNHOZ, Eduardo Secchi.

2002 *Empresa contemporânea e direito societário*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

2009 Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

2013 Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUSACCHIO, Aldo.

2008 Laws vs. contracts: legal origins, shareholder protections, and ownership concentration in Brazil, 1890-1950. *Harvard Business School*, 2008.

NAVARRINI, U; FAGGELLA, G.

1950 *Das sociedades e das associações comerciais*. Tradução da edição italiana por Valentina Borgerth Loehnefinke. Rio de Janeiro: José Konfino, 1950.

NUNES, Marcelo Guedes.

2006 A companhia e o capitalismo moderno: fazendo curta uma história longa. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

OESTERLE, Dale Arthur.

2005 *The law of mergers and acquisitions*. 3ª ed. USA: Thomson/West, 2005.

OIOLI, Erik Frederico

2010 Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2010

OTAEGUI, Julio O.

1979 *Administración societaria*. Buenos Aires: Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma, 1979.

PACHECO, José da Silva.

1971 *Tratado de direito empresarial: sociedades anônimas e valores mobiliários*. São Paulo: Saraiva, 1977. v. 1.

PAILLUSSEAU, Jean.

1967 *La société anonyme: technique d'organisation de l'entreprise*. Paris: Sirey, 1967.

PARENTE, Flávia.

2005 *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões.

1989 *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

PELA, Juliana Krueger

2012 As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2012

PENTEADO, Mauro Rodrigues.

1979 *Consórcio de empresas*. São Paulo: Pioneira, 1979.

1989 Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 28, nº 76, 1989.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha.

1995 *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.

PEREIRA, Guilherme Teixeira.

2009 *Direito societário e empresarial – reflexões jurídicas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser.

1974 *Empresários e administradores no Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1974.

PETTET, Ben.

2001 *Company law*. 2nd. ed. Longman Law Series, 2005.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo.

2005 *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINHO, Themistocles Américo; PEIXOTO, Álvaro.

2001 *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2001.

PIRENNE, Henri.

1982 *História econômica e social da Idade Média*. Tradução de Lycurgo Gomes da Motta. 6ª ed. São Paulo: Mestre Jou, 1982.

PIRONON, Valérie.

2004 *Les joint venture – Contribution à l'étude juridique d'un instrument de coopération internationale*. Paris: Dalloz, 2004.

PITTA, André Grünspan

2013a A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coords.). *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

2013b *O Regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PONTES, Aloysio Lopes.

1942 *Sociedades anônimas*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Revista Forense, 1957.

PONTI, Luca; PANELLA, Paolo.

2006 *Le partecipazioni sociali ingovernabili*. Milano: Giuffrè, 2006.

POSNER, Richard A.

1994 *The economic of justice*. Harvard University Press, 1994.

2003 *Economic analysis of law*. 6th. ed. New York: Aspen Publishers, 2003.

2008 *How judges think*. Harvard University Press, 2008.

PUELMA ACCORSI, Alvaro.

2006 *Sociedades*. 3ª ed. Santiago: Ed. Juridica de Chile, 2006. t. 1 e 2.

RAMIREZ, Steven A.

2007 The special interest race to CEO primacy and the end of corporate governance law. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 32, p. 345-392, 2007.

REGO, Marcelo Lamy.

2009 Pedido de procuração para votar. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

REQUIÃO, Rubens.

1993 *Do representante comercial: comentários à Lei nº 4.886, de 9 de dezembro de 1965*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1993.

1995 *Curso de direito comercial*. 22ª ed. São Paulo: Saraiva, 1995.

RETAIL, L.

1947 *Administration et gestion des sociétés commerciales*. 2^e. éd. ref. aug. Paris: Librairie du Recueil Sirey, 1947. t. 1.

REYES VILLAMIZAR, Francisco.

2006a *Derecho societario*. 2ª ed. actual. Bogotá: Temis, 2006.

2006b *Derecho societario en Estados Unidos: introducción comparada*. 3ª ed. Bogotá: Legis, 2006.

RIBEIRO, Renato Ventura.

2006 *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

2009 *Direito de voto nas sociedades anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RIPERT, Georges.

1947 *Traité élémentaire de droit commercial*. 2. éd. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1951.

_____. BOULANGER, Jean.

1988 *Tratado de derecho civil, según el tratado de Plainol*. Tradução de Delia Garcia Daireaux. Buenos Aires: La Ley, 1988.

ROCCO, Alfredo.

1927 *Princípios de direito comercial*. Tradução de Ricardo Rodrigues Gama. Campinas: LZN Ed., 2003.

ROCHA, João Luiz Coelho da.

2005 *Administradores, conselheiros e prepostos das sociedades, frente às normas da Lei nº 6.404, do Código Civil vigente, e do Anteprojeto da Lei Falimentar*. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2005.

RODRIGUES, Silvio.

1962a *Direito civil: dos contratos e das declarações unilaterais de vontade*. 26ª ed. rev. 2ª tir. São Paulo: Saraiva, 1999. v. 3.

1962b *Direito civil: parte geral*. 30ª ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2000. v. 1.

RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín.

1947 *Tratado de sociedades mercantiles*. 7ª ed. rev. y actual. por José Victor Rodríguez del Castillo. México: Porrúa, 2001.

ROE, Mark J.

- 1994 *Strong managers weak owners. The political roots of American corporate finance*. 2nd Ed. Princeton University Press, 1996.
- 2000 Political preconditions to separating ownership from control. *Stanford Law Review*, v. 53, 2000.
- 2001 The shareholder wealth maximization norm and industrial organization. *Harvard Law School Discussion Paper* nº 339, 11/2001.
- 2005 Delaware's politics. Harvard Law School John M. Olin Center for Law. *Economics and Business Discussion Paper Series* nº 511, 04/2005.
- 2006 Legal origins, politics, and modern stock markets. *Harvard Law Review*, v. 120, 2006.
- 2008 Does Delaware Compete? Dec. 12, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1315342>>.

ROMANO, Roberta.

- 1987 State competition for corporate charters. *Cardozo Law Review*, v. 8, nº 709, 1987.
- 2005 The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance. *The Yale Law Journal*, v. 114, nº 7, May 2005.
- 2007 The promise and peril of corporate governance indices. *Yale Law School*, 2007.

SADDI, Jairo.

- 2009 Qual é o melhor sistema jurídico para o mercado de capitais? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto.

- 1995 *A sociedade unipessoal*. São Paulo: Malheiros Ed., 1995.
- 1998 *O novo direito societário*. 2^a ed. rev. São Paulo: Malheiros Ed., 2002.
- 2002 Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 41, nº 127, 2002.

SALOMAO FILHO, Calixto; RICHTER JUNIOR, Mario Stella.

1993 Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 32, nº 89, 1993.

SALOMÃO NETO, Eduardo.

1989 A natureza contratual da relação sócio-sociedade. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 28, nº 73, 1989.

SATIRO, Francisco.

2009 Breves notas sobre o estado de liquidação da sociedade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SAVATIER, René; SAVATIER, Jean; LELOUP, M. J. M.

1967 *Administration des entreprises: droit des affaires*. 2ª ed. Paris: Sirey, 1967. v. 3.

SCHOLASTIQUE, Estelle.

1998 *Le devoir de diligence des administrateurs de sociétés: Droits Français et Anglais*. Paris: L.G.D.J, 1998.

SEALY, L.S.

2004 *Cases and materials in company law*. 7th. ed. Oxford: Oxford University Press, 2004.

SERENS, M. Nogueira.

1995 *Notas sobre a sociedade anônima*. Coimbra: Coimbra Ed., 1995.

SIEGEL, Joel G.; SHIM, Jae K.

1995 *Dictionary of Accounting Terms*. 2nd Edition. Barron's, 1995.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da et al.

2007 *Evolution and determination of firm-level corporate governance quality in Brazil*. June 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=995764>>.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira.

2004 *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF, 2004.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e.

2005 *Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005.

STEWART, James B.

1992 *Den of thieves*. New York: Simon & Schuster Paperbacks, 1992.

STOCO, Rui.

2001 *Tratado de responsabilidade civil: responsabilidade civil e sua interpretação doutrinária e jurisprudencial*. 5ª ed. rev., atual. e ampl. do livro Responsabilidade civil e sua interpretação jurisprudencial. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2001.

STOUT, Lynn A.

2008 Why we should stop teaching Dodge v. Ford. *Virginia Law & Business Review*, v. 3, nº 1, spring 2008.

STRINE JR, Leo E.

2002 The professorial bear hug: the ESB proposal as a conscious effort to make the delaware courts confront the basic “Just Say No” Question. *Stanford Law Review*, v. 55, p. 863-883, 2002.

2006 Toward a true corporate republic: a traditionalist response to Bebchuk’s solution for improving corporate america. *Harvard Law Review*, v. 119, p. 1759-1783, 2006.

SWEEZY, Paul M.

1953 *The present as history*. New York, NY: Review Press, 1953.

SZTAJN, Raquel.

1998 Notas de análise econômica: contratos e responsabilidade civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 36, nº 111, 1998.

- 1998 Os custos provocados pelo direito. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 36, nº 112, 1998.
- 1999 A responsabilidade social das companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 37, nº 114, 1999.
- 2004a Externalidades e custos de transação: a redistribuição de direitos no novo Código Civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 43, nº 133, 2004.
- 2004b Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 53, nº 135, 2004.
- 2004c *Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados*. São Paulo: Atlas, 2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda.

- 1956 *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

_____. GUERREIRO, José Alexandre Tavares.

- 1979 *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, v. 1 e 2.

TEPEDINO, Ricardo.

- 2006 O Trespasse para Subsidiária (*Drop Down*). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Direito societário e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

THOMPSON, Robert B.

- 2010 *Mergers and Acquisitions: Law and Finance*. New York: Aspen Publishers, 2010.

_____; EDELMAN, Paul H.

- 2009 Corporate voting. *Vanderbilt University Law School Public Law and Legal Theory, Working Paper 08-32*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id>.

TOCQUEVILLE, Alexis de.

- 2005 *A democracia na América: leis e costumes*. Tradução de Eduardo Brandão. 2ª ed. São Paulo: Martins Fontes. 2005.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de.

- 1997 *O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1997.
- 2003 Modificações introduzidas na Lei de Sociedades por Ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In: LOBO, Jorge; KANDIR, Antonio *et al.* (coords). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2003.
- 2009 Poison Pill: modismo ou solução. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- 2010 As Sociedades Limitadas podem ter Conselho de Administração? In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coords.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

TORRES, Ricardo Lobo

- 2012 *Planejamento tributário: elisão abusiva e evasão fiscal*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013

TRIUNFANTE, Armando Manuel.

- 2007 *Código das Sociedades Comerciais anotado*. Coimbra: Coimbra Ed., 2007.

TSUK, Dalia.

- 2003 Corporations without labor: the politics of progressive corporate law. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 151, p. 1861-1912, 2003.

TUNC, André.

- 1985 *Le droit américain des sociétés anonymes*. Paris: Ed. Économica, 1985.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo Pereira Câmara.

- 2000 Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista ABANTE*, v. 3, nº 1, p. 29-56, Oct. 1999, Apr. 2000.

VALDIVIESO, Luis Morand.

2004 *Sociedades*. 3ª ed. actual. con la Normativa de la Ley nº 19.705 de 2000 (Ley de OPAS). Santiago: Editorial Juridica de Chile, 2004.

VALVERDE, Trajano de Miranda.

1941 *Sociedades por ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. 2.

VARELA, João de Matos Antunes.

1970 *Das obrigações em geral*. 7ª ed. rev. e actual. Coimbra: Almedina, 1993. v. 1 e 2.

VASQUES, José.

2007 *Estruturas e conflitos de poderes nas sociedades anônimas*. Coimbra: Coimbra Ed., 2007.

VELJANOVSKI, Cento.

1994 *A economia do direito e da lei: uma introdução*. Tradução de Francisco J. Beralli. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1994.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc.

2008 *Curso de direito comercial*. São Paulo: Malheiros Ed., 2006 e 2008. v. 2 e 3.

_____. BARROS, Zanon de Paula.

2002 *A recepção do drop down no direito brasileiro*. RDM, Ano XLI (Nova Série), janeiro-março/2002, Malheiros Editores.

VERON, Alberto Victor.

2006 *Sociedades anónimas de família*. Buenos Aires: Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma, 1979. t. 1, 2 e 3.

2006 *Tratado de los conflictos societários*. 1ª ed. 1ª reimp. Buenos Aires: La Ley, 2006.

VERRET, J. W.

2007 Pandora's ballot box, or a proxy with moxie? Majority voting, corporate ballot access and the legend of Martin Lipton re-examined. *The Business Lawyer*, v. 62, 2007.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael.

2004 How do family ownership, management, and control affect firm value? *Harvard Business School/University of Pennsylvania*, Mar. 11, 2004.

VILLIERS, Charlotte.

2006 *Corporate reporting and company law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

VIVANTE, Cesare.

2007 *Instituições de direito comercial*. Sorocaba: Ed. Minelli, 2007.

WALD, Arnaldo.

1972 *Estudos e pareceres de direito comercial: problemas comerciais e fiscais da empresa contemporânea*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1972.

1979a Grupo de sociedades. In: _____. *Estudos e pareceres de direito comercial: problemas comerciais e fiscais da empresa contemporânea*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1979. v. 2.

1979b O Brasil e as multinacionais. In: _____. *Estudos e pareceres de direito comercial: problemas comerciais e fiscais da empresa contemporânea*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1979. v. 2.

1984 Interesses societários e extra-societários na administração das sociedades anônimas: a perspectiva brasileira. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 23, nº 55, 1984.

1990 Em defesa das ações preferenciais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 29, nº 78, 1990.

1996 A teoria dos grupos de sociedades e a competência do juízo arbitral. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, nº 35, nº 101, 1996.

1997 A definição do Controlador na liquidação extrajudicial e em processos análogos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 36, nº 107, 1997.

1998 O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 36, nº 110, 1998.

_____. EIZIRIK, Nelson.

- 1984 A designação “grupo de sociedades” e a interpretação do art. 267 da Lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano 23, nº 54, 1984.

_____. MORAES, Luiza Rangel de; e WAISBERG, Ivo.

- 2009 Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

WARDE JR., Walfrido Jorge.

- 2007 *Responsabilidade dos sócios: a crise da limitação e a teoria da desconsideração da personalidade jurídica*. VILLELA, João Baptista (coord.). Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

- 2008 Os fundamentos da vedação ao tráfico negocial de ações preferenciais ao Novo Mercado: proteção dos interesses dos investidores ou propaganda? *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*. São Paulo, nova série, ano 11, nº 21, jan./jun. 2008.

- 2009 Qual o modelo de governança corporativa que exsurge da disciplina das reorganizações societárias no Brasil? In: _____ (coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de.

- 2013 *Regime especial da sociedade anônima simplificada*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. NETO, Ruy de Mello Junqueira.

- 2014 *Direito societário aplicado*. São Paulo: Saraiva, 2014.

WEBER, Max.

- 2004 *Economia e sociedade: fundamento da sociologia compreensiva*. 4ª ed. São Paulo: Ed. da UnB, 2004. v. 1.

- 2005 *Ciência e política: duas vocações*. São Paulo: Editora Cultrix, 2005.

WELLS, C. A. Harwell.

- 2002 The cycles of corporate social responsibility: an historical retrospective for the twenty-first century. *Kansas Law Review*, v. 51, 2002.

WILLIAMSON, Oliver E.

1985 *The economic institutions of capitalism*. The Free Press, 1985.

1999 *The mechanisms of governance*. USA: Oxford University Press, 1999.

YAMULKI, Akram.

1965 *La responsabilité des administrateurs et des organes de gestion des sociétés anonymes (essai d'une étude critique et comparative des droits français, belge, suisse et irakien)*. Genève: Imprimerie Roulet & Cie., 1965.

XAVIER, Alberto

1978 *Incorporação de sociedades e imposto de renda*. São Paulo: Ed. Resenha Tributária, 1978.

2007 *Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário*, pp. 122-3. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.