

O CONTROLE MINORITÁRIO NO BRASIL

MINORITY CONTROL IN BRAZIL

Paula Andrade Ribeiro Chaves

RESUMO

O tema desse trabalho consiste em uma abordagem a respeito do controle minoritário no Brasil. Existe uma grande controvérsia, na doutrina e no âmbito da CVM, se um acionista que detém menos de 50% das ações votantes de uma companhia pode ser considerado controlador para fins de atribuição de responsabilidades e deveres específicos, nos termos do art. 116 da Lei n. 6.404/76. Isso porque, referido dispositivo legal, ao definir o acionista controlador, não previu um percentual mínimo de ações que o acionista necessita ser titular para que seja considerado controlador, mas, de outro lado, estabeleceu, que será considerado controlador, o titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Alguns entendem que o controle minoritário está implicitamente reconhecido na Lei n. 6.404/76, a qual, ao definir o acionista controlador, não fez referência à titularidade de um percentual mínimo de ações e, quando da fixação das regras de quórum e maioria no funcionamento da assembleia geral, nos termos do arts. 125 e 135, previu sua instalação, em segunda convocação, em qualquer número, e também permitiu que a CVM, nos termos do §2º do art. 136, autorize, no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersas no mercado, a redução do quórum de maioria das ações com direito a voto. Essa concorrente defende, ainda, que o modo permanente não indica imutabilidade, mas somente um poder que não pode ser esporádico. De outro lado, há outra corrente, que defende que a permanência do exercício do poder só pode ser obtida por meio da maioria absoluta do capital votante, inexistindo o controle minoritário no regime legal brasileiro. Esse trabalho analisa o instituto do poder de controle, em especial do controle minoritário, bem como o tratamento que vem sendo dado ao assunto pela doutrina e pela CVM. Para responder à questão central, foi feita uma investigação jurídico-compreensiva, por meio de revisão bibliográfica e doutrinária, buscando-se aferir se o controle minoritário está compreendido pelo ordenamento jurídico brasileiro. Concluímos e defendemos que o regime legal brasileiro recepcionou o controle minoritário para fins de imputação de deveres fiduciários ao controlador, não obstante as respeitáveis opiniões contrárias.

Palavras-chave: Controle; Controle minoritário; Poder de controle

ABSTRACT

The topic of this study is the concept of minority shareholder control under Brazilian Law. There is great controversy in legal doctrine and within the area regulated by CVM on whether a shareholder owning less than 50% of the voting stock in a corporation can be considered a controlling shareholder in regards to the attribution of specific responsibilities and obligations under the terms of art. 116 of Law n. 6.404/76. This is due to the fact that said legal provision, when defining a controlling shareholder does not foresee a minimum percentage of stock a shareholder needs to own in order to be considered a controlling shareholder, but on the other hand determines that a controlling shareholder is one, whose shareholder rights assures on a permanent basis, a majority vote in the shareholders' meetings and the power to elect the majority of the directors of the corporation. Some scholars believe that minority control is implicitly recognized by the Brazilian Corporations' Code, which does not make reference to ownership of a minimum number of shares when defining a controlling shareholder and when

establishing quorum and majority in shareholders' meetings in accordance with arts. 125, 135 and 136, foresees installation upon second call with no minimum quorum requirement and further when allowing the CVM, according to §2º of art. 136, to authorize the reduction of quorum in the majority of voting shares in case the of a widely-held corporation. This current further argues that the term permanent does not imply immutability but only requires that the power cannot be sporadic. There is, however, a second current, which argues that the permanence in the exercise in powers only occurs in the case of an absolute majority of the voting stock and therefore that minority control does not exist under Brazilian Law. This study analyzes the institute of control, especially minority control, as well as the treatment hereof in doctrine and with the CVM. In order to answer the central question, it was performed a legal comprehensive research, through literature and case review, seeking to determine if the minority control is included by Brazilian legal system. We defend and conclude that Brazilian Law recognizes minority control when imputing fiduciary obligations to the controlling shareholder notwithstanding respected opinions to the contrary.

Key-words: Control; Minority control; Controlling power

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem por objeto o estudo do controle minoritário sob a ótica da legislação brasileira. Esse tema se torna relevante em decorrência das modificações, ocorridas a partir do ano 2000, no mercado de capitais brasileiro, que fizeram com que o fenômeno da dispersão acionária ou da ausência de acionista majoritário nas companhias seja cada vez mais comum.

A partir de 2005, com o *boom* do segmento do Novo Mercado BM&FBOVESPA, que se baseia no princípio de cada ação corresponde a um voto, observou-se um fenômeno de alteração da estrutura do controle acionário das companhias, antes caracterizada por um controle majoritário, onde a maioria das companhias contava com um acionista controlador que detinha 50% +1 das ações com direito a voto.

Atualmente, verifica-se que as companhias, em especial aquelas listadas no Novo Mercado, apresentam a propriedade mais desconcentrada. Em levantamento feito pela revista Capital Aberto (2013, p. 14), no qual foram avaliadas as práticas adotadas pelas 100 emissoras das ações mais líquidas da BM&FBOVESPA, verificou-se que 47% das companhias contam com controle minoritário ou compartilhado, 42% contam com controle majoritário e 11% com capital pulverizado, sendo: (i) companhias com controle majoritário – aquelas que contam com acionista detentor de 50% +1 das ações com direito a voto; (ii) companhias com controle minoritário – aquelas nas quais o maior acionista detém entre 10% e 50% do capital votante e (iii) companhias com capital pulverizado – aquelas em que não há nenhum acionista que detém mais de 10% do capital votante.

A mudança da estrutura da propriedade acionária gera diversas consequências para a administração das companhias abertas, que passam a lidar com o fenômeno, antes raro no Brasil, da separação da propriedade e do controle

A separação da propriedade e do controle é tema antigo, que deu origem a muitas discussões jurídicas e econômicas, e tem a obra clássica *The modern corporation & private property* de Berle e Means (1932) como sua principal precursora. Nessa obra, publicada em 1932, os referidos autores verificaram a existência do fenômeno da dispersão acionária no mercado de capitais americano e, conseqüentemente, da separação do poder e do controle.

Ao se considerar a mudança no padrão de propriedade em muitas companhias brasileiras, em que não há um acionista que tenha o controle majoritário, passa-se a discutir qual seria a influência desses acionistas nos negócios da companhia, surgindo, assim, a seguinte indagação, que é o tema central objeto desse estudo: o acionista, que não detém as ações majoritárias votantes, pode ser considerado controlador nos termos do artigo 116 da Lei n. 6.404/76?

Dessa forma, o presente trabalho está estruturado da seguinte maneira: primeiramente será feita uma análise do controle minoritário à luz do artigo 116 da Lei 6.404/76, bem como da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e em um segundo momento será estudado o conceito de controle minoritário segundo a legislação americana. A escolha da análise comparada deste direito se justifica em decorrência de o mercado de capitais dos Estados Unidos ter como característica histórica a dispersão acionária, bem como por representar um dos maiores mercados de capitais do mundo. Ademais, muito de nossa legislação de mercado de capitais se baseou na legislação americana.

1. DO CONCEITO DE CONTROLE MINORITÁRIO E DA DELIMITAÇÃO DO PRESENTE ESTUDO

Inicialmente, é imprescindível que se defina claramente o controle minoritário. O controle minoritário seria aquele em que um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos de 50% das ações com direito a voto, seja porque as ações da companhia estão tão dispersas que nenhum outro acionista detém um número maior de ações com direito a voto, ou não se organizam nesse sentido, ou porque o acionista majoritário não exerce seu controle.

Ademais, antes de se adentrar ao estudo da questão, é necessário que se ressalte que o presente trabalho tem por foco o estudo do controle minoritário sob a ótica do artigo 116 da Lei n. 6.404/76 para fins de caracterização do acionista controlador, que estará sujeito aos deveres e responsabilidades previstos no parágrafo único do artigo 116 e artigo 117.

O objetivo principal da regra prevista no artigo 116 foi identificar o acionista controlador e possibilitar sua responsabilização pelos atos abusivos praticados com excesso de poder. A lei societária vigente, ao contrário do sistema anterior, que não previa a figura legal do acionista controlador e prevalecia a concepção de que as decisões eram tomadas democraticamente pelos acionistas, definiu a figura do acionista controlador e deu-lhe deveres e responsabilidades específicas. (EIZIRIK, 2010, p. 181).

Nesse viés, o parágrafo único do artigo 116 estabelece uma relação fiduciária entre o acionista controlador e os *stakeholders*, tendo o controlador deveres e responsabilidades perante os demais acionistas da companhia, os que nela trabalham e a comunidade em que atua. O artigo 117, por sua vez, prevê que o controlador responde pelos danos causados com abuso de poder e elenca hipóteses não exaustivas de conduta abusiva.

Dessa maneira, caso o controlador, nos termos definidos nos artigo 116, pratique qualquer ato para benefício próprio em detrimento dos interesses da companhia ou em prejuízo dos interesses da sociedade ou dos demais (acionistas, trabalhadores e comunidade), ele poderá ser responsabilizado, nos termos do artigo 117. (EIZIRIK, 2010, p. 181).

Assim, frisa-se que se busca, no presente trabalho, abordar a definição legal de acionista controlador e a caracterização do controle minoritário a luz do artigo 116 para fins de responsabilização por abuso de poder de controle. Não se pretende estudar ou investigar se a alienação de controle minoritário configura alienação de controle para os fins do artigo 254-A da lei societária, ou seja, se a alienação de controle minoritário dá ensejo à oferta pública obrigatória de ações a ser feito pelo adquirente do controle. Empreender também essa abordagem demandaria maior tempo e mais espaço do que esse trabalho permite.

1.1. Do controle minoritário a luz do artigo 116 da Lei n. 6.404/76 e a posição da doutrina brasileira

Nos termos do art. 116 da Lei n. 6.404/76, a identificação do acionista controlador pressupõe a presença de três requisitos: (i) predominância dos votos nas assembleias gerais, com a eleição da maioria dos administradores; (ii) a permanência dessa predominância e (iii) o uso efetivo do poder de dominação.

A questão mais divergente quanto à existência ou inexistência do controle minoritário no nosso regime legal diz respeito à “permanência” ou “modo permanente”, conforme previsto no artigo 116. Nesse tocante, a doutrina pátria não é consolidada, vigorando entendimentos diversos a seu respeito, que passe-se, doravante, a expô-los e analisá-los.

1.1.1 Da doutrina a favor da existência do controle minoritário no regime legal brasileiro

A posição doutrinária dominante é no sentido da existência do controle minoritário no regime legal, sendo também a posição por nós acolhida.

Lamy Filho e Pedreira (1992, p. 426), representando a primeira corrente, em resposta à consulta dada a respeito do poder de controle e poder de controle na ‘joint venture’, sustentaram que a lei societária teve rigor ao definir as maiorias e fixar os quóruns para “maioria de ações” ou “maioria de capital com direito a voto”, sendo que no caso de caracterização do acionista controlador, a referência é meramente a “maioria de votos”, de modo que sua verificação será feita em cada assembleia, com a maioria votante encontrada. E complementam discorrendo que:

E, quando o capital está disperso, o minoritário, em relação ao capital social, que tiver maioria nas assembleias gerais (por ausência dos acionistas, ou por exercício de procuratório) de modo permanente, e usar do poder que lhe advém desse fato, estará no exercício do poder de controle da sociedade, e como tal, responderá como “acionista controlador” (LAMMY FILHO; PEDREIRA 1992, p. 426).

Filia-se também a essa corrente, Comparato¹ (2014, p. 55). Ele defende que a existência de um controle minoritário está implicitamente reconhecida na lei, que quando da fixação das regras de quórum e maioria no funcionamento da assembleia geral não fixou um quórum mínimo para a instalação da assembleia em segunda convocação. O artigo 125 da Lei n. 6.404/76 prevê que a assembleia geral se instala em primeira convocação com a presença de acionistas que representem, no mínimo, um quarto do capital social com direito a voto e, em segunda convocação, em qualquer número. No caso de reforma estatutária, é necessária a

¹Ao longo desse trabalho faremos referência ao texto de Comparato e Salomão filho na obra “O poder de controle na sociedade anônima”. Contudo, por ser uma obra originalmente escrita por Comparato e posteriormente comentada e revista por Salomão Filho, e em que as vozes dos autores não se misturam, apesar de estar citando um livro em que consta coautoria, os autores aparecerão, em nosso texto, separados de acordo com o conteúdo que pertence a cada um deles na obra.

presença de acionistas representando dois terços do capital votante em primeira convocação e, qualquer número na segunda convocação, nos termos do artigo 135.

Comparato (2014, p. 57) entende, assim, que “um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário”.

Salomão Filho (2014, p. 57) comenta a posição de Comparato concordando com ela e acrescentando que o controle societário e seu grau de aceitação no direito societário brasileiro são importantes para a definição da natureza jurídica do controle como posição jurídica ou situação de fato. Nesse viés, ele leciona que deve ser relacionada a definição da *fattispecie* “controle” a ser utilizada à disciplina que deve ser aplicada. Assim, ele defende que a definição de controle para atribuição de deveres e responsabilidades (artigos 116 e 117) é uma noção de controle tendo em conta uma situação de fato. As hipóteses do artigo 117, §1º se relacionam a atos específicos ou atividades de duração determinada, podendo ser “captados por definição que tenha em conta o controle momentâneo, de fato, ainda que, sendo minoritário, venha a mudar de mãos logo em seguida ao ato ou omissão lesiva.” (FILHO, 2014, p. 57).

Ele completa, ainda, que, no caso de alienação de controle e oferta pública, a concepção de controle deve ser diferente, visto que a disciplina para sua aplicação coerente requer uma posição jurídica. Nesse sentido, ele defende que a disciplina de alienação de controle deve utilizar definições estáveis de poder de controle, como posição jurídica.

Ademais, conforme esse mesmo autor, a questão do nível de reconhecimento do controle minoritário no direito brasileiro é frequentemente mal interpretada. Nesse condão, ele distingue a consagração do controle minoritário como princípio dentro do capital total da sociedade, vez que o artigo 15, §2º, da Lei n. 6.404/76 permite a existência de até 50% de ações preferenciais sem direito a voto, representativas do capital total, tendo assim, uma clara opção pelo controle minoritário, no que respeita o capital total da companhia.

Nesse sentido, referido autor continua discorrendo que é necessário ter cautela ao se falar de controle minoritário dentro do capital com direito a voto, vez que é completamente diferente do controle minoritário no capital total. Para aquele, os adquirentes das ações com direito a voto devem ter interesse em participar da vida da companhia e votar, não sendo meros investidores.

Salomão Filho (2014, p. 58) afirma, ainda, que o artigo 129 da lei societária, ao prever que as deliberações da assembleia, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, poderia levar à falsa conclusão de que não é permitida

a votação por minoria dentro do capital votante. Ele esclarece, entretanto, que a maioria ausente não é uma maioria, nos termos dos artigos 125, 135 e 136 da lei, os dois primeiros já comentados acima, preveem que a assembleia geral pode se instalar em segunda convocação em qualquer número, deixando claro que pode prevalecer o voto da minoria caso a maioria esteja ausente. Já o artigo 136 prevê, por sua vez, o quórum de maioria dos acionistas com direito a voto para as matérias nele previstas. Entretanto, o §2º do referido artigo estabelece, de outro lado, que a CVM pode autorizar a redução do quórum previsto no artigo 136, no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersas no mercado “e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto” (BRASIL, 1976), o que coaduna com a tese de existência do controle minoritário no âmbito do direito societário brasileiro.

Diante do exposto, Salomão Filho (2014, p. 60) conclui que a discussão do controle majoritário-minoritário relaciona-se, antes de tudo, com a disciplina a ser aplicada. O controle minoritário seria, por esse ponto de vista, plenamente suficiente no caso de aplicação da disciplina da responsabilidade. De outro lado, em outros casos, como o da alienação de controle, no qual o controle é visto como posição jurídica, o pressuposto da maioria do capital votante tende a ter interpretação dominante, não sendo o controle minoritário suficiente, visto ser necessária a estabilidade da posição.

Nesse mesmo sentido, também leciona Munhoz (2013), por meio de sua brilhante tese *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, com a qual se habilitou à livre-docência na Faculdade de Direito da USP. Ele discorre que é necessário que seja feita distinção entre a definição de controle como poder e situação de fato pelos artigos 116 e 243, §2º da Lei n. 6.404/76, daquela definição de bloco de ações de controle passível de ser objeto de alienação, prevista no artigo 254-A, assim expondo:

São conceitos diferentes, que exercem funções distintas. O poder de controle é um *fato jurídico*, ou um *poder*, ao qual a lei atribui determinados efeitos (regime especial de deveres e responsabilidades), com a finalidade de tutelar o interesse da companhia, dos demais acionistas e *stakeholders*. O bloco de ações de controle é objeto de direito e está previsto no art. 254-A para determinar a obrigatoriedade da oferta pública (MUNHOZ, 2013, p. 302).

Munhoz (2013, p. 302) prossegue, afirmando que se pode admitir dúvida quanto à interpretação do artigo 254-A, no que diz respeito à incidência da oferta pública obrigatória, no caso de alienação de controle minoritário. Ele enfatiza, entretanto, que nada justifica uma confusão desse conceito com o conceito de controle minoritário para efeito de atribuição de

um regime especial de deveres e responsabilidades, exercendo, ambos, funções bem distintas no direito societário brasileiro. Nesse sentido, ele afirma que a lei brasileira não fez referência à titularidade de um percentual mínimo de ações ao definir o acionista controlador, não o definindo como aquele que é titular da maioria do capital votante, mas sim em função de uma situação de fato, qual seja, o poder de preponderar nas deliberações da assembleia geral e de eleger a maioria dos administradores. Ele ressalta, ainda, que a expressão “modo permanente” indica estabilidade, mas não imutabilidade, não podendo o poder ser conjuntural ou esporádico. A partir daí ele conclui, com extrema propriedade, que:

Essas observações tornam indubitável o reconhecimento pela lei societária brasileira do controle minoritário (poder de fato) para a atribuição do regime de deveres e responsabilidades, estabelecido, entre outros nos arts. 116 e 117 da Lei das S.A. A possibilidade do controle minoritário decorre da definição dos quóruns de instalação e de deliberação da assembleia geral (arts. 125 e 129 da, LSA), bem como da competência da CVM para reduzir o quórum qualificado de deliberação, em virtude de dispersão acionária (art. 136, §2, LSA).

Não é correto, portanto, o entendimento de que a lei societária brasileira, em virtude do requisito permanência, não reconheceria o controle minoritário. Na realidade, significaria um grave rompimento da estrutura de poder definida pela Lei das S.A. o não reconhecimento do controle minoritário, para efeito de atribuição do regime de deveres e de responsabilidade previsto nos arts. 116 e 117. Mais grave é a defesa dessa tese no momento em que, pela primeira vez, o controle minoritário começa a existir na realidade brasileira, tornando-se, em verdade, o padrão dominante nas companhias integrantes do Novo Mercado (MUNHOZ, 2013, p. 305).

Também, filiam-se a esta corrente Eizirik, Ulhoa Colheo, Requião e Lucena. Para Eizirik (2010, p. 180), o legislador optou claramente por não exigir a propriedade de percentual mínimo de ações votantes para caracterizar a figura do acionista controlador, evidenciando que a Lei n. 6.404/76 admitiu implicitamente a existência do controle minoritário.

Ulhoa Coelho (2009, p. 288-289) preconiza que o conceito de acionista controlador adotado pela lei engloba as quatro modalidades de poder de controle (controle majoritário, controle minoritário, controle gerencial e controle por meio de instrumentos legais), e que o direito brasileiro já está aparelhado para acolher as evoluções do mercado de capitais, como a maior dispersão das ações. Ele complementa que a identificação do controlador é questão de fato, em que devem ser analisados os pressupostos do conceito legal, entre eles a permanência e discorre que não obstante a revogação do critério estabelecido na Resolução 401 do Conselho Monetário Nacional, esse critério continua sendo pertinente, ou seja, quem não dispõe de mais de 50% das ações votantes de uma companhia deve ser considerado controlador se nas três últimas assembleias detiver a maioria nas deliberações sociais.

Requião (2003, p. 141) afirma que com o crescimento das empresas nacionais, o controle minoritário tem se tornado corrente no Brasil, onde um grande número de companhias abertas está sendo controlado pela minoria, sendo necessário proteger a maioria dispersa dos abusos da minoria, decidida e todo poderosa.

Lucena (2010, p. 1078) entende que nas grandes companhias, em decorrência da pulverização das ações entre milhares de acionistas, o controle é exercido por uma minoria ativa, que detém menos da metade do capital social, geralmente formada pelos maiores acionistas, sendo que a Lei n. 6.404/76, recepcionando esta situação, prevê a instalação das assembleias em segunda convocação com qualquer quórum.

Azevedo (2010, p. 229), ao analisar o ativismo dos investidores institucionais e o poder de controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado, fez um brilhante estudo a respeito do prevalecimento do poder de controle minoritário nas companhias abertas de capital pulverizado, em especial naquelas que integram o Novo Mercado, nas quais a obrigatoriedade de adoção do princípio *one share one vote* tornou o custo do controle majoritário muito alto.

Azevedo investigou a estabilidade e permanência do poder de controle minoritário e concluiu que ele é revestido de maior ou menor grau de estabilidade de acordo com a atuação dos acionistas titulares de participações minoritárias mais expressivas no capital votante. Segundo ele, esses acionistas “têm os estímulos necessários ao exercício, em conjunto, dos direitos e prerrogativas legais que, em razão da elevada dispersão, podem lhes garantir o poder de controle minoritário” (AZEVEDO, 2010, p. 233). De outro lado, os demais acionistas, que são titulares de uma quantidade menor de ações, não obstante tenham, em conjunto, a maioria do capital votante, possuem menores estímulos para a prática de condutas proativas, o que faz com que sejam mais passivos e não compareçam às assembleias, contribuindo, assim, para a estabilidade e permanência do bloco de controle minoritário.

Complementado suas explicações, Azevedo (2010, p. 233) dá o exemplo de uma companhia aberta na qual o controle é exercido por acionistas que detêm menos de 50% do capital votante, mas que são signatários de um acordo de acionistas arquivado na companhia. Nessa estrutura, o controle minoritário apresenta-se com significativo grau de permanência e estabilidade, o qual só será ameaçado no caso de união de acionistas que detêm a maioria do capital social ou aquisição do controle por um terceiro, sendo ambas as hipóteses difíceis de concretização dada a dispersão acionária e alto custo para aquisição do controle. Nesse contexto, as chances de formação de um bloco de controle majoritário são mais reduzidas.

Ademais, Azevedo (2010, p. 234) enfatiza que a existência do acordo de acionistas não é pressuposto para o surgimento do controle minoritário. Segundo ele, é suficiente, para sua caracterização, que os votos de um acionista ou conjunto de acionistas, unidos por um acordo de votos ainda que verbal, prevaleça nas assembleias gerais, fazendo com que eles dirijam as atividades da companhia e elejam a maioria dos administradores, ainda que por tempo limitado.

Ele discorre, ainda, que a permanência do poder de controle minoritário não é absoluta e depende do grau de estabilidade interna do bloco de controle e do nível de dispersão do capital votante. Ou seja, além da estabilidade do bloco de controle minoritário, é necessário que a dispersão do capital seja suficientemente elevada para que a participação dos demais acionistas no capital seja tão pequena que os desencoraje de condutas proativas. Do mesmo modo, não é suficiente para a permanência do controle minoritário haver somente alta pulverização das ações, sendo necessária também a estabilidade no bloco de controle minoritário, seja mediante a existência de um acordo de votos arquivado na companhia ou, até mesmo, por meio de um acordo verbal. (AZEVEDO, 2010, p. 234).

Por fim, Azevedo (2010, p. 236) investigou as origens da atual configuração do poder de controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado e concluiu que a pulverização se deu, precipuamente, no âmbito das ofertas públicas primárias e secundárias do Novo Mercado; o qual exige, conforme já exposto nesse trabalho, que todas as ações de emissão da companhia tenham direito a voto. Segundo o autor, nessas ofertas, os controladores antigos tiveram suas participações diluídas, seja em decorrência da subscrição de novas ações por investidores ou pela venda de suas ações em ofertas secundárias, isso porque os controladores optaram por obter ganhos na venda de suas ações e manter um investimento minoritário.

Nesse contexto, Azevedo conclui que a pulverização acionária, que se verifica até então no Brasil, decorre de uma estratégia dos antigos controladores majoritários de maximizar os retornos da abertura de capital das companhias. A venda das ações pelos controladores majoritários em oferta secundária, ocasionando uma perda do controle majoritário, deu-se para que os controladores auferissem um suposto prêmio pelo controle, visto que os investidores estariam dispostos a pagar mais por referidas ações. Entretanto, a sua venda, não gerou a perda do controle, que continua sendo exercido pelos antigos acionistas com uma participação minoritária. Neste sentido, assim ele discorre:

Portanto, pode-se afirmar que o poder de controle minoritário nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras é exercido, em muitos casos, pelos acionistas que, anteriormente à abertura de capital, eram titulares do poder de controle majoritário – e passaram a deter participação minoritária – juntamente com outros acionistas minoritários. Esses demais acionistas são, em sua maioria, *investidores institucionais* que, assim como os antigos controladores, detêm as participações *mais expressivas* no capital votante da companhia, comparecem a votam nas assembleias gerais e elegem a maioria dos administradores. (AZEVEDO, 2010, p. 238.)

1.1.2 Da doutrina contra a existência do controle minoritário no regime legal brasileiro

Conforme já exposto, a posição dominante na doutrina brasileira é a favor da existência do controle minoritário no regime legal brasileiro para atribuições de deveres e responsabilidades específicas ao controlador. Entretanto, advoga contra referida posição alguns doutrinadores; dentre eles, Modesto Carvalho. Por certo, sua opinião, bem como a dos demais, não pode deixar de ser considerada no presente trabalho.

Carvalhosa (2011, p. 570) entende que a instituição do controle no Brasil sofre uma crise profunda a partir de 2006, desde o surgimento de companhias com alta dispersão acionária, acarretando o desaparecimento da figura do acionista controlador

Ele afirma que em decorrência de uma transposição semântica ou literal da língua inglesa e do afastamento da aplicação do artigo 116, que define o poder de controle e o dever fiduciário que dele decorre, tem-se disseminado o falso conceito “do assim chamado ‘controle gerencial’ e do não menos estranho ‘controle minoritário’” (CARVALHOSA, 2011, P. 572). Ele denomina referidos conceitos de “configurações pseudojurídicas”, fruto do simplismo e dedução lógica dos fenômenos que ocorrem no mundo societário.

Carvalhosa discorre que o “propalado controle minoritário” é um falso conceito que visa atender unicamente aos antigos controladores das companhias do Novo Mercado, os quais não são mais detentores de mais de 50% do capital votante, mas apresentam-se como “controladores minoritários” para continuar no comando da empresa. Esse movimento, segundo ele, não tem qualquer êxito ou fundamento jurídico, vez que o artigo 116 instituiu o controle vinculado à maioria absoluta do capital votante, que outorga a permanência para o exercício do poder de dirigir a companhia e o dever fiduciário de fazê-lo no interesse social. Assim, conclui referido autor que “o exaltado controle minoritário inexistente no direito societário brasileiro”. (CARVALHOSA, 2011, p. 572-573).

Carvalhosa complementa seus argumentos expondo que o “controle gerencial” e o “controle minoritário” decorrem de interesses pessoais meramente dedutivos, decorrentes da

crise do instituto do controle entre nós no tocante às companhias com capital disperso, nos seguintes termos:

Temos, assim, a dedução “lógica” seguinte: se nas companhias com capital disperso não existe mais controlador majoritário, o controlador passa a ser minoritário ou então “gerencial. Desse modo – simplisticamente -, se não existe controle nos expressos termos do presente artigo, outros controles surgem no seu lugar.

Como referido, esse raciocínio *contra legem*, por isso que passa ao largo da definição legal do controle contido na presente norma, advém, em primeiro lugar, da transposição *tout court* do direito norte-americano. Assim, no referido aspecto semântico, o termo control na prática norte-americana significa “dominação”, ou seja, a assunção do comando da sociedade por um grupo minoritário de acionistas ou diretamente pelos administradores, que autonomamente o exercem.

Isto posto, comando não se confunde com controle entre nós, pois este é instituído em lei como atributo de acionista titular de maioria absoluta das ações votantes. Há em nosso direito, *ex vi* do artigo ora estudado, um princípio de governo da sociedade anônima, consubstanciado na instituição do controlador, ou seja, aquele que, por deter a maioria absoluta votante do capital social, tem permanentemente o poder de dirigi-la e o dever fiduciário de fazê-lo nos estritos termos do parágrafo único da norma.

Já nos Estados Unidos o chamado controle é fundado na situação de fato: se alguém logra, mesmo minoritário, eleger os administradores, ele é considerado controlador. É o chamado *working control* (CARVALHOSA, 2011, p. 573).

Carvalhosa (2011, p. 574) defende, ainda, que a expressão de “*modo permanente*” significa que existe um acionista ou um grupo de acionistas que possui mais de 50% das ações votante, tendo garantido seu direito de eleger a maioria dos administradores e que, por tal razão, sempre exerce esse direito. Ou seja, é a maioria absoluta do capital votante que dá ao controlador o direito de sempre deliberar nas assembleias gerais, revestindo a administração eleita de estabilidade, já que a maioria dos membros só poderá ser destituída pelo controlador. Nesse contexto, as ações de controle são diversas daquelas dos minoritários votantes, pois outorgam aos seus titulares direitos e deveres próprios.

Carvalhosa entende, assim, que a expressão de “modo permanente” denota um acionista ou um grupo de acionistas que detém a maioria do capital votante e não pode ser destituído do seu poder-dever e nem turbado de sua condição de acionista controlador.

Além disso, ele acrescenta que os blocos de ações minoritárias caracterizam-se pela impermanência, resultando na incapacidade de comandar a sociedade. A impermanência, por sua vez, acarreta uma instabilidade no exercício da administração, já que, a qualquer momento, outros blocos minoritários podem se juntar e realizar a mudanças no governo da companhia. O estado de permanência e instabilidade se instala, visto que o bloco minoritário não tem mais de 50% das ações votantes, sendo o quórum, portanto, aleatório. (CARVALHOSA, 2011, p. 579).

Carvalhosa (2011, p. 580) funda também sua tese de inexistência de controle minoritário sob o argumento de que, para o cumprimento do requisito da permanência, não pode existir dependência de outros acionistas, pois o poder de controle deve ser autônomo, só se estabelecendo o poder-dever quando um acionista ou grupo de acionista congrega a maioria absoluta das ações votantes. Ele enfatiza, assim, que não há, em nosso regime legal, a figura do “controle minoritário”, não podendo ser invocada a classificação de Berle e Means, que se refere à legislação norte-americana.

Carvalhosa (2011, p. 580-581) conclui suas explicações a respeito da inexistência do controle minoritário no regime legal brasileiro afirmando que, nas companhias com capital disperso, o comando é exercido pelos administradores, ou através do acionamento da *proxy machinery* (art. 126 da Lei n. 6.404/76 e Instrução CVM n. 481). Em ambos os casos, a sociedade passa a ser conduzida por seus órgãos administrativos, quais sejam o Conselho de Administração e a diretoria. O governo societário será sempre da administração da companhia, independentemente do percentual de dispersão do capital. Não sendo o capital tão disperso, um grupo de acionistas minoritários, circunstancialmente, irá eleger os administradores. De outro lado, sendo o capital mais disperso, sua eleição será comandada pelos próprios administradores, que através dos *proxy machinery*, farão a eleição dos novos administradores. Ele afirma, ainda, que o reconhecimento do regime *incumbent management* é claro na Instrução CVM n. 481 ao prever que os pedidos públicos de procuração feitos pela administração poderão ser custeados pela própria companhia.

Diante de referidas considerações, Carvalhosa afirma, ainda a respeito do comando dos administradores nas companhias com ações dispersas, que em decorrência da mudança da estrutura acionária no Brasil, atualmente também composta por companhias com capital disperso, há uma necessidade de se rever a hermenêutica das normas vigentes da Lei n. 6.404/76, que está fundada no poder de controle e na estabilidade da administração da companhia, nos termos abaixo:

Por isso, o jurista deve investigar e compreender a nova realidade societária subjacente às normas vigentes. Não há como normatizar ou regular um fenômeno societário sem antes analisar e compreender os novos desafios por ele colocados. Assim, a natureza específica do comando da companhia com capital disperso, exercida pelos seus administradores, deve ser o pressuposto da construção de uma nova doutrina, de uma nova normatização e de uma nova prática no direito societário brasileiro (CARVALHOSA, 2011, p. 582).

Alinham-se à posição de Carvalhosa, Fran Martins e Almeida Magalhães. Referidos autores, não tratam da questão do controle minoritário com os mesmos detalhes dedicados por

Carvalhosa, mas todos afirmam que o regime legal brasileira não recepcionou o controle minoritário.

Fran Martins (1984, p. 93) entende que a maioria de votos, nas deliberações da assembleia geral, só pode ser assegurada de *modo permanente* pelo acionista controlador que possua a maioria das ações votantes da sociedade. Ele entende, ainda, que a resolução da CMN n. 401, quando vigente, aplicava-se apenas aos casos de alienação de controle, devendo ser controlador, para efeitos do artigo 116, aquele que conta com a maioria do capital votante da sociedade, tendo sempre o poder de eleger a maioria dos administradores.

Magalhães (2011, p. 232) afirma que o controle minoritário é aquele que é “realizado por acionista ou grupo de acionista que não se enquadram no conceito de “acionista controlador” previsto no art. 116 da Lei 6404/76”, sendo exercido, assim, pelo acionista que não tem, de forma permanente, a maioria dos votos nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

2. DA JURISPRUDÊNCIA DA CVM A RESPEITO DO CONTROLE MINORITÁRIO

Feita a análise das posições da doutrina contra e a favor da existência do controle minoritário no regime legal brasileiro, passe-se, agora, para a análise da jurisprudência da CVM a respeito do controle minoritário.

Inicialmente, deve ser esclarecido que o Poder Judiciário Brasileiro nunca analisou qualquer caso em que se discutisse sobre a existência do controle minoritário no nosso regime legal.

Quanto à CVM, até julho 2009, ocasião em que foi julgado o Processo n. RJ 2009/1956, que será abaixo analisado, a CVM não tinha analisado detalhadamente a questão do controle minoritário no Brasil. Os julgados anteriores, abordam a questão de maneira mais genérica, sendo que todos têm o entendimento no sentido de que o exercício do controle somente se configura quando independe de qualquer outro grupo acionário, sendo necessário para tanto mais de 50% do capital votante.

O Processo n. RJ 2009/1956, em que se discutiu a venda do controle indireto da TIM, pode ser considerado o *leading case* da CVM em matéria de alienação de controle minoritário e incidência ou não da oferta pública de aquisição obrigatória de ações. Nesse julgado, é analisada, de maneira profunda, a recepção pelo nosso regime legal do controle minoritário, sendo, assim, o caso já apreciado pela CVM de maior relevância para o presente estudo.

Antes de se adentrar para os fundamentos utilizados em seus votos por cada Diretor da CVM, será feito em breve histórico do caso, para maior entendimento da questão.

2.1. Breve histórico do caso e estrutura societária do grupo TIM antes da alienação de controle da Olimpia para a Telco

A TIM Participações S.A (“TIM Participações”) é companhia aberta brasileira, titular de 100% das ações de emissão da TIM Celular S.A e da TIM Nordeste S.A. Seu controle direto é exercido pela TIM Brasil Serviços e Participações S/A (“TIM Brasil”), detentora de 81,24% das ações votantes. A TIM Brasil, por sua vez, é subsidiária integral da Telecom Italia Internacional NV, sociedade holandesa, que, por sua vez, é controlada pela Telecom Italia S.p.A. (“Telecom Italia”), companhia aberta italiana. Até a implementação da operação objeto de análise pela CVM, a Olimpia S.p.A (“Olimpia”) era a maior acionista da Telecom Italia, sendo detentora de 17,99% do seu capital votante. A Olimpia, por sua vez, tinha como sócios a Pirelli & C. S.p.A (“Pirelli”), titular de 80% do seu capital social e a Sintonia S.p.A e Sintonia S.A, que juntas eram titulares dos 20% restantes do capital (juntas “Sintonia”).

Em maio de 2007, um grupo de investidores compostos pelas empresas Assicurazioni Generalli S.p.A., Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A. e Telefónica S.A., por meio de participação na sociedade italiana Telco S.p.A (“Telco”), acordaram a compra, pela Telco, de 100% do capital da Olimpia. A transação foi concluída em 25.10.2007, depois de obtidas as aprovações necessárias.

Posteriormente, a Olimpia foi incorporada pela Telco, que passou a deter diretamente 24,5% do capital votante da Telecom Italia. A Telco, também, adquiriu, em março de 2008, nova participação na Telecom Italia, além de ter contribuído ao seu capital 5,6% das ações ordinárias da Telecom Italia, que eram de titularidade da Mediobanca S.p.A e da Assicurazioni Generalli S.p.A.

Um conjunto de fundos acionistas da TIM Participações (“acionistas minoritários”), sob o argumento de que houve alienação indireta de controle, protocolaram requerimento perante a CVM. Em resumo, os acionistas minoritários alegaram que a Olimpia, apesar de deter somente 17,99% do capital da Telecom Italia, exercia seu controle de fato, sendo assim obrigatória a realização de oferta pública para a aquisição das ações dos minoritários, vez que incontrovertidos os fatos de que a Olimpia elegeu a maioria dos administradores da Telecom

Italia por diversos anos e de que esta, através de uma cadeia societária, tinha a maioria dos votos das deliberações em assembleia da TIM Participações.

2.2 Do voto do Diretor Relator Eliseu Martins

O Diretor Relator Eliseu Martins, em seu voto, entendeu pela aplicabilidade da legislação brasileira, inclusive para a verificação da existência do controle de fato da Telecom Italia pela Olimpia, termos do artigo 11 da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro. Segundo ele, uma interpretação diversa causaria insegurança jurídica ao minoritário, o qual teria de identificar a legislação aplicável em cada caso, conhecê-la e aplicá-la.

Ele destaca, ainda, o voto proferido pelo Diretor-relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa no caso CBD (Processo n. RJ 2005/4069), em que é feita distinção entre os artigos 116 e 254-A, enfatizando suas finalidades diversas. O artigo 116 tem por fim definir os requisitos para caracterização do acionista controlador e as responsabilidades por ele assumidas. Já o artigo 254-A confere uma compensação aos minoritários pela “quebra da estabilidade do quadro acionário”, dando aos minoritários o direito de alienar suas ações, mediante recebimento de parte do prêmio de controle, quando essa “estabilidade for perturbada”.

O Diretor-relator, em seguida, passa a analisar se a Olimpia controlava indiretamente a TIM Participações. Ele afirma que, nos termos do artigo 116, “a”, para a caracterização do poder de controle, o acionista ou o grupo de acionistas deve, de modo permanente, ter a maioria dos votos nas deliberações da assembleia e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Dessa maneira, a principal questão a ser analisada é se a Olimpia, como detentora de 17,99% do capital votante da Telecom Italia, controlava-a ou não, o que garantiria o controle indireto da TIM Participações. Ele destaca que é incontroverso que, até a ocorrência operação, a Olimpia teve historicamente a maioria dos votos nas deliberações (salvo nas de AGO de 2007) e elegeu a maioria dos administradores. Por esse motivo, deve ser questionado se, com base neste histórico e na dispersão acionária da Telecom Italia, era assegurado à Olimpia o exercício dessas prerrogativas de modo permanente. Ao analisar referido requisito, ele concluiu que a característica de preponderância permanente estava presente, visto que a Olimpia, de maneira consistente, obteve a maioria dos votos das assembleias e elegeu a maioria dos administradores até a realização da operação. De modo que o fato de, em uma única assembleia, faltar-lhe 0,06% da maioria presente não ser suficiente para descaracterizar este controle ou comprovar sua eventualidade, até porque, quando de sua realização, já havia

informação no mercado a respeito da existência de negociações para venda da Olimpia, e, mesmo não tendo obtido a maioria dos votos dos presentes, ela elegeu a maioria dos administradores.

Além disso, Eliseu Martins inovou e trouxe um novo entendimento para o requisito da “permanência” previsto no art. 116 da Lei n. 6.404/76, discordando expressamente do precedente CBD (Processo n. RJ 2005/4069), e afirmando que o ordenamento jurídico brasileiro recepcionou o controle minoritário e que nos casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo é plenamente possível que um acionista que tenha menos de 50% +1 das ações representativas do capital votante da companhia consiga fazer valer sua vontade nas assembleias gerais durante determinado período, conforme abaixo exposto:

No Precedente CBD, o Diretor-relator menciona que, a seu ver, para que o requisito de permanência no poder seja atendido, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que o acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar, o que apenas ocorre se o acionista tiver 50% mais uma das ações com direito a voto. De acordo com essa interpretação, o controle de fato não acarretaria a obrigatoriedade de realização de OPA.

Essa interpretação, a meu ver, não merece prosperar. A lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à “maioria absoluta” do capital votante da companhia, e não à “maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral”. Nesse sentido, Fábio Konder Comparato, ao analisar o art. 116, menciona que “a fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante”.

A expressão “de modo permanente” parece indicar a necessidade de continuidade ou ininterrupção para a caracterização do controle, mas a lei não determina um prazo mínimo de permanência.

(...)

É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas assembleias. Mas essa visão extrema não me parece a melhor interpretação do art. 116 e visivelmente esse também não é o entendimento do Prof. Comparato, já que ele admite que o art. 116 engloba o controle minoritário.

Nos casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das ações representativas do capital votante da companhia consiga fazer valer sua vontade nas assembleias gerais. Nesse sentido, dadas as circunstâncias do caso concreto e analisando-se o histórico das assembleias da companhia, há forte probabilidade de que o acionista faça valer sua vontade. (grifo nosso) (BRASIL, 2009).

Com base em referido argumento, bem como em outros argumentos de reforço por ele citados no caso, o Diretor-relator concluiu que, quando da realização da operação de compra da Olimpia pela Telco, a Olimpia tinha o controle direto da Telecom Italia, nos termos da legislação brasileira, estando caracterizado o controle indireto da TIM Participações pela Olimpia, ensejando a realização de OPA obrigatória para aquisição das ações da TIM Participações, nos termos do artigo 254-A da Lei n. 6.404/76

O voto do Diretor-relator foi integralmente acompanhado pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto.

2.3. Do voto do Diretor Otavio Yazbek

O Diretor Otavio Yazbek, no que diz respeito à legislação aplicável ao caso, acompanhou o voto do Diretor-relator e entendeu que se aplicava a legislação brasileira com base no artigo 116 da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro.

Quanto ao mérito da questão, ele se filiou à posição de que é preciso se diferenciar o que dispõe o art. 116 e o art. 254-A da Lei n. 6.404/765. Nesse sentido, Otavio Yazbek seguiu posicionamento já adotado anteriormente pela CVM, no Processo n. RJ 2005/4069 (caso CBD acima exposto) e no Processo n. RJ 2008/4156, em que se firmou o entendimento de que o art. 116 dá uma definição instrumental para acionista controlador para definir um conteúdo mínimo de obrigações para tal pessoa ou grupo e estabelecer também um conjunto de responsabilidades, ao passo que o art. 254-A protege o acionista minoritário no caso de mudança de controle da companhia.

A respeito do controle minoritário, Otavio Yazbek afirmou expressamente entender que o conceito de acionista controlador do art. 116 é abrangente o suficiente para englobar o controle minoritário para fins de imputação de direitos e deveres, conforme transcrito abaixo:

Em suma, ao definir acionista controlador, o art. 116 da Lei das S.A. criou, fundamentalmente, um centro de imputação de direitos e deveres, permitindo a responsabilização daquele que abusa de sua posição dominante. Para fazê-lo com maior eficiência – e como desde sempre vem reconhecendo a doutrina – a lei adotou uma definição suficientemente ampla de acionista controlador, a fim de abranger não apenas os controles totalitário e majoritário, mas também o controle minoritário. (grifo nosso) (BRASIL, 2009).

Otavio Yazbek entende que o art. 116 tem uma abrangência inconcebível quando se trata de alienação de controle. Entretanto, ao mesmo tempo, não afasta, de pronto, qualquer possibilidade de transferência de poder de controle minoritário. Nesse viés, ele entende que deve ser feita uma análise caso a caso e destaca que o regime anterior, da vigência da Resolução n. 401/76, remetia a fatos concretos, quais sejam, as “três últimas assembleias da companhia”, de modo a afastar o controle minoritário fugaz ou instável. Assim, ele conclui que, sem critérios objetivos, a identificação do controle minoritário torna-se complexa e difícil, gerando insegurança ao mercado. Entretanto, ele reforça novamente que é importante não negar *a priori* tal possibilidade.

No que diz respeito ao caso, Otavio Yazbek entende que não está demonstrado no processo que a Olimpia exercia desde o início e até a concretização da operação o controle de fato da Telecom Italia, baseando tal entendimento no fato da Olimpia não ter conseguido a maioria dos votos na assembleia realizada dia 16.04.2007, bem como nas informações fornecidas pelo CONSOB.

2.4. Do voto da Diretora-Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Nos termos do artigo 9 e 11 da Lei de Introdução às normas de Direito Brasileiro, os quais preveem, respectivamente, que as obrigações são regidas pela lei do País em que forem constituídas e que as sociedades obedecem à lei do Estado em que se constituírem; a Diretora-Presidente Maria Helena entendeu que a OPA, por alienação indireta de controle, deve ser analisada sob a ótica da lei brasileira, e a identificação se a Olimpia exercia o controle de fato da Telecom Italia, sob a ótica da legislação italiana.

Partindo da referida premissa, a Diretora-Presidente baseou-se nas informações prestadas pelo CONSOB para concluir que não se poderia afirmar que a Olimpia exercia o controle de fato da Telecom Italia. Nesse viés, foi destacada a importância de se estabelecer balizadores para identificação do controle de fato ou controle minoritário, conforme utilizado pelo CONSOB. Ela afirmou que “o controle minoritário, embora me pareça que seja um fato da vida, uma realidade, pode ser extremamente difícil de definir *a priori*.”

Dessa forma, a Diretora-Presidente decidiu pela não incidência do art. 254-A, visto que, segundo ela, não teria ocorrido a alienação indireta de controle da TIM Participações.

Em seguida, a Diretora-Presidente, apesar de não relevante para sua decisão, passou a analisar o voto proferido pelo Diretor-Relator Eliseu Martins. Ela ressalta que referido voto está bem fundamentado e defensável e que a CVM nunca necessitou se manifestar anteriormente a respeito da alienação de controle minoritário e incidência da OPA obrigatória. Assim, ela destaca a necessidade da CVM aprofundar o assunto, já que o controle de fato é realidade no mercado brasileiro, sendo que a dificuldade de sua caracterização ilustra a complexidade da questão.

A Diretora-Presidente segue afirmando que concorda com as conclusões do Diretor-Relator sobre permanência da situação de controle e seus critérios, mas ressalta que tais conclusões estariam sujeitas às visões dos que decidirão caso a caso, gerando, assim, insegurança para o mercado. Nesse sentido, ela entende que devem ser estabelecidos critérios

concretos para caracterização do controle minoritário e incidência da OPA e sugere o percentual de 30% do capital votante, nos termos abaixo:

O conceito de controle de fato, sujeito em cada caso ao grau de dispersão do capital da sociedade e ao absenteísmo dos demais acionistas, é bastante útil para a apuração de responsabilidades em episódios específicos, mas pode trazer insegurança se for utilizado para avaliar a incidência ou não da obrigação de realização de OPA por alienação de controle.

Em suma, entendo que se hoje existem companhias no Brasil em que não há dúvida de que o controle é exercido por determinados acionistas minoritários - seja por que detêm participações extremamente relevantes e têm prevalecido em assembleias ao longo do tempo, por estarem vinculados por acordos de voto ou pela participação mais evidente na própria gestão da companhia -, há outras situações em que essa caracterização seria muito difícil de obter tão claramente, e em que seria de extrema valia a existência de critérios conhecidos e públicos para essa análise. (grifo nosso) (BRASIL, 2009).

2.5. Do voto do Diretor Eli Loria

O Diretor Eli Loria, assim como o Diretor-Relator e o Diretor Otavio Yazbek, também entendeu pela aplicabilidade da legislação brasileira ao caso, tanto para definição do exercício de controle da Olimpia sobre a Telecom Italia, quando para a verificação da incidência da OPA obrigatória. Entretanto, Eli Loria baseou seu entendimento no artigo 9 da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro e não no artigo 11, como fez os outros dois diretores. Segundo ele, a análise da obrigatoriedade da OPA decorre de natureza exclusivamente obrigacional. Dessa maneira, o caso se resume unicamente em verificar se a alienação de controle das ações da Olimpia para a Telco configura alienação indireta de controle para os fins do art. 254-A da Lei n. 6.404/76, independentemente de se discutir a aplicação do direito italiano.

Ele destaca que, conforme previsto no art. 116 da Lei das SA, para a caracterização do controlador são necessárias três condições cumulativas, sendo elas: (i) ter, de modo permanente, direitos de sócios que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembleia; (ii) ter o poder de eleger a maioria dos administradores e (iii) uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Ele ressalta, ainda, que não descarta a figura do acionista controlador “de fato” para atribuição de responsabilidades, nos termos previstos no art. 116 e 177 da Lei n. 6.404/76, *in verbis*:

Friso que aqui não estou descartando a figura do acionista controlador "de fato" para efeito de sua responsabilidade nos termos dos arts. 116 e 117 da LSA, lembrando

que os acordos de acionistas não eximem o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (art. 115) ou do poder de controle (arts. 116 e 117) nos termos do art.118, § 2º. (BRASIL, 2009).

Ademais, Eli Loira faz uma distinção entre o art. 166 e o art. 254-A e afirma que, para os fins do art. 254-A, o preenchimento dos requisitos i e ii citados são suficientes para caracterização de alienação de controle, não sendo necessário, para ensejar a OPA obrigatória, a aquisição das ações dos minoritários que alienante esteja exercendo o poder, nos termos do requisito iii antes descrito. De outro lado, para fins de atribuição de responsabilidades, nos termos do art. 116, faz-se necessário que o controlador use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais.

Ainda nesse viés, o Diretor da CVM afirma, a respeito do poder de controle de forma permanente, que o controle de fato não pode ser objeto de alienação, já que não se pode alienar aquilo a que não tem direito e conclui que a alienação de controle não abrange o controle minoritário, não sendo obrigatória OPA para aquisição das ações dos minoritários em decorrência da venda das ações da Olimpia para a Telecom Italia.

2.6. Do entendimento majoritário da CVM pela existência do controle minoritário em nosso regime legal

Conforme se observa, o julgado do caso TIM mudou radicalmente o entendimento da CVM que tinha até então, no sentido de que o exercício do controle somente se configuraria quando independesse de qualquer outro grupo acionário, sendo necessário para tanto mais de 50% do capital votante.

Os diretores Eliseu Martins, Marcos Pinto, Eli Loira e Otavio Yazbek expressaram entendimento claro no sentido de reconhecer a existência do controle minoritário para efeitos de atribuição do regime dos arts. 116 e 117 da Lei n. 6.404/76. A Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana não analisou especificamente se o direito societário brasileiro recepcionou o controle minoritário, mas firmou entendimento de que hoje existem companhias brasileiras em que o controle é exercido por acionistas minoritários e declara, ainda, que concorda com as ponderações feitas pelo Diretor-Relator Eliseu Martins a respeito do requisito da “permanência”, destacando a complexidade do assunto e a necessidade de seu aprofundamento pela CVM.

3. DO CONTROLE MINORITÁRIO NOS ESTADOS UNIDOS

Uma vez concluído o estudo do controle minoritário à luz da legislação brasileira e do entendimento da doutrina nacional e da CVM, passe-se, agora, para o estudo do controle minoritário nos Estados Unidos.

É imperioso se esclarecer que não se pretende com o presente estudo esgotar o tema sob a ótica do direito norte-americano. Certamente referida análise poderia ser objeto de outro trabalho. O objetivo do presente capítulo é expor, de maneira geral, o entendimento das cortes norte-americanas a respeito do controle minoritário para fins de atribuição de deveres fiduciários ao acionista controlador e compará-lo com o direito brasileiro. Para tanto, serão estudados adiante dois casos julgados pelas Cortes de Delaware, que são paradigmas de outros julgamentos.

3.1 Breves esclarecimentos a respeito do Direito Societário Norte-Americano

Antes de se iniciar o estudo do controle minoritário sob a ótica do direito norte-americano, para melhor compreensão do assunto, serão feitos alguns breves esclarecimentos sobre estrutura desse direito.

O sistema jurídico norte-americano diferencia-se substancialmente do sistema jurídico brasileiro. As principais características do primeiro que dizem respeito à questão aqui abordada são: o sistema é *common law*, isto é, decisões dos tribunais superiores devem ser respeitadas e seguidas pelas instâncias inferiores que detêm sua jurisdição, e as questões relativas ao direito societário são reguladas por cada estado, que tem sua legislação própria que regula cada tipo societário, tais como as *corporations* (que poderiam ser comparadas às sociedades anônimas brasileiras) e as *limited liability companies* (que poderiam ser comparadas às sociedades limitadas brasileiras).

Apesar da adoção do sistema *common law*, a maior parte das questões de direito societário norte-americano é regulada por meio de leis estaduais, e os diferentes tipos de sociedades são reguladas por diferentes legislações. As leis societárias estaduais são, em sua maioria, bem similares, mas não são idênticas e variam de estado para estado. Não obstante, há também leis federais que regulam matérias relacionadas às sociedades, como, por exemplo, a lei de mercado de capitais (*Securities Law*) e as leis tributárias que regulam os tributos incidentes sobre cada tipo societário. (SHADE, 2006, p. 7)

As leis tributárias impactam de maneira significativa a escolha do tipo societário, vez que as incidências tributárias variam de acordo com cada sociedade. Já as leis do mercado de capitais impactam, em especial, as sociedades de capital aberto (*publicly held companies*). Entretanto, as leis federais não regulam a constituição ou a operação interna das sociedades – essa competência é dos estados.

Ademais, no direito norte-americano é possível que uma sociedade seja constituída em um estado e tenha seu principal estabelecimento em outro. Ou seja, a escolha do local de constituição da sociedade será feita precipuamente em decorrência da escolha da lei societária estadual que será aplicada à sociedade; sendo que, nas disputas relacionadas entre os sócios ou acionistas ou entre os sócios e a sociedade, ainda que esta tenha seu principal e real estabelecimento em outro estado, aplicar-se-á a legislação do estado de sua constituição (este conceito é chamado no direito norte-americano de *internal affairs doctrine*). (SHADE, 2006, p. 7).

A maior parte das grandes companhias norte americanas está sediada em Delaware (mais de 50% das 500 maiores empresas do mundo). A escolha por esse Estado decorre de uma série de fatores, dentre os quais se destacam: a legislação societária é extremamente flexível e avançada, facilitando de forma significativa a administração da empresa; o Estado tem um tribunal – Delaware Court of Chancery – de 215 anos, dedicado somente à análise de casos relacionados ao direito empresarial que conta com um grande repertório de *cases* referenciados pelas demais cortes; as decisões não são proferidas por júris, mas por juízes, sendo redigidas e de fácil leitura; os juízes são indicados por mérito e há isenção do imposto de renda de Delaware para as empresas que não exercem suas atividades no estado.

Dessa maneira, o direito societário norte-americano se baseia, em regra geral, no direito societário do estado de Delaware. Grande parte dos outros estados utiliza um código de *Business Corporations* bem parecido com aquele utilizado por Delaware, sendo que os julgados das cortes de referido estado são estudados e utilizados no mais diversos estados e também nas universidades de Direito de todo o país.

Os casos que serão abaixo estudados foram julgados pelas Cortes de Delaware, não se verificou, nesse estudo, julgados de outros estados pelas razões acima expostas.

Por fim, um último esclarecimento, apesar da maior parte das questões de direito societário norte-americano ser regulada por meio de leis, o estudo do direito societário norte-americano também se baseia em casos, que interpretam as legislações aplicáveis ou estabelecem conceitos ou regras independentes da legislação. Dessa maneira, para o estudo do

controle minoritário serão utilizados casos que fixam conceitos ou regras a seu respeito, vez que a lei societária de Delaware não regula a caracterização do controle.

3.2. Caso Kahn versus Lynch

Em 1986, Alan R. Kahn (“Kahn”), acionista da empresa Lynch Communication Systems, Inc. (“Lynch”), ajuizou ação de reparação de danos contra a Lynch e contra a Alcatel U.S.A Corporation (“Alcatel”), sob a alegação de que a Alcatel era acionista controladora da Lynch e como tal não cumpriu suas obrigações fiduciárias quando da realização de oferta pública para aquisição das ações da companhia, vez que ditou os termos da transação, prestou informações falsas e inadequadas e fixou um preço não justo. O pedido do autor foi julgado improcedente pela Court of Chancery. Inconformado, o autor apresentou apelação perante a *Supreme Court of Delaware*.

Em síntese, os autores alegaram que a Alcatel, quando da realização da oferta, tinha 43,3% das ações da Lynch, era controladora da Lynch, pois tinha o direito de indicar cinco dos onze membros do conselho de administração, dois dos três membros do comitê executivo e dois dos quatro membros do comitê de compensação. Além disso, qualquer forma de combinação de empresas dependia de prévia aprovação da Alcatel (o quórum de aprovação era de 80%, nos termos dos seus atos societários da companhia);

The Court of Chancery entendeu que a Alcatel era, de fato, a controladora da Lynch e tinha obrigações fiduciárias para com ela e com a seus acionistas. Foi concluído, ainda, que a Alcateu não tinha falhado no cumprimento de seus deveres fiduciários e julgou a ação improcedente.

A *Supreme Court* concluiu que os documentos e registros demonstram que a *Court of Chancery* acertou ao decidir que a Alcatel era a controladora da Lynch e como tal tem deveres fiduciários específicos para com a Lynch e seus acionistas. Segundo referida corte, um acionista tem deveres fiduciários se detém a maioria das ações ou exerce controle sobre os negócios da companhia, conforme abaixo:

Shareholder who owns less than 50% of a corporation’s outstanding stocks does not, without more, become a controlling shareholder of that corporation, with a concomitant fiduciary status. For a dominating relationship to exist in the absence of controlling stock ownership, a plaintiff must allege domination by a minority shareholder though actual control of corporation conduct. (Kanh v. Lynch (I) 638 A.2d 1110 (Del. 1994))

Entretanto, mudando o entendimento da *Court of Chancery*, a Supreme Cort entendeu que o comitê independente e o conselho de administração não decidiram com base no exercício de seu próprio julgamento, mas em decorrência da dominação exercida pela Alcatel. Dessa maneira, o ônus da prova de demonstrar o *entire fairness* da transação seria da Alcatel, na qualidade de acionista controladora.

3.3. Caso Citron versus Steego

Trata-se de processo julgado pela *Court of Chancery of Delaware* que foi ajuizado por acionistas da Steego Corporation (“Steego”), que alegaram que a IEP Acquisition Corp., controladora da Steego, fez uma oferta pública de aquisição das ações da Steego por um preço não justo, rompendo seu dever fiduciário na qualidade de controladora.

Em síntese, os autores alegaram que a IEP, como titular de 48,8% das ações da Steego, detém seu controle, tendo responsabilidades fiduciárias que não foram cumpridas, a saber: (a) o preço de U\$ 6,00 por ação é substancialmente menor do que o preço justo e (b) a IEP falhou ao não revelar informação substancial da Steego, incluindo informação do valor de mercado de certos ativos da companhia;

Para demonstrar a existência do controle da IEP sobre a Steego, os autores basearam-se nos seguintes fatos: (a) a IEP tinha o direito de indicar dois dos nove conselheiros da Steego; (b) a IEP, por volta de 25 de agosto, sugeriu que fosse feita renegociação de dívidas bancárias da Steego somente após a conclusão da oferta de aquisição das ações, já que após aquisição do seu controle majoritário pela IEP, a companhia teria uma melhora na sua análise de crédito e (iii) o conselho de administração foi manipulado pelo Sr. Ducan, diretor executivo e conselheiro da Steego e também acionista, visto ter sido assinado contrato de consultoria pelo prazo de cinco anos, entre o Sr. Ducan e afiliadas da IPE, no valor de U\$ 300 mil dólares/ano.

A Corte de Delaware, ao analisar o caso, entendeu que o controlador tem obrigações fiduciárias específicas e destacou que referido assunto é bem consolidado em Delaware. Além disso, foi firmado o entendimento de que, o controle pode ser exercido por um acionista titular de menos de 50% das ações, sendo sua caracterização uma questão fática. Ademais, foi decidido, conforme julgados anteriores, de que é o exercício do controle, e não o potencial controle que gera obrigações fiduciárias especiais para o controlador.

Entretanto, a Corte de Delaware decidiu que os fatos alegados pelos autores para demonstrar a existência do controle da IEP sobre a Steego não eram suficientes para sua

caracterização e criação de obrigações fiduciárias especiais para IEP. A Corte entendeu que as provas nos autos demonstravam que o conselho de administração decidiu de forma independente, sem dominação da IEP ou do Sr. Ducan, que se absteve de votar.

3.4. Análise do controle minoritário nos Estados Unidos e comparação com o controle minoritário no Brasil

Conforme se observa nos casos citados, o regime legal norte-americano, que adota o sistema *common law*, recepcionou o controle minoritário para fins de atribuição de responsabilidades fiduciárias ao controlador. Ao juiz cabe analisar cada caso concreto e verificar a existência de dominação do acionista sobre os negócios da empresa, em especial sobre seu conselho de administração.

Dos julgados analisados, pode-se concluir que será considerado controlador, segundo entendimento das cortes de Delaware: (a) o acionista titular de mais de 50% das ações com direito a voto ou (b) o acionista que, de fato, domina os negócios sociais e exerce influência nas decisões do conselho de administração. Nesta última hipótese, o ônus da prova é do autor ou reclamante.

Restou claro, ainda, pela análise dos casos, que não é tarefa fácil provar o domínio do controlador de fato ou minoritário sobre a companhia e seu conselho de administração. Em um dos casos analisados entendeu-se que o autor não havia demonstrado de maneira cabal o domínio do suposto controlador sobre os negócios da companhia, não obstante haver relato de fatos que demonstrem sua influência relevante.

Dito isso, passe-se para análise comparativa entre os ambientes legais norte-americano e brasileiro de controle minoritário.

No Brasil, as discussões a respeito do controle minoritário iniciaram-se recentemente. A matéria ainda não foi analisada pelo Poder Judiciário Brasileiro, que, a propósito, possivelmente não está preparado para referida análise. Não há no Brasil, ao contrário do exemplo de Delaware, cortes ou varas especializadas somente em direito societário. Os juízes brasileiros têm a árdua tarefa de julgar e decidir assuntos nas mais variadas áreas do Direito. Não bastasse referido desafio, o número de processos por juízes é altíssimo, pairando, em alguns casos, volumes absurdos, o que não permite, muitas vezes, uma análise detalhada de cada caso.

Além do controle minoritário ainda não ter sido até hoje objeto de análise pelo Poder Judiciário, no âmbito da CVM, somente uma única decisão analisou mais detidamente a

questão, conforme já abordado no Capítulo 2 desse trabalho. Referida decisão é de grande relevância, pelo fato dos diretores da CVM em seus votos terem apresentado fortes argumentos a favor da existência do controle minoritário em nosso regime legal para fins de atribuições dos deveres e responsabilidades estabelecidos nos arts. 116 e 117 da Lei das S/A e porque nela foi ressaltada a importância do assunto e da necessidade de seu aprofundamento e regulação, dada a nova característica de dispersão acionária do mercado de capitais brasileiro.

Ademais, sob o ponto de vista da doutrina nacional, o controle minoritário ainda é tema controverso, conforme restou demonstrado também no Capítulo 1.

Nos Estados Unidos, ao seu revés, o controle minoritário não é tema recente. O primeiro caso citado nesse estudo foi julgado em 1971, não tendo sido, entretanto, o primeiro a analisar a questão.

Também, ao contrário do ambiente legal brasileiro, é pacífico no direito norte-americano que um acionista titular de menos de 50% das ações votantes pode ser considerado controlador para fins de atribuição de responsabilidades fiduciárias específicas. O grande desafio, entretanto, é a prova do domínio ou influência do controlador minoritário sobre a companhia e seu conselho.

CONCLUSÃO

Após o estudo realizado, concluímos que a Lei n. 6.404/76, nos termos do artigo 116, reconheceu o controle minoritário para imputação de deveres e responsabilidades específicas e responsabilização do controlador pelos atos abusivos praticados quando do exercício de seu poder.

Observamos que, nos termos do artigo 116, a caracterização do acionista controlador se perfaz mediante a observância de três requisitos: (i) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral; (ii) o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e (iii) o uso efetivo do poder de controle para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Apontamos também que a questão mais divergente quanto à existência ou à inexistência do controle minoritário no nosso regime legal diz respeito à “permanência” ou “modo permanente”.

Nos filiamos à corrente que defende que a expressão “modo permanente” indica estabilidade, mas não imutabilidade. A existência de um controle minoritário está implicitamente reconhecida na Lei n. 6.404/76, a qual, ao definir o acionista controlador, não fez referência à titularidade de um percentual mínimo de ações e estabeleceu que a instalação

da assembleia geral, em segunda convocação, se faz com presença de qualquer número de acionistas, nos termos dos arts. 125 e 135. Além disso, conforme art. 136 §2º, a lei societária permite que a CVM, no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersas no mercado, autorize a redução do quórum de maioria das ações com direito a voto previsto em lei para aprovação de determinadas matérias.

Conforme exposto por Salomão Filho e Munhoz, entendemos que a discussão do controle majoritário-minoritário relaciona-se, antes de tudo, com a disciplina a ser aplicada e com a definição da natureza jurídica do controle como posição jurídica ou situação de fato. No caso de aplicação da disciplina da responsabilidade, o controle deve ser visto como uma situação de fato, vez que a lei brasileira não fez referência à titularidade de um percentual mínimo de ações ao definir o acionista controlador, não o definindo como aquele que é titular da maioria do capital votante, mas sim em função de uma situação de fato, qual seja, o poder de preponderar nas deliberações da assembleia geral e de eleger a maioria dos administradores.

Ao analisarmos os casos já apreciados pela CVM, verificamos que o último entendimento proferido sobre o assunto é no sentido de que o ordenamento jurídico brasileiro recepcionou o controle minoritário e que nos casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo é plenamente possível que um acionista que tenha menos de 50% +1 das ações representativas do capital votante da companhia seja o controlador.

Dessa forma, não obstante a existência de respeitáveis opiniões em sentido contrário, em especial de Modesto Carvalhosa, que entende que a “permanência” só pode ser obtida por acionista titular de maioria absoluta das ações com o direito a voto, defendemos que o requisito da permanência pode ser caracterizado por meio do exercício do controle minoritário. Numa companhia com a alta dispersão acionária, na qual um grupo de acionistas titulares de menos de 50% das ações com capital votante se une; pode ser obtido um controle estável, atrelado à estabilidade interna do bloco de controle e ao nível de dispersão do capital votante.

Quando da edição da Lei n. 6.404/76, não havia companhias no Brasil com controle minoritário, dada a alta concentração do capital das companhias abertas. Atualmente, conforme exposto na introdução desse trabalho, o fenômeno é uma realidade no Brasil, em especial nas companhias do Novo Mercado. Uma vez observado o exercício do controle minoritário, ele deve ser enquadrado em nossa realidade normativa, pois afastá-lo representaria uma interpretação errônea da estrutura de poder prevista na Lei das S.A e um

retrocesso, já que significaria não atribuir um regime de deveres e responsabilidades previsto nos arts. 116 e 117 àquele que, de fato, está comandando a companhia.

Ademais, não podemos esquecer, conforme bem exposto por Azevedo, que, em muitos casos, o controle minoritário nas companhias abertas de capital pulverizado é exercido atualmente por aqueles acionistas que anteriormente à abertura de capital eram titulares da maioria das ações votantes, caracterizando-se, por vezes, um poder mais intenso que o poder majoritário. Isso reforça nosso argumento da necessidade de reconhecimento da proteção dada pelo nosso ordenamento jurídico aos minoritários, visando evitar que o controlador, ainda que titular de menos de 50% das ações votantes, obtenha benefícios privados do seu controle.

Por fim, concluímos esse trabalho alertando para o fenômeno da dispersão do capital nas companhias abertas brasileiras e suscitando a indagação a respeito da necessidade de adequação da Lei das S.A a essa realidade. A lei societária de 1976 foi considerada uma lei moderna e mesmo distante da realidade do Brasil à época, previu dispositivos que se ajustam a companhias com dispersão acionária, como o próprio art. 116 e os já citados artigos 125, 129 e 135. Entretanto, certamente alguns dispositivos merecem ser aprimorados, como o art. 254-A, que envolve atualmente inúmeras polêmicas. Além disso, caso se caminhe para a acentuação da dispersão acionária, com o desaparecimento do controlador, será necessário um enrijecimento dos deveres e responsabilidades dos administradores, seguindo o modelo norte-americano.

REFERÊNCIAS

BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 2009.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em: 5 jul. 2014>.

Brasil, Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM RJ 2009/1956, Relator: MARTINS, Eliseu, j. 15/07/2009. Disponível em: < <http://www.cvm.gob.br>>. Acesso em: 5 jul. 2014.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v.2, 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial - direito de empresa*. v.2 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*. 3. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1983.

COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de MOURA (Coord). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

LAMMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LEXISNEXIS. *Kanh v. Lynch* (I) 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

LEXISNEXIS. *Puma v. Marriot* 283 A.2d 693 (Del. Ch. 1971).

LEXISNEXIS. *Citron v. Seego* 1988 Del. Ch. LEXIS 119 (Del. Ch. Sept. 9, 1988).

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (artigos 1º a 120)*. v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MAGALHÃES, Rodrigo Almeida. O controlador e sua responsabilidade na sociedade anônima. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

MARTINS, FRAN. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*, v. 2, tomo I: artigos 106 a 165. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. v. 2: 23 ed. atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2003.

REVISTA CAPITAL ABERTO. Anuário de Governança Corporativa das Companhias Aberta. Ano 5, n. 41. São Paulo: Editora Capital Aberto, 2013.

SHADE. Joseph. *Business Associations in a nutshell*. 2ª ed. Estado Unidos: Thomson West, 2006.