



SILAS TADEU DE CASTRO MARTINS

**A ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO SOB A
LÓGICA DA PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO:
UMA AFIRMAÇÃO DA DISSOCIAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE
E CONTROLE**

LAVRAS-MG

2018

SILAS TADEU DE CASTRO MARTINS

**A ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO SOB A LÓGICA DA PROTEÇÃO
AO ACIONISTA MINORITÁRIO: UMA AFIRMAÇÃO DA DISSOCIAÇÃO ENTRE
PROPRIEDADE E CONTROLE**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Curso de Direito, para a obtenção do título de Bacharel.

Prof. Me. Fellipe Guerra David Reis
Orientador

LAVRAS-MG

2018

SILAS TADEU DE CASTRO MARTINS

**A ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO SOB A LÓGICA DA PROTEÇÃO
AO ACIONISTA MINORITÁRIO: UMA AFIRMAÇÃO DA DISSOCIAÇÃO ENTRE
PROPRIEDADE E CONTROLE**

**THE ALIENATION OF SHARE CONTROL UNDER THE LOGIC OF
PROTECTION TO MINORITY SHAREHOLDER: A CLARIFICATION OF THE
DISSOCIATION BETWEEN PROPERTY AND CONTROL**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Curso de Direito, para a obtenção do título de Bacharel.

APROVADA em 19 de dezembro de 2018.

Me. Fellipe Guerra David Reis – UFLA

Me. Fernanda Valle Versiani – UFLA

Heitor Roberto Maia

Prof. Me. Fellipe Guerra David Reis
Orientador

LAVRAS-MG

2018

RESUMO

No âmbito das sociedades anônimas, tanto a propriedade acionária quanto o controle gerencial representam temas de longas e históricas discussões, principalmente quando confrontados em contexto de desenvolvimento e pulverização das companhias. Uma das mais extensas e completas obras que se debruçaram sobre a matéria é o livro intitulado *The Modern Corporation and Private Property*, de autoria dos autores norte-americanos Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, publicado em 1932 e que até hoje tem significativo respaldo no comportamento das sociedades anônimas frente às exigências do mercado contemporâneo e nas próprias normas que disciplinam suas atuações, porquanto suas bases sustentam o entendimento fundamental sobre a fragmentação entre participação acionária e poder de comando na perspectiva da administração empresarial. Nesse sentido, objetivando agregar à concepção acima abreviada, a presente pesquisa buscou analisar e responder, por meio de estudos essencialmente doutrinários e científicos, e em especial por meio de bibliografia traduzida da obra supracitada, em que medida a alienação do controle acionário, na perspectiva da proteção ao acionista minoritário e com ênfase na imposição de Oferta Pública de Aquisição (OPA), prevista no artigo 254-A da Lei 6.404/1976, corrobora a tese de dissociação entre propriedade e controle. O estudo perpassou pelo contexto de dispersão acionária descrito por Berle e Means em contraste com o cenário do mercado de capitais local, pela evolução e necessidade de tutela dos interesses do pequeno investidor, bem como pelas nuances correlatas ao controle de uma companhia, como seus tipos, natureza e repercussões diante de sua alienação. Os resultados obtidos demonstraram que a imposição de Oferta Pública de Aquisição como forma de garantir os interesses dos acionistas minoritários representa limitação ao exercício absoluto da propriedade acionária por parte do controlador, afirmando ainda mais sua dissociação em relação ao controle, já que a OPA condiciona a eficácia da alienação da propriedade acionária correspondente a negócios – ou oferta de negócios – entre terceiros, ou seja, entre o adquirente do controle e os demais acionistas detentores de ações com direito a voto. Assim, constatou-se que mesmo o controlador mantendo sob seu domínio a propriedade e o controle, estará ele impedido de negociar livremente os termos da alienação das ações que lhe conferem a situação de ascendência.

Palavras-chave: Sociedade Anônima. Propriedade. Controle. Alienação. Acionistas Minoritários.

ABSTRACT

In the scope of joint-stock companies, both ownership and management control represent themes of long and historical discussions, especially when confronted in the context of the development and spraying of companies. One of the most extensive and complete works on the subject is the book entitled *The Modern Corporation and Private Property*, authored by the American authors Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, published in 1932 and which until today has significant support in the behavior of corporations against the demands of the contemporary market and in the very norms that govern their actions, since their bases sustain the fundamental understanding about the fragmentation between shareholding and power of command in the perspective of business administration. In this sense, in order to add to the aforementioned abbreviated conception, the present research sought to analyze and respond, through essentially doctrinal and scientific studies, and in particular through a bibliography translated from the aforementioned work, to what extent the alienation of the share control, from the perspective of protection to the minority shareholder and with emphasis on the imposition of a takeover bid, provided for in article 254-A of Law 6.404/1976, corroborates the thesis of dissociation between ownership and control. The study covered the context of stock dispersion described by Berle and Means in contract with the local capital market scenario, the evolution and need to protect the interests of the small investor, as well as the nuances related to the control of a company, such as its types, nature and repercussions before its alienation. The results obtained demonstrated that the imposition of a Public Tender Offer as a way of guaranteeing the interests of minority shareholders represents a limitation to the absolute exercise of ownership by the controlling shareholder, further affirming their dissociation from the control, since the OPA conditions the effectiveness of the disposition of the shareholding ownership corresponding to business – or offer of business – between third parties, that is, between the acquirer of the control and the other shareholders holding shares with voting rights. Thus, it was found that even the controller maintaining ownership and control in his domain, he will be prevented from freely negotiating the terms of the alienation of the shares that give him the ascendancy situation.

Keywords: Joint-stock company. Property. Control. Alienation. Minority Shareholders.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. DISSOCIAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE: BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DA CONTRIBUIÇÃO DE BERLE E MEANS	7
2.1. O desenvolvimento das sociedades anônimas de acordo com Berle e Means.....	9
2.2. As sociedades anônimas no contexto brasileiro: dispersão acionária, proteção aos investidores e conflito de interesses.....	12
3. CONTROLE	14
3.1. Conceito e tipos de controle.....	14
3.1.1. Controle por meio da propriedade quase total	16
3.1.2. Controle majoritário	17
3.1.3. Controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária	18
3.1.4. Controle minoritário.....	19
3.1.5. Controle administrativo.....	20
3.2. Controle de fato e poder de controle.....	22
3.3. Natureza jurídica do controle acionário.....	25
4. A ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO E A NECESSIDADE DE RESGUARDAR OS INTERESSES DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.....	26
5. OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO – OPA	30
6. A DISSOCIAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE CORROBORADA PELA ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO EM CONTEXTO DE DISPERSÃO DA PROPRIEDADE POR AÇÕES	36
7. CONCLUSÃO.....	38
REFERÊNCIAS	41

A ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO SOB A LÓGICA DA PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO: UMA AFIRMAÇÃO DA DISSOCIAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE

1. INTRODUÇÃO

Devido ao conjunto de elementos e particularidades que formam sua estrutura e impulsionam o seu funcionamento, a sociedade anônima é uma das principais fontes de exploração científica do universo jurídico correlato ao Direito Empresarial. É nesta seara que, inclusive, se destacam dois elementos intrínsecos às atividades organizadas em torno da busca pelo lucro. São eles a propriedade e o controle gerencial, elementos sobre os quais se debruçará o presente estudo.

Nesse sentido, por meio de uma abordagem teórica e com olhar exclusivamente voltado às sociedades constituídas por ações, pretende-se demonstrar como a propriedade e o controle são concebidos no atual sistema acionário, especialmente diante do contexto de dispersão acionária e consequente necessidade de se proteger com mais afinco os interesses dos pequenos investidores.

Para tanto, utilizando-se de pesquisa essencialmente bibliográfica, serão delineadas, inicialmente, breves considerações à teoria abarcada na obra de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, intitulada *The Modern Corporation and Private Property* – ou, em livre tradução, “A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada”, que retrata a dispersão acionária e o desenvolvimento das companhias norte-americanas já no início do século XX. O trabalho de Berle e Means foi anunciado em 1932 e até hoje tem significativo respaldo no estudo sobre as sociedades anônimas, porquanto suas bases sustentam o entendimento fundamental sobre a fragmentação entre participação acionária e poder de comando na perspectiva da administração empresarial.

Paralelamente, ainda em um primeiro momento, o cenário de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro será posto em contraste com a realidade descrita na obra supracitada, de modo a aproximar a discussão ao contexto nacional.

Em seguida, o estudo caminhará para as noções acerca de controle, seus tipos e natureza, como forma de compreender suas repercussões por meio da legislação brasileira e preparar o leitor para o objetivo proposto pelo presente trabalho, isto é, para a percepção de que a dissociação entre propriedade e controle é corroborada pela alienação do controle

acionário mesmo o controlador mantendo sob seu domínio a participação na companhia e o poder de comando.

Como fator determinante, explicar-se-á, logo após, a necessidade de promover a tutela efetiva aos interesses dos acionistas minoritários quando da alienação do controle acionário e o modo como a legislação brasileira busca promover essa tutela por meio da imposição de Oferta Pública de Aquisição, disciplinada no artigo 254-A da Lei 6.404/1976.

Por fim, será feita uma breve sedimentação do estudo, abordando os principais pontos trabalhados e traçando, em linhas gerais, a importância de se ter definida a noção de separação entre propriedade e controle no âmbito das sociedades anônimas, com as posteriores conclusões da pesquisa.

2. DISSOCIAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE: BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DA CONTRIBUIÇÃO DE BERLE E MEANS

A propriedade, como cediço, é pauta de discussão em diversas temáticas, e sobre ela diferentes institutos são concebidos com os mais variados objetivos, não sendo raros os institutos jurídico-sociais que se debruçam sobre a propriedade com o fito de reafirmá-la ou mesmo de criticá-la, o fazendo por meio de mecanismos de manutenção, dispersão ou desfazimento.

No âmbito das relações civis-empresariais as discussões em torno da propriedade são, deveras, mais latentes. Não por acaso, as sociedades constituídas em busca do lucro tornaram-se fonte de estudo sobre os aspectos e efeitos da propriedade em determinado contexto socioeconômico, principalmente após a Revolução Industrial, já que a propriedade consiste em elemento inerente às atividades estruturalmente organizadas para a realização dos meios de produção.

Nesse viés, uma estrutura econômica específica se destacou nos debates teóricos dos séculos XIX e XX acerca da propriedade, muito em razão da forma acelerada de seu crescimento e pelo papel fundamental exercido, desde suas origens, no desenvolvimento da economia global. Trata-se da sociedade por ações, que atualmente se traduz pela capacidade de produção e de geração de empregos, que decorre diretamente da possibilidade de as companhias captarem recursos mediante lançamentos públicos de ações em bolsa de valores para financiar seus investimentos, visando à redução de custos e melhoria da qualidade de seus produtos e serviços.

Prova disso é a obra de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, intitulada *The Modern Corporation and Private Property* – ou, em livre tradução, “A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada” –, fruto de uma pesquisa acerca das sociedades anônimas norte-americanas, iniciada em 1928 pelos autores e publicada em 1932, que representou grande marco ao conhecimento sobre o funcionamento das corporações na década de trinta e que, até os dias atuais, tem significativo respaldo no comportamento das sociedades anônimas frente às exigências do mercado contemporâneo e nas próprias normas que disciplinam suas atuações, sejam elas legais ou mesmo mercadológicas.

No introito da obra supracitada, Berle e Means anunciam que a sociedade anônima deixou de ser apenas um dispositivo legal para a realização das transações comerciais privadas dos indivíduos, transformando-se, devido ao crescimento exponencial desta forma de constituição societária, em um mecanismo de manutenção da propriedade e de organização da vida econômica de seus envolvidos. Segundo os autores, a sociedade anônima desenvolveu um verdadeiro “sistema acionário” que atraiu para si uma combinação de atributos e poderes, e atingiu um grau de proeminência que lhe dá o direito de ser considerada como uma das principais instituições sociais¹.

Esse contexto de transformação foi satisfatório o bastante para que, já na década de trinta, economistas e advogados como Berle e Means percebessem que a propriedade organizada para a produção, constituída como sociedade anônima, não mais poderia ser tratada como propriedade no sentido etimológico da palavra. Tal percepção, evidentemente, possui uma justificativa: a dissociação entre o controle e o exercício absoluto da propriedade no âmbito da atividade empresária.

A explicação para esse fenômeno, afirmam Berle e Means², decorre do fato de que a classificação antiga de propriedade como direito real ou pessoal sobre as coisas, oponível entre pessoas, embora útil para o Direito, não mais se sustenta. Para os autores, ocorrera a mutação do conceito de *proprietas*, em razão de uma determinação global e política ordenada pela produção. Assim, à “propriedade” acresceram-se duas categorias: a) propriedade de consumo, e b) propriedade produtiva – dedicada à produção, manufaturas, serviços ou comércio, com a finalidade de oferecer, por certo preço, bens ou serviços ao público, com os quais seu possuidor espera obter lucro.

¹ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 33.

² *Ibidem*, p. 6.

A propriedade produtiva, categoria pertinente a este estudo, ainda segundo Berle e Means, divide-se em dois tipos: i) a executivo-produtiva, exercida indiretamente por administradores, visando o retorno econômico sob forma de juros, dividendos ou distribuição do lucro, e ii) a passivo-receptiva, caracterizada pelo exercício passivo da propriedade, visando tão somente à liquidez de seus títulos representativos (como no caso da propriedade de ações).

É a partir dos dois tipos de propriedade produtiva mencionados acima que a dissociação entre propriedade e controle se torna mais clarividente, principalmente no tocante às sociedades por ações, cujo desenvolvimento é sintetizado e contextualizado a seguir.

2.1. O desenvolvimento das sociedades anônimas de acordo com Berle e Means

Com a crescente industrialização e desenvolvimento do capitalismo após a Revolução Industrial, a sociedade anônima típica do século XIX materializou-se como um dos meios de produção pelo qual a riqueza era concentrada em nome de pequenos grupos, por eles ou por seus representantes administrada. Vale dizer, ainda, que a maioria das companhias tinha o tamanho limitado pela riqueza pessoal de seus titulares. Por tais razões a administração e o controle eram exercidos pelos proprietários, que combinavam em seus domínios a propriedade da companhia e a direção dos negócios da sociedade³.

No entanto, no século XX, a unidade econômica tal como eram as tradicionais sociedades anônimas – estadunidenses, conforme a pesquisa de Berle e Means –, foi sendo suplantada por companhias cada vez maiores, que tomavam amplitude principalmente pela presença em todos os setores da economia norte-americana, tendo como característica a centralização, por meio do mecanismo acionário, apenas do controle e da administração, estando estes últimos dissociados da propriedade⁴.

Assim, diante do surgimento das grandes corporações e da premente necessidade de as companhias se adequarem às tendências e exigências do mercado, principalmente com relação a investidores, indispensáveis para capitalização e desenvolvimento, a direção das companhias por administradores distintos dos proprietários se tornou cada vez mais comum,

³ *Ibidem*, p. 33-34.

⁴ *Ibidem*, p. 34.

ocorrendo o fenômeno do deslocamento do poder dos proprietários das ações para os administradores profissionais, que ficou conhecido como “revolução gerencial”⁵.

Da mesma forma, o interesse pela propriedade passiva por ações, isto é, a propriedade obtida sem o intuito de administrar ativamente a companhia, cresceu consideravelmente, sedimentando a conclusão de que controle e administração não são elementos inerentes à propriedade, ao menos no âmbito das sociedades anônimas e sob a perspectiva da nova roupagem atribuída por Berle e Means acerca da *proprietatis*.

Sobre a evolução das sociedades anônimas no que tange à concepção traçada, Berle e Means explicam que

Essa organização da atividade econômica se apóia sobre duas vigas mestras, tendo cada uma delas possibilitado a ampliação da área sob controle unificado. O sistema fabril, base da Revolução Industrial, levou um número cada vez maior de trabalhadores a se colocar diretamente sobre uma única administração. Depois disso, a sociedade anônima, cujos efeitos são igualmente revolucionários, colocou a riqueza de inúmeras pessoas sob o mesmo controle central. Cada uma dessas mudanças aumentou enormemente o poder dos administradores, e o *status* das pessoas envolvidas, trabalhadores ou proprietários, transformou-se de modo radical. O trabalhador independente admitido na fábrica tornou-se um trabalhador assalariado que entrega a direção de seu trabalho ao patrão. O proprietário que investe numa sociedade anônima moderna entrega sua riqueza aos administradores da companhia, à medida que troca a posição de proprietário independente por aquela em que apenas recebe a remuneração do capital⁶.

Em resumo, o controle dos ativos físicos da sociedade anônima passou do proprietário individualmente considerado para os diretores da companhia, enquanto o proprietário conservou seu interesse no produto e em seu crescimento. Se antes a propriedade combinava o pleno poder de manipulação com o direito absoluto de desfrutar dos produtos e dos lucros físicos da companhia, hoje ela se afigura desintegrada em suas partes componentes: o controle e o usufruto⁷.

Em outras palavras, se a princípio a propriedade era determinante para o exercício do objeto social de uma companhia, o qual se desenvolvia direta ou indiretamente pela atuação centralizada dos proprietários e exclusivamente em prol de seus interesses, com o progresso industrial e consequente transformação na essência das sociedades anônimas, que agora admite atuação decisiva de agentes diversos dos proprietários e abarca interesses variados, a

⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial, vol. III. Sociedades anônimas**. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 70.

⁶ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 34.

⁷ *Ibidem*, p. 37.

propriedade passou a ser fator secundário no tocante à gerência e prosperidade das companhias.

Como principais corolários desta transição, Berle e Means⁸ apontam os seguintes fatos relacionados à evolução das sociedades anônimas:

1. A propriedade passou de um agente ativo para um passivo, isto é, em lugar de propriedades materiais reais, sobre as quais o proprietário poderia exercer controle e pelas quais era responsável, passou o proprietário a ter ações que representam uma série de direitos e expectativas em relação a uma empresa, mas sobre eles o proprietário tem pouco controle, pois é praticamente impotente em seus esforços para agir sobre a propriedade material;
2. Os valores espirituais ligados à propriedade como símbolo da extensão da personalidade de seu titular foram perdidos pelos acionistas, principalmente com a dispersão da propriedade acionária;
3. Com o desenvolvimento industrial e ampliação das atividades empresariais, o valor da riqueza de uma pessoa começou a depender de forças alheias. Assim, o resultado do próprio esforço dos proprietários de uma companhia tornou-se insuficiente, de modo que o sucesso dos negócios passou a depender das forças de mercado e da ação dos administradores das corporações;
4. O emprego da riqueza diretamente pelo seu possuidor passou a ser cada vez menos provável. Em comparativo com a riqueza materializada na propriedade sobre terras, pode-se dizer que a característica física desta riqueza dá a seu possuidor um valor subjetivo independente do valor de mercado, já que a terra é passível de ser usada pelo proprietário, mesmo que o valor do bem no mercado seja desprezível. A nova forma de riqueza, representada pela propriedade acionária, no entanto, praticamente não se submete ao uso direto. Somente através da venda da riqueza (ação) no mercado pode o proprietário conseguir seu uso direto; e
5. No sistema acionário, o “proprietário” da riqueza industrial ficou apenas com um símbolo de propriedade, enquanto o poder, a responsabilidade e a substância que

⁸ *Ibidem*, p. 82-83.

outroira foram parte integrante da propriedade, passaram a ser transferidos a um grupo independente, em cujas mãos está o controle.

2.2. As sociedades anônimas no contexto brasileiro: dispersão acionária, proteção aos investidores e conflito de interesses

Afora as particularidades, o sistema acionário das companhias brasileiras não é exceção à lógica de dissociação entre propriedade e controle. Contudo, em comparação ao cenário norte-americano, as sociedades anônimas brasileiras ainda guardam a tradição da centralização da propriedade acionária e do domínio em mãos de poucos acionistas, embora a realidade atual já demonstre que, na verdade, essa centralização já não é tão evidenciada quanto fora em um passado não muito distante⁹.

A respeito, vale destacar que no século XX as sociedades anônimas brasileiras caracterizavam-se pela intensa concentração do controle e pela baixa proteção dos interesses dos acionistas minoritários, sedimentando um cenário no qual um grupo de acionistas ou grupo familiar detinha mais de 50% (cinquenta por cento) das ações com direito a voto e exercia de forma permanente o controle da companhia. Essa conjuntura se firmou em decorrência, dentre outros fatores, do ambiente econômico e de certas deficiências na regulação jurídica¹⁰.

No entanto, atualmente, já é possível notar uma tendência de constante pulverização das companhias brasileiras e maior atenção regulatória acerca dos interesses dos pequenos investidores, materializada, sobretudo, pelos avanços trazidos pela Lei societária 6.404/76 (Lei das SA's) e posteriores alterações, bem como pelas diversas medidas administrativas e mercadológicas tomadas pelos órgãos brasileiros de regulamentação, operação e fiscalização das companhias, como a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, responsável por fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil, e a B3 – Bolsa, Brasil, Balcão, bolsa de valores oficial do país.

Nesse sentido, prescrevem Modesto Carvalhosa e Luiz Fernando Martins Kuyven que

Diversas medidas foram criadas para garantir aos minoritários acesso à informação financeira da companhia e participação nos órgãos colegiados da administração. Além disso, nos últimos anos, o absenteísmo de alguns acionistas investidores, a dispersão acionária e a união de minoritários em

⁹ MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário**, São Paulo, n. 32, p. 867-904, abr. 2006, p. 879.

¹⁰ CHAVES, Paula Andrade R. **A nova S.A e o controle minoritário**. 2013.

torno de acordo de acionistas alteraram substancialmente a relação de poder no interior das companhias¹¹.

A globalização da economia, juntamente com o incremento de práticas de governança corporativa, que provocam uma crescente busca pela democratização do capital e do poder nas companhias, criando freios e balizas ao poder supremo dos acionistas controladores e ampliando os direitos dos acionistas minoritários, também consistem em fatores que contribuem constantemente para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, cada vez mais atrativo a investidores nacionais e estrangeiros e, por conseguinte, em franca expansão¹².

Nessa linha de raciocínio, embora as sociedades anônimas brasileiras ainda mantenham certas características que imprimem a centralização da propriedade de ações e do poder de gerência, o contexto atual de proteção aos investidores e fortificação do mercado de capitais aponta para uma crescente onda de dispersão acionária nas companhias brasileiras, de modo que a separação entre propriedade e controle está cada vez mais delimitada também no âmbito das sociedades anônimas de solo brasileiro.

Toda essa digressão é necessária para que se possa entender que as sociedades anônimas se constituem sob uma forma de propriedade em exponencial dispersão que, nos dias de hoje, já difundida mundo afora, abarca diversos conflitos de interesses entre proprietários-controladores e proprietários-não-controladores.

Os conflitos de interesses se devem, em total ou em alguma medida, à dissociação entre controle e propriedade evidenciada por Berle e Means e resumida acima. Isso porque, o controle guarda, em seu conceito, a propriedade e a possibilidade de direção de uma companhia, porquanto o controle, na maioria dos casos, só é possível por meio da detenção de participações societárias representadas por ações que, ao mesmo tempo, são frações ideais da propriedade sobre a companhia.

O fato de controle e propriedade estarem jungidos em um mesmo conceito, contudo, não torna falsa a afirmativa acerca da dissociação entre eles no âmbito das sociedades anônimas, pelo contrário. Além da concepção traçada por Berle e Means, a mencionada dissociação pode ser extraída do fato de que o controle acionário é passível de alienação por quem o detém, mas, embora essa alienação se dê pela transação sobre a propriedade acionária correspondente ao controle, não pode o controlador dela se dispor da forma que lhe aprouver,

¹¹ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial, vol. III. Sociedades anônimas**. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 67.

¹² MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário**, São Paulo, n. 32, p. 867-904, abr. 2006, p. 868-872.

contrariando o preceito máximo inerente à propriedade, tendo em vista a necessidade de se proteger o interesse social, cuja composição é formada, inclusive, pelos interesses dos acionistas alheios ao controle objeto da alienação.

Assim, em que pese o controle acionário estar atrelado à propriedade acionária, ambos não se misturam, de tal sorte que o acionista (ou grupo de acionistas) controlador é privado da principal característica da propriedade, qual seja, a disposição discricionária do bem, justamente para que o controle, autonomamente considerado, possa ser empregado conforme sua disciplina jurídica própria e em prol, também, dos acionistas não controladores.

É o que se pretende demonstrar a seguir por meio do conceito de controle e de algumas nuances acerca da necessidade e relevância da proteção ao acionista minoritário na alienação do controle acionário.

3. CONTROLE

3.1. Conceito e tipos de controle

Como adiantado alhures, o conflito entre o controle e os interesses dos acionistas (proprietários) é inerente à sociedade anônima, principalmente com relação à administração da companhia. À vista disso, para que fique claro o conceito de controle é importante, primeiro, traçar os possíveis interesses por parte dos acionistas com relação à direção de uma SA.

Pois bem. O interesse pela condução do negócio e o fato de ser decisiva a participação do acionista para o sucesso ou o fracasso do empreendimento, torna o proprietário de ações um acionista empreendedor, de contribuição ativa e dedicada. Seu interesse e engajamento na administração da companhia são elevados. Já a contribuição moderada acerca da gerência do negócio, torna o proprietário de ações um acionista rendeiro, cujo principal interesse é obter retorno financeiro a longo prazo. Embora menos intenso, seu interesse na administração também é considerável, tendo em vista o intento de fazer com que seu investimento resulte em lucros. Por fim, tem-se a figura do acionista especulador, cujo interesse pela companhia é apenas momentâneo e totalmente desvinculado de qualquer intenção de exercer a administração dos negócios¹³. O acionista especulador, por assim dizer, é a personificação

¹³ BERTOLDI, Marcelo M. **O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos**. *Scientia Iuris: Revista do curso de mestrado em direito negocial da Universidade Estadual de Londrina*. Vol. 7/8, N.1 (2003-2004), p 51-74. Londrina: Editora da UEL, 2004, p. 52-53.

máxima do proprietário passivo a que se referem Berle e Means, e sua participação no negócio é fundamental para que as companhias financiem seus próprios investimentos mediante a capitalização da poupança popular e para que o mercado de ações tenha liquidez.

Como é cediço, é por meio do voto que o acionista, seja ele empreendedor, rendeiro ou especulador, e desde que seja proprietário de título que lhe confira o sufrágio, comumente faz valer – ou ao menos tenta fazer valer – seus interesses. Partindo-se dessa premissa, infere-se que quem detém a maioria dos votos alcança o potencial poder de controle da sociedade, podendo eleger seus diretores e os membros dos conselhos fiscal e administrativo. Por via de consequência, vale dizer que o controlador influi profundamente no andamento da sociedade, tanto na política geral de condução dos negócios quanto no dia-a-dia da companhia, já que exerce forte ascensão sobre os administradores por ele nomeados¹⁴.

Assim, o conceito de controle pode ser definido como a condição de eleger quem estará à frente dos negócios, como forma de efetivar, indiretamente, os interesses do próprio acionista controlador. O controle estará em mãos, portanto, de quem efetivamente determina, por meio do voto, a direção do empreendimento (ou a maior parte dela).

À primeira vista, tomando por base o conceito acima, o controle interno, ou seja, aquele cujo titular atua no interior da própria sociedade, parece fundar-se, unicamente, na propriedade acionária, solidificando a afirmativa inicial de que controle e propriedade, aparentemente, estão no mesmo plano. Assim, “sua legitimidade e intensidade dependeriam, em última análise, do número de ações ou votos de que se é titular, proporcionalmente à totalidade dos sufrágios possíveis”¹⁵.

No entanto, é nesse ponto em específico que emerge a teoria da dissociação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial, esboçada inicialmente por Berle e Means. Tal evidência resulta, principalmente, da dispersão da propriedade acionária, que não é mais exercida necessariamente com interesse gerencial.

Nas palavras de Berle e Means,

À medida que a riqueza em ações foi-se dispersando amplamente, a propriedade dessa riqueza e o controle sobre ela deixaram cada vez mais de estar nas mesmas mãos. No sistema de sociedade anônima, o controle sobre a riqueza produtiva pode ser e está sendo exercido com um mínimo de interesse na propriedade. Possivelmente pode ser exercido sem nenhum interesse desse tipo. Propriedade da riqueza sem um controle apreciável e

¹⁴ *Ibidem*, p. 53.

¹⁵ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima – 6. ed. rev. e ampl.** – Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 43.

controle da riqueza sem uma propriedade apreciável parece o resultado lógico do desenvolvimento das sociedades anônimas¹⁶.

A dispersão da propriedade acionária, por seu turno, reflete no fato de que, quanto maior o número de acionistas em uma sociedade anônima, menor a probabilidade de que seus interesses individuais sejam efetivamente contemplados pelas decisões em assembleia, porquanto o voto solitário no âmbito das companhias de capital pulverizado, mesmo sendo exercido na proporção da participação societária, dificilmente é bastante para o atingimento do *quantum* necessário para que o interesse de seu titular prevaleça.

Nesse contexto, tomando por base a premissa de que controle é a capacidade de influir na gerência empresarial, por meio da eleição de representantes do executivo da companhia, bem como considerando a dispersão crescente da propriedade acionária, verifica-se o surgimento de uma variedade de tipos de situação de controle.

Berle e Means¹⁷ apontam em seu estudo cinco tipos principais de controle interno, destacando, desde o início, que não existe entre eles uma linha demarcatória nítida, mas tão somente elementos de fato e de direito que os distinguem. São eles: 1) controle por meio da propriedade quase total; 2) controle majoritário; 3) controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária; 4) controle minoritário; e 5) controle administrativo.

Os três primeiros tipos, conforme se extrai de suas próprias denominações, “são formas com base legal e giram em torno do direito de conseguir a maioria dos votos das ações que permitem o controle. Os outros dois tipos, o controle minoritário e o controle administrativo, são extralegais, baseando-se mais em uma questão de fato do que de direito”¹⁸.

A seguir, a definição de cada um dos conceitos listados acima.

3.1.1. Controle por meio da propriedade quase total

O controle por meio da propriedade quase total implica no domínio da propriedade e do controle pelo mesmo acionista ou grupo de acionistas. É em razão desse domínio conjugado que o controlador exerce poder absoluto sobre a companhia. Berle e Means assim expõem:

¹⁶ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 85.

¹⁷ *Ibidem*, p. 85-86.

¹⁸ *Ibidem*, p. 86.

Essa primeira forma de controle é encontrada no que se pode ser adequadamente chamado de sociedade anônima privada, onde um único indivíduo ou pequeno grupo de sócios possui todas ou quase todas as ações. Provavelmente, um indivíduo ou grupo está em posição de controle não apenas porque dispõe dos poderes legais da propriedade, mas também porque está em condições de usá-los e, particularmente, está em condições de eleger e dominar os administradores. Nesse tipo de empresa, a propriedade e o controle estão ambos nas mesmas mãos¹⁹.

Acerca do tipo de controle em comento, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho aduzem que a melhor definição é de que há controle totalitário quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade, sendo de rigor, nos casos em que o controle é exercido por um grupo de pessoas, a unanimidade entre os acionistas (controle totalitário conjunto)²⁰.

3.1.2. Controle majoritário

O controle majoritário afigura-se quando é exercido por um acionista ou um grupo que detém a maioria das ações com direito a voto, consubstanciando-se, no primeiro passo para a separação entre propriedade e controle, já que esse tipo de controle coloca sob domínio os acionistas minoritários que, apesar de serem coproprietários, não exercem poder de gerenciamento sobre a companhia.

Nos ensinamentos de Berle e Means,

No caso de uma estrutura empresarial simples, a propriedade da maioria das ações, estando nas mãos de um único indivíduo ou grupo pequeno, dá a esse grupo virtualmente todos os poderes legais de controle que teria um único proprietário da empresa e, em particular, o poder de selecionar o conselho de diretores. Certos poderes de controle, como o de modificar a carta patente ou de interromper as atividades da empresa, podem requerer mais que um simples voto majoritário e, nessa medida, a maioria exerce menos controle que um único proprietário. Além disso, os poderes de controle podem ser, numa certa medida, moderados pela existência de uma minoria compacta pronta a questionar a política ou os atos da maioria, tanto diretamente, nas assembleias dos acionistas, quanto nos tribunais. Por outro lado, quando todas as ações, menos as do indivíduo ou grupo majoritário, estão largamente dispersas, esse indivíduo ou grupo (na ausência de um “mecanismo geral”) tem um controle efetivo indiscutível. Ao mesmo tempo, a concentração do controle em mãos de uma maioria significa que a minoria perdeu quase todos os poderes de controle da empresa da qual é coproprietária. Ao menos para a minoria, a separação entre propriedade e

¹⁹ *Ibidem*, p. 86.

²⁰ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima – 6. ed. rev. e ampl.** – Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 50.

controle é quase total, embora para a maioria as duas funções estejam associadas²¹.

Debruçando-se sobre a temática, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho²² ainda acrescentam que o controle majoritário constitui princípio basilar das deliberações sociais, uma vez que, historicamente, a fórmula acionária foi criada para se permitir a constituição de um vasto corpo acionário, pelo que desarrazoado aceitar apenas a regra contratual do consentimento unânime. Além disso, reforçam que o bloco majoritário “pode não ser constituído por um único acionista, nem se apresentar, necessariamente, como um grupo monolítico de interesses. É mesmo usual que dois ou mais acionistas, ou grupo de acionistas, componham a maioria, associando interesses temporária ou permanentemente convergentes”. Em tais hipóteses, ocorre um controle conjunto ou por associação.

No Brasil, dado o contexto de concentração da propriedade acionária mencionado anteriormente, embora essa seja uma realidade em significativa transformação, ainda é latente o controle majoritário no âmbito das companhias abertas, justamente porque prevalece um elevado grau de concentração de capital votante. Nesse viés, é possível imaginar que mesmo nos casos em que não há um acionista detentor de mais da metade das ações com direito a voto, é comum que os maiores acionistas detenham uma participação significativa dos direitos sobre voto, de modo que a companhia é, geralmente, controlada por poucos deles²³.

Luiza Rangel de Moraes, em seu estudo realizado em 2006, pontuou que “a maioria das companhias brasileiras geralmente mantém não mais que 30% dos papéis nas mãos de acionistas não controladores”²⁴. Os dados atualizados, publicados pela Revista Capital Aberto em 2015, revelam que o número de companhias em que o maior acionista possui mais de 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto (ON), naquele ano, correspondia a elevados 47% (quarenta e sete por cento)²⁵.

3.1.3. Controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária

²¹ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 86.

²² COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima – 6. ed. rev. e ampl.** – Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 50-53.

²³ LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto**. Rev. adm. contemp., Curitiba, v. 6, n. 1, p. 7-18, Apr. 2002.

²⁴ MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário**, São Paulo, n. 32, p. 867-904, abr. 2006, p. 879.

²⁵ CONCENTRAÇÃO de poder. São Paulo: **Capital Aberto**, 2015.

O controle por meio de mecanismos legais, de acordo com Berle e Means, é uma forma de manter o controle da companhia sem deter a maioria de suas ações. As maneiras de atingir esse objetivo são variadas e, para ilustrar, os autores exemplificaram dois principais mecanismos: a emissão de ações com diferentes direitos de voto e a estrutura piramidal, melhor esclarecidos no trecho abaixo:

A emissão de ações ordinárias e preferenciais permite que se possam atribuir quantidades diferentes de votos a cada um dos tipos, sem consideração de seu valor unitário. Assim, por exemplo, é possível que as ações preferenciais não tenham direito a voto, permitindo que o aumento de capital pela emissão desta espécie de ações tenha efeito nulo sobre o controle acionário. A estrutura piramidal é uma forma de um agente controlar uma companhia por intermédio de várias empresas. Por este método, uma empresa A detém a maioria de ações de uma empresa B que detém a maioria de outra, e assim por diante. Desta forma, com uma participação em algumas empresas-chave na pirâmide, é possível multiplicar a magnitude do capital controlado. Como exemplo, podemos tomar três companhias: A, B e C, com capital de \$100 para cada uma delas. Supondo que A detém 51% de B, e B 51% de C, o agente que controlar 51 % do valor de A controlará também B e C. Ou seja, é possível controlar um capital de \$300 com um investimento de \$51 (17% do capital total)²⁶.

Desde a publicação da obra de Berle e Means, aqui em comento, a tese do controle por meio de mecanismos legais sofreu duras críticas. Todavia, quanto ao mérito da questão, não se atentará o presente trabalho, por ser irrelevante ao objetivo proposto.

3.1.4. Controle minoritário

O controle minoritário, por sua vez, é fundado em um número de ações inferior à metade do capital votante, e geralmente é consequência direta da dispersão acionária. Na perspectiva de Berle e Means, pode-se dizer que o controle minoritário

existe quando um indivíduo ou pequeno grupo possui uma participação em ações suficiente para estar em condições de dominar uma empresa *por meio de sua participação em ações*. Muitas vezes se diz que esse grupo tem um “controle operacional” da companhia. Em geral, esse controle se baseia em sua capacidade de atrair procurações dos proprietários dispersos que, quando combinadas a sua participação minoritária substancial, são suficientes para controlar a maioria dos votos nas eleições anuais. Inversamente, isso significa que nenhum outro volume de ações é suficientemente grande para

²⁶ BARRIONUEVO FILHO, Arthur. **A separação entre propriedade acionária e controle administrativo: revisitando os clássicos**. *Revista de Administração de Empresas*, vol. 27, n.4, p. 31-37. ISSN 0034-7590. São Paulo: SciELO, 1987, p. 33-34.

funcionar como um núcleo em torno do qual seja possível reunir a maioria dos votos²⁷.

De acordo com a doutrina de Modesto Carvalhosa, o controle minoritário pode ser exercido, também, por meio de acordo de acionistas, pelo qual os acionistas signatários instituem uma comunhão para, mediante votos convergentes, exercerem o controle societário, de modo a efetivar seus interesses e fazer sentir suas opiniões nas decisões societárias²⁸.

O controle mediante acordo de voto, portanto, resulta do esforço conjunto de acionistas que detêm quantia inferior à metade das ações combinado com o absenteísmo do acionista majoritário, ou seja, aquele que detém mais de 50% (cinquenta por cento) das ações com direito a voto. Nas companhias de capital pulverizado, em que inexistente a figura do acionista detentor de mais da metade das ações, o controle minoritário é realizado mediante a reunião da maioria dos votos que assegure o comando empresarial do bloco de acionistas minoritários.

Vale ressaltar que, assim como afirmaram Berle e Means, o controle minoritário é passível de ser exercido por apenas um indivíduo, desde que detentor da participação acionária capaz de lhe garantir a maioria dos votos, seja em razão de abstenção por parte do acionista majoritário ou em função da pulverização do capital social.

Em contexto brasileiro, em que pese a realidade ainda evidenciar a centralização da propriedade acionária e o domínio do controle por poucos acionistas, tem se firmado cada vez mais a tendência de reversão deste cenário concentracionista, em razão do avanço da dispersão acionária e consequente pulverização do bloco de controle, tendo o controle minoritário ganhado destaque e novos contornos no que tange à regulamentação de seu exercício²⁹.

3.1.5. Controle administrativo

O último tipo de controle, na Classificação de Berle e Means, é o administrativo ou gerencial, consubstanciado no controle independente da participação acionária, cujo fundamento se sustenta unicamente nas prerrogativas diretoriais. “É o controle interno

²⁷ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 92.

²⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho**. 2. ed. – São Paulo: Saraiva, 2015, p. 115.

²⁹ MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário**, São Paulo, n. 32, p. 867-904, abr. 2006, p. 879.

totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação”³⁰.

Nas palavras de Berle e Means,

O quinto tipo de controle é aquele em que a propriedade está tão dispersa, que nenhum indivíduo ou pequeno grupo tem sequer um interesse minoritário grande para dominar os negócios da empresa. Quando o maior interesse isolado representa apenas uma fração de 1% – esse é o caso em diversas das maiores empresas americanas – nenhum acionista está em condições, apenas através de sua propriedade, de fazer pressões importantes sobre a administração ou de usar sua propriedade como um núcleo considerável para a acumulação da maioria dos votos necessários ao controle³¹.

A perpetuação dos administradores no poder, no tipo de controle administrativo, é obtida, sobretudo, com a utilização de mecanismos de representação de acionistas em assembleia, explorando-se ao máximo o absenteísmo do corpo acionário. Na explicação de Berle e Means, *mutatis mutandis*, para que se verifiquem os efeitos do controle gerencial, como a perpetuação dos administradores,

é necessário examinar muito detalhadamente as condições subjacentes à eleição do conselho de diretores. Nessa eleição, o acionista costuma ter três alternativas. Pode abster-se de votar, pode comparecer à assembleia anual e votar pessoalmente ou pode assinar uma procuração transferindo seu poder de voto a certos indivíduos selecionados pela administração da empresa que formam o comitê de procuradores. Como seu voto pessoal conta pouco ou nada na assembleia, a menos que possua um lote muito grande de ações, o acionista está praticamente reduzido à alternativa de não votar ou de *transferir seu voto a indivíduo sobre os quais não tem nenhum controle e de cuja escolha não participou*. Em nenhum dos casos conseguirá exercer qualquer grau de controle. Ao contrário, o controle tenderá a estar em mãos daqueles que selecionam o comitê de procuradores que, por sua vez, pode eleger os diretores para o período seguinte. Como o comitê de procuradores é designado pela administração vigente, esta pode virtualmente determinar seus sucessores. Onde a propriedade está subdividida o bastante, a administração pode, desse modo, tornar-se um organismo autoperpetuador, mesmo que sua participação na propriedade seja desprezível³².

³⁰ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima – 6. ed. rev. e ampl.** – Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 60.

³¹ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada.** Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 94.

³² *Ibidem*, p. 97.

Ainda no que tange ao tipo de controle em comento, Berle e Means chamaram a atenção para o fato de que o controle administrativo, por vezes, pode ter de ceder às demandas de uma minoria forte, a fim de manter seu grau de controle, de modo que é comum que acionistas minoritários de influência significativa façam um arranjo funcional através do qual mantêm o controle em conjunto com os administradores; ou que uma minoria e uma administração combinem para exercer “o” controle, hipóteses em que o comando empresarial estará eminentemente dividido, exprimindo uma situação de “controle conjunto”³³.

A título de complementação, seja como for, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho³⁴ aludem que o controle administrativo apontado por Berle e Means é, por ora, ainda estranho à realidade brasileira. Tal afirmativa se deve ao fato de que, no Brasil, a dispersão acionária caminha a passos lentos, de tal sorte que não há ciência de companhias brasileiras controladas exclusivamente pelos seus próprios administradores.

3.2. Controle de fato e poder de controle

Já traçado o conceito de controle e os seus principais tipos em consideração ao critério fundamental da separação entre propriedade acionária e controle empresarial, resta compreender como ele se concretiza. Para tanto, será oportuna a recorrência, ainda que breve, à Lei 6.404/76, de modo a aproximar a discussão proposta ao cenário brasileiro.

É de se pontuar, inicialmente, que o Direito brasileiro acabou por ampliar o conceito legal de controlador, contemplando (ou não impedindo) a existência de todos os tipos de controle sintetizados acima. Essa ampliação, a toda vista, decorre da tentativa de se criar um arcabouço jurídico mais moderno capaz de estimular a dispersão acionária e disciplinar as situações dela decorrentes.

Nesse contexto, no intento de conceituar o acionista controlador e delimitar uma situação de controle, o artigo 116 da Lei 6.404/76, *caput* e alíneas³⁵, preceitua que

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

³³ *Ibidem*, p. 98.

³⁴ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima – 6. ed. rev. e ampl.** – Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 63.

³⁵ BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Em análise do dispositivo supracitado, é possível concluir que, para ser considerado controlador, o acionista (ou grupo de acionistas) tem que necessariamente ser titular do poder de voto, capaz de lhe assegurar, de modo permanente, a preponderância nas deliberações assembleares, e fazer uso dele para efetivamente dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento (e a composição dominante) dos órgãos da companhia.

Evidentemente, a expressão “modo permanente” está atrelada à titularidade da maioria da participação societária. Todavia, é plenamente possível que um acionista seja considerado como o controlador de determinada companhia mesmo que detenha menos da metade do capital social votante, desde que, para tanto, seja titular de uma participação acionária relevante que lhe assegure a maioria dos votos nas deliberações assembleares de forma pacífica e duradoura. Tal circunstância pode, também, ser estendida às hipóteses em que o controle é exercido em comum por mais de um acionista, ou seja, às situações de blocos de controle.

Trata-se, pois, da possibilidade de controle por participação bastante o suficiente para assegurar a maioria dos votos, comumente verificada em companhias de capital pulverizado, e da ocorrência do controle conjunto exercido por meio de acordo de voto (acordo de acionistas), ambas as situações contempladas pelo conceito de controle minoritário.

Assim, é de se concluir que o critério de permanência não é absoluto, mas deve ser tido como um requisito relativo, assegurando a qualidade de controlador a um acionista ou grupo de acionistas que mantiver, em razão de sua participação acionária relevante ou em função de acordo de votos, as rédeas da administração da companhia, de forma incontestada pelos demais investidores³⁶.

A estabilidade da prevalência nas deliberações assembleares, contudo, deve ser analisada casuisticamente para fins de atribuir o controle a determinado acionista ou grupo deles, de modo que se considera irrelevante a preponderância de forma casual ou fortuita. Segundo a doutrina, usar “permanentemente” o poder de controle quer dizer que a

³⁶ CALIL, Felipe Katlauskas. **O poder de controle em companhias de capital pulverizado: é necessário atualizar a legislação nacional.**

manifestação do acionista controlador predomina nas últimas três assembleias-gerais da companhia^{37,38}.

O comando adicional que imprime a necessidade de o acionista controlador usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais, por seu turno, revela que o controle está no plano dos fatos, uma vez que o comando empresarial não é exclusivo de quem tem garantida a maioria dos votos em deliberações sociais, sendo imprescindível o uso efetivo da situação de ascendência.

Além disso, é fundamental se atentar ao fato de que os critérios estabelecidos em lei para o exercício do poder de controle, devem ser exercidos em conjunto. Portanto:

é necessário que a pessoa ou o conjunto de pessoas seja titular da maioria dos votos na assembleia geral, e tenha o poder de eleger a maioria dos administradores, e também use efetivamente esse poder para dirigir as atividades sociais e oriente o funcionamento da companhia. Somente assim haverá o controle efetivo da sociedade anônima. Dessa maneira, quem simplesmente possui a titularidade da maioria das ações com direito a voto, mas não comparece ou não nomeia representante para participar ativamente na assembleia geral, ou quem não tem condições de eleger a maioria dos administradores, ou de impor à sociedade a sua concepção de gestão social, pode até possuir o controle nominal (representado pela maioria das ações com direito a voto), mas não detém o controle efetivo da companhia³⁹.

Em suma, ser acionista majoritário ou acionista que tem garantida a maioria dos votos nas deliberações não significa, necessariamente, ser detentor do controle, mas apenas que detém a possibilidade, a faculdade de controlar. Enquanto que o controle está no plano dos fatos, o poder de controle se refere a um aspecto potencial, no sentido de que, preenchidos os requisitos mencionados, o controle poderá ser exercido. Conclusivamente, não existe controle passivo.

Percebe-se, ainda, que o dispositivo em análise (artigo 116 da Lei 6.404/76), se refere tão somente ao controle acionário, de tal sorte que restou excluído pela legislação pátria o controle interno administrativo. Previsão expressa também não há acerca do controle externo, modalidade de comando empresarial exercido por quem não participa da estrutura jurídica da

³⁷ GABRICH, Frederico de Andrade; BROTEL, Sérgio. **Análise estratégica das modalidades de controle nas combinações de negócios implementadas por intermédio de sociedades anônimas.** In: AMARAL, Paulo Adyr Dias do; NETO, Alex Floriano (Coord.). **Direito empresarial: teorias, práticas e estratégicas.** – Belo Horizonte: Del Rey, 2010, p.114.

³⁸ Esse entendimento, inclusive, teve assento na resolução 401/76 do Banco Central, hoje revogada.

³⁹ GABRICH, Frederico de Andrade; BROTEL, Sérgio. **Análise estratégica das modalidades de controle nas combinações de negócios implementadas por intermédio de sociedades anônimas.** In: AMARAL, Paulo Adyr Dias do; NETO, Alex Floriano (Coord.). **Direito empresarial: teorias, práticas e estratégicas.** – Belo Horizonte: Del Rey, 2010, p.114-115.

sociedade, mas goza de influência nas deliberações sociais. No entanto, isso não significa que a Lei 6.404/76 seja totalmente alheia ao fenômeno do controle não acionário, não o proibindo e permitindo-o implicitamente em dispositivos esparsos do diploma legal⁴⁰, tornando válida a afirmativa de que o Direito brasileiro abarcou todas as modalidades de controle.

Não obstante, atentar-se-á de agora em diante, exclusivamente, ao controle acionário, traçando-se sua natureza e os aspectos de relevância que circundam sua essência.

3.3. Natureza jurídica do controle acionário

Partindo-se da dedução de que o controle acionário, embora dissociado da propriedade acionária, confere a quem possui a opção de exercê-lo a oportunidade de influir na administração da companhia, torna-se evidente a conclusão de que o controle acionário é um valor econômico.

João Baptista Villela é enfático ao pontuar que controle acionário é valor econômico, e que essa característica se evidencia pela vantagem proporcionada a quem dele dispõe. De acordo com o autor, “não fora assim, não teria dado origem aos conflitos judiciais que precederam à regulamentação da matéria. Nem movido o legislador a dele se ocupar”⁴¹.

A propósito, nas operações de transferência de controle, são atribuídos às ações componentes do bloco de controle, em regra, preços mais elevados do que aqueles pelos quais as demais ações são normalmente negociadas no mercado secundário; tal diferença é usualmente denominada como “ágio” ou “prêmio de controle”. Tudo isso se justifica pelo fato de 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 seu exercício⁴².

Não por acaso, João Baptista Villela fala, ainda, em *plus* do controle acionário, aduzindo que sua valoração sobrepujante às ações alheias ao bloco de controle decorre do

⁴⁰ A exemplo do artigo 249, parágrafo único. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho afirmam que o dispositivo, “ao conferir à Comissão de Valores Mobiliários o poder de designar sociedades a serem abrangidas pela regra da consolidação das demonstrações financeiras, o legislador de 1976 determinou “a inclusão de sociedades que, embora não controladas (entenda-se “não controladas acionariamente”, segundo a norma do art. 243, § 2º), sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia”. Essa “dependência financeira” pode, obviamente, ser interpretada como controle externo [...]; e a “dependência administrativa” parece ser o controle gerencial” (COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima – 6. ed. rev. e ampl.** – Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 71).

⁴¹ VILLELA, João Baptista. **Controle acionário: corpus et anima**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 9.

⁴² EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição Revista e Ampliada** – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 310.

plus que o controle confere em relação estas ações, outorgando-lhe substância jurídica que faz do controle acionário um objeto jurídico, de natureza de bem incorpóreo ou imaterial⁴³.

Assim, considerando que o controle acionário possibilita o comando empresarial, denota-se que compõe sua natureza o direito de gestão, que será exercido por faculdade do controlador em potencial, isto é, quando o poder de controle estiver, de fato, sendo operacionalizado. Contudo, ao mesmo tempo, o controle acionário representa vantagem econômica a quem dele dispõe, imprimindo à sua natureza a essência de um bem, pois pode ser objeto de negócio jurídico de alienação⁴⁴, conforme melhor será detalhado a seguir.

Em outras palavras, quanto à natureza jurídica, pode-se dizer, sem tautologia, que o controle acionário é direito e, concomitantemente, um bem. Direito porque confere prerrogativa de gestão; e bem porque pode ser alienado.

Evidentemente, a condição de direito é mais facilmente vislumbrada, uma vez que a gerência empresarial está atrelada ao controle. Já a característica do controle acionário como bem é melhor verificada quando da alienação do controle, cujos aspectos vão além da mera compra e venda de ações, perpassando sobre a necessidade de se proteger os interesses dos acionistas que não participam do controle, conforme abordagem a seguir.

4. A ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO E A NECESSIDADE DE RESGUARDAR OS INTERESSES DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

O controle acionário, como já explanado, é parte das nuances que envolvem uma companhia no seu dia-a-dia; não por acaso, é pauta de discussões doutrinárias e até mesmo judiciais, principalmente quando suas extensões, como a responsabilidade, são o núcleo da divergência de interesses, seja na relação entre sócios ou mesmo entre estes e a própria sociedade enquanto entidade personificada, centro autônomo de imputação de direitos e obrigações.

Nesse contexto, a alienação do controle acionário representa operação que intensifica as discussões sobre a temática, especialmente por refletir sobremaneira no destino da companhia, uma vez que a alienação do controle acionário tem por objeto não a simples cessão de um bloco de ações, mas a transferência do próprio poder de dominação sobre a

⁴³ VILLELA, João Baptista. **Controle acionário: *corpus et anima***. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 15.

⁴⁴ *Ibidem*, p. 18.

atividade empresarial exercida pela sociedade⁴⁵. Isso significa que a alienação de controle não decorre exclusivamente da venda de valores mobiliários emitidos pela companhia, mas pressupõe também – e necessariamente – a modificação do titular do poder sobre os negócios a ela inerentes.

Quanto à questão, em razão das circunstâncias supra alegadas, Nelson Eizirik afirma que em companhias com o controlador definido, a disciplina jurídica deve ater-se ao conflito entre o acionista majoritário – ou acionistas integrantes do bloco de controle – e os demais acionistas da sociedade, de maneira que a principal indagação deve ser a seguinte: o acionista controlador alienante e o adquirente estão livres para negociar os termos da alienação do controle sem, por exemplo, estender aos acionistas minoritários parte do prêmio de controle (ágio)?⁴⁶.

O mesmo autor elenca duas correntes que se propõem a responder o impasse acima mencionado⁴⁷. A primeira, basicamente, defende que o prêmio de controle deve ser destinado exclusivamente ao acionista controlador como contraprestação pelos custos inerentes ao comando empresarial. Em suas palavras, a primeira corrente

defende que o prêmio de controle deve ser atribuído exclusivamente ao acionista controlador, uma vez que visa a remunerar os custos incorridos por ele no comando da atividade empresarial. As normas societárias que limitam o poder do acionista controlador e estabelecem deveres fiduciários à administração são suficientes para disciplinar eventuais conflitos decorrentes dessas operações. Nesse sentido, o controlador deve ser livre para alienar suas ações e receber o prêmio de controle, sendo esse o entendimento que prevalecer, via de regra, no ordenamento jurídico dos Estados Unidos.

Já a segunda corrente apontada por Eizirik, mais moderna, defende que, diante de sistemas ineficientes de controle concentrado, o prêmio costuma ser exagerado, não condizente com os custos incorridos pelo controlador na condução da atividade empresarial. Para o autor:

Uma das razões que justificam a diferença significativa entre o preço pago para a aquisição do controle e o valor atribuído às ações pertencentes aos minoritários é a insuficiente proteção dos interesses dos investidores, o que permite que os controladores se apropriem dos chamados *private benefits of control*, isto é, de remuneração superior a de mercado, o uso de bens da

⁴⁵ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima – 6. ed. rev. e ampl.** – Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 252.

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição Revista e Ampliada** – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 310.

⁴⁷ *Ibidem*, p. 310-311.

sociedade para fins particulares, empréstimos subsidiados, operações com partes relacionadas ao controlador em condições não equitativas, etc. Ou seja, aceita-se pagar um sobrevalor elevado pelo controle em função da expectativa de que o novo controlador possa recuperar seu investimento por meio da expropriação indevida de recursos da companhia. Existindo maior proteção aos investidores por parte do sistema legal, a diferença de valor entre as ações integrantes do bloco de controle e aqueles pertencentes aos minoritários deixa de ser significativa.

Dessa forma, de acordo com segunda corrente, o prêmio pela alienação do controle acionário deve ser compartilhado com todos os acionistas da companhia, inclusive com aqueles que estão à margem do poder de gerência, evitando que o controlador se aproprie de todo o sobrepreço decorrente da venda das ações integrantes do bloco de controle. Nessa linha, Berle e Means afirmam que o controle se caracteriza como bem social ou empresarial, de maneira que o seu valor pertence à companhia, e não a quem o detém⁴⁸.

Soma-se a este entendimento a concepção tendente de que a disciplina jurídica deve tutelar com mais afinco os interesses dos acionistas minoritários, haja vista a necessidade de se reconhecer, na sociedade anônima, diversos interesses sustentados por investidores de todos os tipos. Vale dizer, então, que os benefícios oriundos do controle acionário, inclusive no que tange à sua alienação, devem ser experimentados por todos os envolvidos.

A essa concepção, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho corroboram dizendo que “se o poder não puder ser confiado, indistintamente, a todos os membros do corpo social, ele deve, em qualquer hipótese, ser exercido em benefício de todos, e não apenas de alguns; muito menos em proveito exclusivo dos detentores do poder”^{49,50}.

Destacam-se, ainda, mais duas justificativas para o compartilhamento do ágio obtido na alienação do controle acionário⁵¹. A primeira, decorre do fato de que o ágio reflete a valorização patrimonial da companhia, para qual também contribuíram os acionistas minoritários. Ora, é certo que o desenvolvimento de qualquer atividade não depende somente daqueles que dela tomam frente, sendo de suma importância os papéis e funções exercidos mesmo que em segundo plano. Como exemplo, cita-se a fiscalização dos acionistas

⁴⁸ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 67.

⁴⁹ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima – 6. ed. rev. e ampl.** – Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 55.

⁵⁰ A respeito, o parágrafo único, do artigo 116, da Lei 6.404/1976 preceitua que “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações).

⁵¹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição Revista e Ampliada** – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 312-313.

minoritários, geralmente mais notável e incisiva, visando à observância e efetivação dos interesses dos pequenos investidores, que gera como consequência um maior grau de organização, transparência e progresso da companhia, tudo isso resumindo em valorização e atratividade junto ao mercado de capitais.

A outra justificativa encontra amparo na preposição de que o valor de venda do controle inclui não apenas o poder de dirigir a companhia, mas, igualmente, os intangíveis e os outros ativos que também pertencem aos acionistas minoritários, compreendidos pelo grau de proeminência que a sociedade atingiu perante o mercado, especialmente o mercado consumidor.

Tudo isso explica a pertinência do recebimento, pelos acionistas não detentores do controle acionário, de parte do prêmio apurado na operação de sua transferência, impondo certa restrição à negociação que envolve a alienação das ações integrantes do bloco de controle.

Não obstante, além das demais situações de desvantagem a que são postos os acionistas minoritários quando da alienação do controle, a exemplo do dilema que circunda o compartilhamento do ágio, a transferência do controle acionário pode ter como consequência a quebra de confiança entre os acionistas alheios ao controle e o novo controlador, justamente por haver alteração da base de gerência, capaz de impactar na condução da companhia de forma a ensejar objeções por parte dos acionistas minoritários.

Daí porque a indagação acerca da liberdade de negociação sobre os termos da alienação do controle ter somente uma resposta negativa, fazendo-se necessária a proteção dos acionistas minoritários e do interesse social como um todo.

Nesse viés, o Direito Empresarial brasileiro avançou no sentido de criar e impor mecanismos jurídicos que impedem a disposição e a aquisição discricionária do controle, justamente com o intuito de tutelar os interesses dos acionistas minoritários. Um desses mecanismos se refere à Oferta Pública de Aquisição, ou simplesmente OPA, que, resumidamente, impõe a necessidade de o adquirente do controle acionário ofertar publicamente a aquisição das ações não integrantes do bloco de controle por condições não muito distintas daquelas sob as quais comprou as ações que lhe conferem poder de gerência.

Por derradeiro, ainda quanto à alienação do controle acionário, há de se (re)afirmar que propriedade e poder são distintos, porém, andam juntos, pois a autonomia ou dissociação é puramente conceitual⁵², uma vez que não há um valor de troca para as ações que constituem

⁵² Por “conceitual” quer-se entender aqui *platônica*. Só pode ser alcançada no nível do pensamento, e não no do próprio ser.

o bloco de controle e outro valor de troca para o poder de controle pela simples razão de que um não poder ir sem o outro. Quem aliena o bloco majoritário de ações, *ipso jure* está alienando o poder de controle. Mas é impossível que se aliene o poder de controle sem que se transfira, igualmente, tantas ações quantas perfaçam o bloco de controle. Vale dizer que o poder de controle não é objeto de direito autônomo: não pode ser adquirido nem transferido independentemente do bloco de controle, que é sua fonte^{53,54}.

Essa junção, todavia, não enseja a prerrogativa de o controlador se dispor de suas ações da forma que desejar, pelo contrário. É a dependência do poder de controle ao bloco de ações correspondente que determina restrições à operação societária que resulta na transferência do controle acionário, visando resguardar o interesse social, notadamente o interesse dos acionistas titulares de ações que não compõem o bloco de controle.

Como brevemente adiantado, uma dessas restrições diz respeito à Oferta Pública de Aquisição, mecanismo jurídico que será abordado adiante.

5. OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO – OPA

A Oferta Pública de Aquisição nada mais é do que uma imposição consubstanciada na imprescindibilidade de quem pretenda adquirir o controle de uma companhia oferecer a todos os demais acionistas titulares de ações com direito a voto a oportunidade de venderem as suas ações por condições semelhantes.

Trata-se, portanto, de regra da qual ecoa o imperativo do mecanismo jurídico-empresarial conhecido como *tag along*, pelo qual é possibilitada ao acionista minoritário a venda conjunta de suas ações quando da alienação do controle de uma sociedade anônima de capital aberto pelo acionista controlador.

O *tag along*, resumidamente, é um mecanismo de proteção ao acionista minoritário, cujo objetivo é possibilitar a alienação de ações que não fazem parte do bloco de controle, quando da transferência do poder de controle, para o mesmo investidor que o adquire. Trata-se, pois, de limitação à liberalidade de comprar e vender a participação da sociedade correspondente ao poder de gerência da companhia.

Com efeito, essa limitação encontra respaldo no direito de o acionista minoritário alienar sua participação quando sentir que a operação de transferência do controle acionário

⁵³ VILLELA, João Baptista. **Controle acionário: corpus et anima**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 25.

⁵⁴ A ausência de autonomia, aqui, diz respeito ao *poder* de controle enquanto objeto, o que não afasta a preposição de que o *controle*, em sua natureza, é elemento autônomo em relação à propriedade acionária.

não lhe irá ser proveitosa, seja do ponto de vista econômico ou mesmo por mera conveniência, isto é, quando a alteração das bases de comando da companhia implicar em quebra de confiança, uma vez que a mudança do controle pode representar alteração nos rumos da atividade empresarial, com as quais os acionistas minoritários podem não concordar. Vale dizer que não se pode impor ao acionista minoritário um novo controlador, com o qual ele não mantém uma relação fiduciária. Nelson Eizirik fala em quebra da *affectio societatis* para os casos de alteração da base de controle, dispondo que deve ser atribuído ao acionista minoritário “o direito de desvincular-se da sociedade se houver quebra da *affectio societatis*, isto é, no caso de alteração da base de controle da companhia na qual ele havia depositado sua confiança”^{55,56}.

Além disso, a essência do *tag along* e a necessidade de se realizar uma oferta pública de aquisição quando da alienação do controle acionário se relacionam ao fato de que ao acionista minoritário deve ser assegurado o direito de participar no ágio ou prêmio pago pelo adquirente do controle, como forma de efetivar o compartilhamento do sobrepreço das ações integrantes do bloco controlador⁵⁷, porquanto o controle, como já visto, se caracteriza como bem social ou empresarial, de tal sorte que o seu valor pertence à companhia, e não somente a quem o detém.

No ordenamento jurídico brasileiro, a OPA é imposição legalmente estabelecida para as hipóteses de alienação do controle acionário. Tal imposição é decorrência da Lei 10.303/2001, que introduziu na Lei 6.404/1976 o artigo 254-A⁵⁸, com a seguinte redação:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, 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

⁵⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição Revista e Ampliada** – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 314.

⁵⁶ Nesse ponto em específico, embora cirúrgica a afirmação de Eizirik, é preciso anotar a ressalva de que as sociedades anônimas – notadamente as de capital aberto – são sociedades institucionais, de capital, razão que pela qual a *affectio societatis* é irrelevante quando está sob análise o quadro social da companhia em sua integralidade, já que impera, nesse modelo societário, a livre circulabilidade da participação societária. Todavia, a *affectio societatis* é de suma relevância quando posto em exame o papel desempenhado pelo controlador na perspectiva dos demais acionistas, já que a ele aplica-se um regime especial de deveres e responsabilidades, tendo deveres fiduciários para com os outros acionistas e uma função social de seu poder perante a sociedade e *stakeholders*, de maneira que o bom desenvolvimento da companhia depende da confiança que os acionistas minoritários depositam naqueles que estão sob o comando empresarial. Uma vez quebrada essa confiança, como na hipótese de substituição do agente fiduciário, exsurge-se aos demais o direito de se retirarem da sociedade em função da ruptura daquilo que antes mantinha em sintonia, ainda que mínima, a relação entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

⁵⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição Revista e Ampliada** – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 314.

⁵⁸ BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

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.

§2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

O dispositivo acima transcrito obriga a realização de oferta pública de aquisição destinada de forma cogente aos titulares das ações com direito de voto que não integram o bloco de controle, que deverá ser efetivada quando da transferência onerosa do controle acionário da companhia. Por meio desta oferta pública é que se materializa a possibilidade de o acionista se desvincular da sociedade sem maiores prejuízos, uma vez que o dispositivo lhe resguarda o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle. Assim, ao menos parcialmente, é garantida a participação dos acionistas minoritários no ágio obtido com a transferência do controle da companhia e, ao mesmo tempo, é facultada a retirada da sociedade para aqueles que não estabelecem uma relação de confiança com o novo controlador.

Ainda sobre o que disciplina a lei, é imperioso notar que o §1º do artigo acima reproduzido prevê que a alienação do controle pode decorrer de quatro diferentes modalidades de operações, quais sejam, a transferência, direta ou indireta, de: 1) ações integrantes do bloco de controle; 2) ações vinculadas a acordo de acionistas; 3) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto; ou 4) direitos de subscrição de ações ou outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, desde que a operação resulte na “alienação de controle acionário da sociedade”, isto é, na efetiva transferência do controle para terceiros.

À vista disso, verifica-se que o conceito de “alienação de controle” abrange não apenas a venda direta do conjunto de ações que compõem o bloco de controle, mas também

sua alienação indireta, mediante a transferência do controle acionário, e a alienação por etapas, implementada por meio de uma sequência encadeada de operações ao longo de um período de tempo determinado⁵⁹.

A respeito, Modesto Carvalhosa e Luiz Fernando Martins Kuyven lecionam que

A Lei Societária atribuiu um sentido amplo à expressão *alienação de controle acionário*, para nela incluir casos em que *não há venda direta* do conjunto das ações que compõem o bloco de controle, uma vez que o *critério* decisivo é o da aquisição do controle. Assim, são aplicáveis as normas do art. 254-A, *caput* e seus parágrafos, em casos de *alienação indireta* do controle, assim como naqueles de *alienação por etapas*, em que não ocorre imediatamente alienação de bloco de controle, visto que a operação, em seu conjunto, resulta em aquisição onerosa do controle acionário. Assim, o art. 254-A contempla as seguintes hipóteses de alienação do controle acionário, para o fim de obrigar o adquirente a realizar a oferta pública de aquisição das ações dos titulares de ações com direito de voto: alienação direta, alienação indireta e alienação por etapas⁶⁰.

Além disso, é importante ter em mente que a alienação do controle acionário prescinde da transferência integral dos títulos que conferem o *status* de acionista controlador, não sendo necessária a alienação de todas as ações de controle ou valores mobiliários conversíveis em tais ações, nem que todos os integrantes do grupo de controle transfiram o conjunto das suas posições acionárias, bastando que a operação, em seu conjunto, resulte na alienação do controle acionário mediata ou imediatamente⁶¹.

A toda vista, para os fins do artigo 254-A e para os efeitos de tornar obrigatória a realização de oferta pública de ações, deve-se considerar como terceiro não apenas aqueles estranhos aos antigos acionistas controladores, mas também aqueles que, apesar de eventualmente entregarem esse bloco, na hipótese de controle compartilhado, detinham posição minoritária. Assim, é irrelevante se aquele que adquiriu o controle é terceiro, acionista minoritário ou acionista do bloco controlador, com ou sem acordo de controle. Mesmo na última hipótese, deve-se realizar a oferta obrigatória se restar comprovado que houve transferência da vontade dominante do grupo de controle para um de seus membros individualmente, na medida em que este passou a ter votos suficientes para impor,

⁵⁹ *Ibidem*, p. 322.

⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial, vol. III. Sociedades anônimas**. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 658.

⁶¹ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; AZEVEDO, Luís André M. de Moura (coords.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 177.

isoladamente, sua vontade nas deliberações da companhia e, desse modo, passou a exercer o comando da atividade empresarial⁶².

A Oferta Pública de Aquisição sob a lógica do alongamento da operação societária aos demais acionistas (*tag along*) é uma prática de origem estrangeira e há muito é utilizada no Direito comparado. Sua introdução legislativa ao ordenamento jurídico brasileiro foi uma das consequências da transformação do universo das sociedades anônimas no Brasil, cuja composição, do século XIX até 1960, era basicamente de empresas de cunho familiar e empresas estatais.

Com a edição das Leis 6.404/1976 (Lei das SA's) e 6.385/1976 (Lei que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e sobre a Comissão de Valores Mobiliários), foram regulados os direitos, deveres e responsabilidades do acionista controlador e dos administradores da companhia, prevendo a sua responsabilidade por violações às normas legais e estatutárias e pelos atos de abuso de poder. Este conjunto de leis constituiu um marco importante no desenvolvimento de um mercado de capitais mais seguro, confiável e com companhias cada vez mais pulverizadas. Nesse contexto, a Lei 6.404/1976 introduziu a figura do *tag along*, atribuindo aos acionistas ordinários não participantes do controle o direito de receber por suas ações o mesmo preço pago pelas ações do controlador, no caso de alienação do controle⁶³.

Ressalta-se, no entanto, que esse direito foi concebido por meio da redação original da referida Lei. Hoje, como visto da descrição do dispositivo legal correspondente, o valor que os acionistas não participantes do controle têm direito de receber por suas ações está tabelado ao mínimo de 80% (oitenta por cento) do preço pago às ações integrantes do bloco de controle.

Em breve digressão histórica, vale mencionar que a redação original da Lei 6.404/1976, especificamente por meio da supressão de seu artigo 254, foi alterada para facilitar a privatização das companhias submetidas a controle estatal na década de noventa e início dos anos dois mil. Posteriormente, com a chamada minirreforma da Lei das SA's, introduzida pela Lei 10.303/2001, a obrigatoriedade de realização de oferta pública em virtude da alienação de controle de companhia aberta foi restaurada sob novas condições. Desta feita, por meio do artigo 254-A.

⁶² CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial, vol. III. Sociedades anônimas**. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 660.

⁶³ MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário**, São Paulo, n. 32, p. 867-904, abr. 2006, p. 872.

Acerca do enredo legislativo traçado, vale a transcrição dos comentários de Nelson Eizirik⁶⁴:

A Lei nº 9.457/1997, contudo, revogou expressamente o artigo 254 e os §§ 1º e 2º do artigo 255 da Lei das S.A., que estendiam o mesmo princípio estabelecido no artigo 254 às companhias abertas dependentes de autorização governamental para funcionar, como é o caso das instituições financeiras. Eliminou-se, dessa forma, do nosso sistema jurídico, a oferta pública obrigatória de aquisição de ações dos minoritários, decorrente da alienação do controle acionário de companhias abertas.

Conforme a justificação do Projeto de Lei nº 1.564, de 28.02.1996, que resultou na Lei nº 9.457/1997, a eliminação do tratamento igualitário para os acionistas minoritários fundamentou-se na necessidade de reduzir, para o adquirente do controle acionário, os custos da operação; extinguindo-se a oferta pública, os recursos que nela seriam despendidos passariam a ficar disponíveis para a capitalização da companhia. No entanto, a motivação principal da supressão da obrigatoriedade de realização da OPA por alienação de controle foi facilitar a privatização das companhias submetidas a controle estatal, permitindo que o Governo Federal se apropriasse de todo o sobrepreço que seria pago na venda de tais companhias a investidores privados.

No período em que não houve a obrigatoriedade de se estender aos minoritários os valores pagos em virtude da transferência de controle foram realizadas diversas operações em que eram pagos ágios substanciais ao alienante do poder de controle, enquanto os minoritários recebiam, em ofertas voluntárias formuladas pelo novo controlador, preços significativamente mais baixos.

Assim, passou-se a defender a reintrodução em nosso ordenamento jurídico do princípio estabelecido no antigo artigo 254, como forma de garantir maior proteção aos interesses dos acionistas minoritários, o que foi feito por meio da Lei nº 10.303/2001, a qual restaurou, sob novas condições, a obrigatoriedade de realização de oferta pública em virtude da alienação de controle de companhia aberta.

No entanto, ao invés de obrigar o adquirente do controle a oferecer aos minoritários as mesmas condições contratadas com o antigo controlador, a Lei nº 10.303/2001, ao introduzir na Lei das S.A. o artigo 254-A, determinou que ele deve pagar aos minoritários preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Fato é que, seja como for, a exigência da Oferta Pública de Aquisição nas operações de alienação do controle acionário em companhias de capital aberto impõe certa restrição à disposição e aquisição de ações representativas do poder de comando empresarial, fato que corrobora ainda mais à noção de dissociação entre propriedade e controle, inicialmente traçada por Berle e Means, tendo em vista que a transferência da propriedade acionária por parte do controlador depende do alongamento do negócio pelo adquirente do controle, mediante a oferta pública de aquisição. Significa dizer que o controlador detém o controle,

⁶⁴ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição Revista e Ampliada** – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 316-318.

mas não consegue se desfazer da participação societária que lhe garante o controle sem a intercessão de outrem.

6. A DISSOCIAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE CORROBORADA PELA ALIENAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO EM CONTEXTO DE DISPERSÃO DA PROPRIEDADE POR AÇÕES

Por todo o até aqui exposto tem-se que toda a teoria traçada por Berle e Means acerca da dissociação entre propriedade e controle perpassa por uma série de fatores e acontecimentos que evidenciam a dispersão acionária no âmbito das sociedades anônimas, sobretudo norte-americanas, objeto de estudo dos referidos autores.

Um desses fatores, evidentemente, é o emprego de normas e práticas mercadológicas que visam tutelar os interesses dos pequenos investidores, isto é, dos acionistas minoritários. Dessa forma, não é exagero dizer que a proteção ao acionista minoritário estimula significativamente a diluição da propriedade por ações, retratando a realidade que Berle e Means descreveram em sua obra.

No Brasil, embora a dispersão acionária não seja tão pujante como nos Estados Unidos, existe uma forte tendência de pulverização das companhias brasileiras, como destacado no início deste estudo, para qual contribuíram a edição da 6.404/1976 e suas posteriores alterações, que refletem, em diversos aspectos, a tentativa do legislador brasileiro de criar uma legislação mais moderna e que sirva de estímulo à dispersão acionária e ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

A referida legislação, consagradamente, avançou no sentido de oferecer uma disciplina jurídica voltada a tutelar os interesses sociais em geral, incluindo os interesses dos acionistas minoritários. É nesse contexto que o legislador entendeu que quanto maior o número de pessoas que aportam capital à companhia – e, por conseguinte, se tornam detentoras de participações sociais –, mais necessária é a criação de mecanismos cada vez mais eficazes de proteção aos pequenos investidores, haja vista a ideia de separação entre propriedade e controle desenvolvida no âmbito das sociedades anônimas, que atribui certas vantagens para o acionista que, de alguma forma, consegue unir estes dois atributos em descompasso daquele que apenas mantém, passivamente, a propriedade de suas ações.

Assim, na medida em que a participação acionária de uma companhia vai se tornando mais diluída, maior é a noção de separação entre propriedade e controle e, conseqüentemente, mais acionistas restarão adstritos ao domínio gerencial do controlador, tornando-se

imprescindível um arcabouço normativo que os tutele minimamente, garantindo àqueles que estão à margem do controle a fiscalização da atuação do controlador e dos administradores, como também a participação em qualquer proveito econômico obtido em função do controle, como na hipótese de sua alienação. Neste último caso, a proteção aos acionistas não controladores estará efetivada por meio da imposição de compartilhamento do ágio inerente às ações integrantes do bloco de controle, conforme pontuado acima.

Categoricamente, vislumbra-se o quanto a dispersão acionária reflete no exercício da propriedade por ações e no modo como o mercado e o Direito se adéquam para que os diversos interesses em torno dessa propriedade sejam garantidos e tutelados.

A propósito, a dispersão acionária ressalta o fato de que a propriedade de ações, a princípio, não garante o direito de comandar e gerenciar a companhia. Da mesma forma, a dispersão acionária impõe a observância e a criação de regras capazes de proteger os interesses de todos acionistas, notadamente os acionistas minoritários.

No direito brasileiro, uma dessas regras, como visto, está relacionada à alienação do controle acionário, obrigando a realização de oferta pública de aquisição pelo adquirente do controle e, ao mesmo tempo, restringindo o livre exercício da propriedade daquele que, em contrapartida, aliena as ações que conferem o *status* de controlador, uma vez que a eficácia da alienação estará condicionada a negócios – ou ao menos a oferta de negócios – realizados entre terceiros, isto é, entre o adquirente do controle e os demais acionistas da companhia, sob pena, inclusive, de nulidade da operação societária.

Como amplamente consignado, essa restrição ao exercício absoluto da propriedade acionária corrobora ainda mais sua dissociação em relação ao controle, haja vista que este último, autonomamente considerado, além de ser preponderante na forma pela qual deve ser realizada a compra e venda de ações, é posto no centro de toda análise e discussão que porventura ocorrer quando da alienação das ações integrantes do bloco de controle, em detrimento da livre disposição da propriedade e com vistas à proteção ao acionista minoritário.

Extensivamente, a condicionante imposta à alienação do controle também visa o amparo dos demais afetados pela atuação da companhia, porquanto a oferta pública, mecanismo sob enfoque, não interessa apenas ao ofertante, aos alienantes e aos administradores da companhia alvo; “ela influencia de forma relevante também os interesses

dos *stakeholders*, entre eles os credores, fornecedores, empregados e toda a comunidade na qual se insere a companhia alvo da oferta”⁶⁵.

À vista disso, ainda que o controlador mantenha em seu domínio a propriedade acionária e o controle da companhia, sua condição não consiste em exceção ou mesmo em falha na teoria de Berle e Means acerca da dissociação entre os dois elementos, uma vez que a cisão entre propriedade e controle pode ser evidenciada quando da alienação deste último.

Com efeito, a importância de se ter bem delineada a separação entre controle e propriedade, bem como as situações que advêm dessa dissociação, reside nos reflexos gerados no mercado acionário, resultado em atratividade de investidores, melhor liquidez das ações e aprimoramento das relações com os *stakeholders* em geral.

7. CONCLUSÃO

As sociedades anônimas representam importantes instituições sociais que se desenvolveram por meio de um sistema acionário que, por sua vez, impôs uma nova leitura à propriedade. Nesse sentido, especialmente após a Revolução Industrial, com o desenvolvimento constante das companhias, a propriedade por ações ganhou novos contornos, enviesados por uma determinação global e política ordenada pela produção. Assim, passou-se a conceber a propriedade produtiva que, ao longo do tempo, no âmbito das sociedades anônimas, passou a ser exercida tanto ativa quanto passivamente, resultando na pulverização das companhias e no fenômeno do deslocamento do poder dos proprietários das ações para os administradores profissionais.

Adolf A. Berle e Gardiner C. Means contextualizaram a questão dispondo em seus estudos de 1928 que as sociedades anônimas norte-americanas do século XX deixaram de ser um meio de produção pelo qual a riqueza era concentrada em nome de pequenos grupos, por eles ou por seus representantes administrada, sucedendo-se como característica das companhias a centralização, por meio do mecanismo acionário, apenas do controle e da administração, estando estes últimos dissociados da propriedade.

Toda a obra de Berle e Means, referenciada neste trabalho, ancora-se em contexto de constante dispersão acionária, o qual vem sendo sentido aos poucos – mas continuamente – também em território brasileiro, cujas companhias ainda guardam a tradição da centralização da propriedade acionária e do controle em mãos de poucos acionistas.

⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial, vol. III. Sociedades anônimas**. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 655.

Esse cenário de crescimento da dispersão acionária no mercado de capitais nacional evidencia a necessidade de medidas que visam à tutela dos interesses de pequenos investidores, tendo em vista que quanto mais pessoas investem em ações (principalmente em ações lançadas ao mercado primário), mais intensa é a diversificação de interesses de proprietários-controladores e de proprietários-não-controladores, já que a propriedade acionária estará em mãos de um maior número de acionistas.

No Brasil, emergiram nas últimas décadas inovações legislativas e mercadológicas implementadas com o objetivo de conter o poder supremo dos acionistas detentores de grande parcela da participação social das companhias e, ao mesmo tempo, de ampliar os direitos dos acionistas minoritários, a exemplo da Lei 6.404/1976 e suas posteriores inovações, o que propiciou ainda mais a sedimentação da ideia de separação entre propriedade e controle no âmbito das sociedades anônimas brasileiras.

Como visto, a supracitada fragmentação pode ser visualizada na perspectiva da administração empresarial, porquanto o controle, definido como a condição de eleger quem estará à frente dos negócios, de maneira efetivar, indiretamente, os interesses do próprio acionista controlador, não se estende a todos os proprietários de ações e já não é mais somente exercido mediante participação societária dominante.

No entanto, a concepção acerca da dissociação entre propriedade e controle também pode ser extraída do fato de que o controle acionário, enquanto bem intangível de valor econômico, é passível de alienação por quem o detém, mas, embora essa alienação se dê pela transação sobre a propriedade acionária correspondente ao controle, não pode o controlador dela se dispor da forma que lhe aprouver, restando-o privado da principal característica da propriedade, qual seja, a disposição discricionária do bem.

Tal constatação resulta do fato de que os benefícios oriundos do controle acionário, inclusive no que tange à sua alienação, devem ser experimentados por todos os envolvidos.

Nessa linha de raciocínio, considerando que as ações correspondentes ao controle são mais bem valorizadas, o ágio obtido com alienação do controle acionário deve ser compartilhado com todos os acionistas da companhia, inclusive com aqueles que estão à margem do poder de gerência, evitando que o controlador se aproprie de todo o sobrepreço decorrente da venda das ações integrantes do bloco de controle. Como justificativa, elencam-se os seguintes fundamentos: i) o ágio reflete a valorização patrimonial da companhia, para qual também contribuíram os acionistas minoritários; e ii) o valor de venda do controle inclui não apenas o poder de dirigir a companhia, mas, igualmente, os intangíveis e os outros ativos que também pertencem aos acionistas minoritários.

Além disso, a transferência do controle acionário pode ter como consequência a quebra de confiança entre os acionistas não controladores e o novo controlador, por haver alteração da base de gerência, de modo que deve ser garantido àqueles a desvinculação da sociedade sem prejuízo do compartilhamento do ágio.

Com efeito, o Direito Empresarial brasileiro avançou no sentido de criar e impor mecanismos jurídicos que impedem a disposição e a aquisição discricionária do controle, justamente com o intuito de tutelar os interesses dos acionistas minoritários. Um desses mecanismos se refere à Oferta Pública de Aquisição (OPA).

A Oferta Pública de Aquisição está disciplinada no ordenamento jurídico brasileiro por meio do artigo 254-A da Lei das SA's, introduzido pela Lei 10.303/2001, e consiste em uma imposição ao adquirente do controle acionário consubstanciada no dever de oferecer a todos os demais acionistas titulares de ações com direito a voto a compra de seus títulos, por valor não inferior a 80% (oitenta por cento) do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Por meio da OPA, efetiva-se ao acionista minoritário o direito ao tag along, isto é, a possibilidade de venda conjunta de suas ações quando da alienação do controle da companhia.

A imposição de Oferta Pública de Aquisição é um dos vários mecanismos de proteção ao acionista minoritário que estimulam a diluição da propriedade por ações, retratando a realidade que Berle e Means descreveram em *The Modern Corporation and Private Property*.

Não obstante, é certo que a Oferta Pública de Aquisição representa limitação ao exercício absoluto da propriedade acionária por parte do controlador, afirmando ainda mais sua dissociação em relação ao controle, já que condiciona a eficácia da alienação da propriedade acionária correspondente a negócios – ou oferta de negócios – entre terceiros, ou seja, entre o adquirente do controle e os demais acionistas detentores de títulos que conferem direito a voto.

Assim, embora propriedade e controle pareçam estar intrínsecos um ao outro – porquanto o controle acionário está atrelado à propriedade –, e ainda que o controlador, nessa conjuntura, mantenha ambos em seu domínio, sua condição não torna falsa ou falha a teoria traçada por Berle e Means acerca da dissociação entre os dois elementos, uma vez que a cisão entre propriedade e controle, além da perspectiva administrativa e gerencial, pode ser evidenciada quando da alienação das ações que conferem o status de controlador.

REFERÊNCIAS

BARRIONUEVO FILHO, Arthur. **A separação entre propriedade acionária e controle administrativo: revisitando os clássicos**. *Revista de Administração de Empresas*, vol. 27, n.4, p. 31-37. ISSN 0034-7590. São Paulo: SciELO, 1987.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BERTOLDI, Marcelo M. **O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos**. *Scientia Iuris: Revista do curso de mestrado em direito negocial da Universidade Estadual de Londrina*. Vol. 7/8, N.1 (2003-2004), p 51-74. Londrina: Editora da UEL, 2004.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/CCivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em 23 de setembro de 2018.

CALIL, Felipe Katlauskas. **O poder de controle em companhias de capital pulverizado: é necessário atualizar a legislação nacional**. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-poder-de-controle-em-companhias-de-capital-pulverizado-06042016>>. Acesso em 23 de setembro de 2018.

CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho**. 2. ed. – São Paulo: Saraiva, 2015.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial, vol. III. Sociedades anônimas**. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

CHAVES, Paula Andrade R. **A nova S.A e o controle minoritário**. 2013. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI184525,101048-A+nova+SA+e+o+controle+minoritario>>. Acesso em 17 de novembro de 2018.

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

CONCENTRAÇÃO de poder. São Paulo: **Capital Aberto**, 2015. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/governanca-corporativa/concentracao-de-poder/#.W_B8QThKjIU>. Acesso em 17 de novembro de 2018.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição Revista e Ampliada** – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; AZEVEDO, Luís André M. de Moura (coords.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

GABRICH, Frederico de Andrade; BROTEL, Sérgio. **Análise estratégica das modalidades de controle nas combinações de negócios implementadas por intermédio de sociedades anônimas**. *In*: AMARAL, Paulo Adyr Dias do; NETO, Alex Floriano (Coord.). **Direito empresarial: teorias, práticas e estratégicas**. – Belo Horizonte: Del Rey, 2010.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto**. *Rev. adm. contemp.*, Curitiba, v. 6, n. 1, p. 7-18, Apr. 2002. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552002000100002&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 15 de novembro de 2018.

MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário**, São Paulo, n. 32, p. 867-904, abr. 2006.

VILLELA, João Baptista. **Controle acionário: corpus et anima**. São Paulo: Malheiros, 2011.