

# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do  
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado  
e Biblioteca Tullio Ascarelli  
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,  
respectivamente anexos aos  
Departamentos de Direito Comercial e de  
Direito Econômico e Financeiro da  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da  
Editora Revista dos Tribunais Ltda.



# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

*Fundador:*

WALDEMAR FERREIRA

*Diretor:*

PHILOMENO J. DA COSTA

*Diretor Executivo:*

FÁBIO KONDER COMPARATO

*Coordenador:*

WALDIRIO BULGARELLI

*Redatores:*

ANTONIO MARTIN, CARLOS ALBERTO SENATORE, HAROLDO M. VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MAURO DELPHIM DE MORAES, MAURO RODRIGUES PENTEADO, NEWTON DE LUCCA, NEWTON SILVEIRA, PAULO SALVADOR FRONTINI, RACHEL SZTAJN, VERA HELENA DE MELLO FRANCO.

*Serviços gráficos:* Editora Parma Ltda., Av. Antonio Bardella, 280  
— CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

*Edição e distribuição da*

**EDITORA**   
**REVISTA DOS TRIBUNAIS**

Rua Conde do Pinhal, 78 — Caixa Postal 678  
Tel. (011) 37-2433 — Fax (011) 37-5802  
01501-060 - São Paulo, SP, Brasil

# SUMARIO

---

## DOCTRINA

- O dano moral, os seus fundamentos jurídicos e o Código de Defesa do Consumidor — Rosvany Terezinha Cordeiro ..... 5
- Dos contratos futuros de taxa cambial — Arnaldo Wald ..... 37
- Alienação do poder de controle compartilhado — Nelson Cândido Motta ..... 42
- Particularidades da “affectio societatis” no grupo econômico — Vera Helena de Mello Franco ..... 47
- A concorrência entre empresas perante o Mercosul (Enfoque específico sobre Brasil e Argentina face à legislação antitruste) — Mauro Grinberg ..... 56
- Interesse social e poderes dos administradores na alienação de controle — Calixto Salomão Filho e Mario Stella Richter Júnior ..... 65

## ATUALIDADES

- A correção monetária no valor de reembolso do recesso societário — Vera Helena de Mello Franco ..... 79

## JURISPRUDÊNCIA

- Cartão de crédito — Rosvany Terezinha Cordeiro ..... 86

- ÍNDICE ALFABÉTICO REMISSIVO ..... 93

## **CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTES NÚMEROS**

### **ARNOLDO WALD**

Advogado no Rio de Janeiro e Professor Catedrático de Direito Civil da UERJ.

### **CALIXTO SALOMÃO FILHO**

Advogado.

### **MARIO STELLA RICHTER JÚNIOR**

Advogado.

### **MAURO GRINBERG**

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade Católica de Pernambuco — Advogado em Recife.

### **NELSON CÂNDIDO MOTTA**

Advogado.

### **ROSVANY TEREZINHA CORDEIRO**

Advogada.

### **VERA HELENA DE MELLO FRANCO**

Advogada, Professora Assistente Doutora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

# DOCTRINA

---

## INTERESSE SOCIAL E PODERES DOS ADMINISTRADORES NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE <sup>1</sup>

CALIXTO SALOMÃO FILHO

e

MÁRIO STELLA RICHTER JÚNIOR

### I — INTRODUÇÃO

Do ponto de vista lógico, o primeiro dado a ser considerado quando do estudo do interesse social e de seus instrumentos de defesa na alienação de controle é o fático. Um estudo jurídico preceptivo e finalístico, sobretudo em área tão influenciada pela realidade econômica como o direito societário, não pode dele prescindir.

Analisada a realidade societária brasileira, chega-se a constatações muito relevantes. Trata-se de sistema caracterizado por uma extrema concentração. Segundo uma pesquisa realizada em 1985 pela “Superintendência de Projetos e Estudos da Comissão de Valores Mobiliários” entre 456 sociedades anônimas brasileiras, representando cerca de 90% do patrimônio líquido total à época das sociedades anônimas cotadas em Bolsa, demonstrou que o percentual médio de controle é de 69,8% do capital com direito a voto. Mas não apenas. Em 18,4% das sociedades, o controle chega a percentuais entre 90 e 100% do capital social. <sup>2</sup>

Essa situação fática tem suas raízes principalmente na realidade econômica brasileira. É inegável, porém, que o arcabouço jurídico que passou a envolvê-la, sobretudo após a entrada em vi-

gor da lei acionária, muito favoreceu a concentração. <sup>3</sup> Na verdade, a Lei de 1976 “barateou” em muito a concentração empresarial.

Em termos “econômico-concorrenciais”, “baratear” a concentração significa tornar mais interessante para o empresário que quer expandir suas atividades a expansão externa, mediante aquisição de concorrentes, que a interna, feita através de aumento da capacidade produtiva. <sup>4</sup> O elemento mais importante para determinar o preço “jurídico” da concentração é a proteção às minorias. Isso porque, abstraída eventual diferença monetária, por hipótese considerada inexistente, a diferença entre expansão interna e externa está exatamente na diminuição de poder decorrente da adição de uma “nova minoria”.

O legislador societário, tentando compatibilizar o princípio da proteção às minorias, grande bandeira publicitária da Lei de 1976 com o incentivo às concentrações, seu declarado e real interesse, concentrou a proteção das minorias no momento inicial da concentração. Dessa tentativa de contemporamento, resultaram situações esdrúxulas, que acabaram por tornar inúteis e de utilização prática quase nula certos institutos. O mais claro exemplo é

o dos grupos de direito, em que é possível a total subordinação de interesses das filiadas à sociedade líder. Não se prevê qualquer tipo de compensação pecuniária às sociedades afiliadas. Permanece apenas a proteção no momento inicial, consistente na possibilidade de utilização do direito de recesso (art. 136, VIII).

O mesmo ocorre com as aquisições de controle de companhias abertas, como se verá a seguir.

## II — A REGULAMENTAÇÃO POSITIVA DA ALIENAÇÃO DE CONTROLE E SUA INTERPRETAÇÃO

A regulamentação da oferta pública de aquisição de controle deve também ser analisada dentro de seu contexto juspolítico. Como é sabido, a Res. 401 surgiu em meio a grande controvérsia com relação à conveniência de impor a oferta pública aos adquirentes de controle. Ao conturbado processo de aprovação legislativa do art. 254 *caput* e § 1.º que acabou prevendo a obrigatoriedade da oferta pública, de acordo com a Emenda Lehmann e contrariamente ao Projeto do Executivo, seguiu-se a sua regulamentação administrativa. Através dela procurou-se restringir ao máximo o alcance do referido artigo.<sup>5</sup>

Na Resolução são previstos dois tipos de alienação de controle. Na primeira, alienação em sentido estrito, existe uma contratação prévia entre o controlador ou grupo de controle, à qual deve seguir a extensão da oferta, nas mesmas condições, aos acionistas minoritários, sem limite quantitativo (ns. I e X, *a*). A segunda é a oferta pública de aquisição de ações, o “take-over” do Direito Norte-Americano (em uma versão regulamentada). Nessa última hipótese, utilizada para limitar e possibilitar a limitação do desem-

bolso financeiro do potencial adquirente, não há necessidade de negociação direta entre adquirente e controlador. O primeiro faz publicamente uma oferta de aquisição de ações *até um determinado limite* — necessário para a obtenção do controle — a todos os acionistas (incluído o controlador), que terão direito ao preço ofertado na proporção do limite estabelecido (ns. X, *b*, e XI).

Na definição da *fattispecie* pode-se notar um claro desequilíbrio na identificação de seus componentes objetivos e subjetivos. Com relação aos primeiros, a interpretação da CVM e da doutrina tende a ser muito ampla. A própria Res. 401 amplia a *fattispecie* “controle” prevista na lei societária, nela incluindo o caso de sócio não majoritário que exercitou o poder majoritário de voto nas últimas três Assembléias em função da ausência dos acionistas (n. IV). A CVM aplica também as regras sobre a aquisição de controle aos casos de controle indireto. Assim no caso de duas sociedades sob controle de uma *holding*, cujas participações somadas garantem o controle de uma terceira. A transferência de suas participações a um terceiro sujeita-se aos dispositivos sobre a oferta pública de aquisição de controle. O mesmo acontece quando se transfere o controle de uma sociedade *holding*, não cotada em Bolsa, mas que detém o controle de sociedade cotada. Em tal caso se fala de desconsideração da personalidade jurídica da sociedade *holding* e se aplica a disciplina da alienação de controle.<sup>6</sup> Faz-se exceção apenas nos casos de aquisição verdadeiramente originária, ou seja, no caso de inexistência prévia de qualquer bloco de controle.<sup>7</sup> Nesse caso, a aquisição do controle mediante escalada em Bolsa, não é considerada relevante para fins da aplicação da Res. 401. Ainda que esse tipo de escalada

não seja muito freqüente, tendo em vista a realidade societária descrita supra, deve-se observar que uma tal exclusão torna a normativa incoerente com seus próprios pressupostos. Admitir a extensão da oferta pública aos minoritários implica "objetivar" o controle, ou seja admitir que o seu valor é parte do ativo da empresa e deve ser pago a todos, majoritários e minoritários. O que importa é o poder que o novo controlador está adquirindo e não o que o antigo está alienando. Se é assim não faz sentido não prever (como fazem as regulamentações recentes sobre o assunto) um limite de aquisição de ações em Bolsa, superado o qual é obrigatória a oferta pública, existente ou não um bloco de controle.

Não acontece o mesmo com relação aos requisitos subjetivos. Em primeiro lugar, a referida resolução aplica-se apenas às sociedades cotadas em Bolsa. Ficam excluídas as chamadas sociedades fechadas, exatamente aquelas em que o sócio minoritário está mais indefeso com relação à alienação.<sup>8</sup> Não pode recorrer ao mercado e não lhe assiste o direito de recesso.<sup>9</sup>

Permanece sem proteção também o acionista titular de ações preferenciais, sem direito de voto. Depois de algumas incertezas iniciais, doutrina, jurisprudência e CVM, assentaram opinião no sentido da não aplicação da Res. 401 aos acionistas sem direito a voto.<sup>10</sup> Trata-se de categoria relevante, podendo representar e freqüentemente representando efetivamente até 2/3 do capital social.

Tal postura parece incoerente também com a própria existência da obrigatoriedade da oferta pública aos minoritários, que têm como fundamento, como visto supra, o ressarcimento de um elemento do ativo da empresa e não o pagamento de um correspectivo exclusivamente a quem o detém. Mais do

que isso, em um sistema que como visto, tenta reduzir o interesse do sócio minoritário ao valor adicional a ser recebido no momento da oferta pública, excluir do favor legal exatamente aqueles acionistas que por definição têm apenas um interesse patrimonial imediato na sociedade (daí o recebimento preferencial dos dividendos) parece revelar no mínimo uma análise superficial dos interesses envolvidos na alienação de controle e dos órgãos mais capazes de tutelá-los.

Uma tentativa de suprimento dessa lacuna, através da atribuição a qualquer órgão do dever de defesa do interesse social, passa necessariamente pela individuação precisa dos interesses englobados por essa fórmula genérica. Fórmulas genéricas como a expressão interesse social são, como já afirmado em doutrina, uma espécie de ovo de Colombo do jurista, que permitem a criação de categorias dogmáticas passíveis de especificação e determinação, desde que especificadas sua aplicação.<sup>11</sup> É a esse trabalho especificador e aplicativo que se pretende proceder a seguir.

### III — INTERESSES ENVOLVIDOS NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE

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

Dentro dos interesses chamados externos menciona-se, quase intuitivamente, o interesse público em geral. Também esse termo merece especificação. Pode-se em primeiro lugar imaginar a existência de um interesse público em geral na manutenção de um livre mercado de aquisições de companhias. Para os defensores dessa linha liberal, todos, acionistas, trabalhadores

e investidores seriam beneficiados pela alocação ótima dos fatores proporcionada pela existência de um livre mercado de participações acionárias. Segundo essa mesma linha, admitir que algum órgão societário, em especial a administração, possa tentar impedir alienações de controle implicaria aumentar os custos da operação e torná-la inconveniente em toda uma série de casos nos quais a perspectiva de lucro se torne menor que os custos da operação. Chega-se a afirmar inclusive que todas as normas que implicassem custos indiretos para o adquirente, como as que impõem ônus de publicidade e divulgação, seriam pouco eficientes em termos de otimização da alocação de recursos.<sup>12</sup>

A tais afirmações, baseadas nos precisos pressupostos juspolíticos dos quais parte a Escola de Chicago, pode-se opor que a contínua sujeição da empresa a ataques impede a programação e utilização dos recursos para investimentos a longo prazo. E são exatamente tais investimentos os mais úteis para a economia como um todo. Não é por outra razão que em estudos econômicos se tem identificado exatamente na aversão institucional dos mercados alemão e japonês às escaladas hostis um dos principais fatores de sucesso recente dessas duas economias.

Especificamente com relação ao mercado alemão, a posição de tendencial fechamento às escaladas hostis encontra justificação em princípios anticoncorrenciais. Se sustenta a necessidade de manutenção de um alto preço das aquisições de controle como forma de desincentivar movimentos concentracionistas feitos em detrimento de aumento de capacidade produtiva interna.<sup>13</sup>

O segundo grupo de interesses é também o mais relevante, por ser independente de qualquer tipo de pressu-

posto juspolítico. Tal grupo é constituído pelos interesses internos, que por sua vez podem ser divididos em dois grupos de interesses básicos: o dos acionistas e o dos trabalhadores. A divisão supra não indica um necessário antagonismo ou diversidade de interesses. De um lado o interesse dos trabalhadores inclui o interesse à manutenção da empresa (o que na Alemanha vem caracterizado pela clássica expressão "Erhaltungszinteresse"). De outro o interesse dos acionistas não pode ser avaliado de maneira unívoca.

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

Esse último minoritário tem um interesse muito mais semelhante ao dos trabalhadores que ao do minoritário especulador. Seu interesse é basicamente a manutenção da empresa e o investimento produtivo, não sendo portanto minimamente tutelado por regulamentação que, como a brasileira, limita-se a estender a ele a oferta feita ao controlador.<sup>14</sup>

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

Tal tipo de afirmação traduz uma confusão entre o interesse do minoritário enquanto tal e o seu interesse enquanto titular do interesse social. O



interesse social, como fórmula genérica, requer definição não somente do ponto de vista objetivo, mas também do ponto de vista subjetivo: minoritários investidores e trabalhadores, são co-titulares do interesse à manutenção da empresa, um dos componentes do interesse social (ao lado, evidentemente, do interesse à maximização dos lucros). Assim quando se fala em tutela dos interesses dos minoritários e trabalhadores na alienação de controle, quer-se significar ambos os grupos enquanto titulares do interesse social, como definido acima (maximização dos lucros + manutenção da empresa). O interesse dos dois grupos, enquanto tal, pode ser protegido por regras específicas de direito societário e trabalhista após e apesar da alienação de controle.<sup>15</sup> No entanto o seu interesse enquanto co-titulares do interesse social deve ser protegido no momento da aquisição, na medida em que essa põe em risco a preservação da empresa.

A casuística relativa à concreta periclitación do interesse social como acima definido através de uma alienação de controle é muito expressiva. Imagine-se o caso de tentativa de aquisição de controle proveniente de pessoas cuja ligação ao nome da empresa pode ser negativo do ponto de vista comercial. A tentativa do crime organizado de adquirir poderio financeiro através de aquisições de controle é realidade de nossos dias. As conseqüências, danosas para a reputação da sociedade perante o mercado são também inegáveis.<sup>16</sup> Não seria lícito aos administradores pôr em moto técnicas de defesa?

Ou imagine-se o caso, não pouco freqüente de aquisição financiada por terceiros em que há o razoável temor de que o adquirente não disponha de meios suficientes para fazer frente aos débitos e venha a utilizar-se do patrimônio social para cobri-los — nesse

caso o prejuízo patrimonial dos minoritários é evidente. Essa última hipótese insere-se na casuística mais ampla de realização com a sociedade de negócios lesivos ao seu patrimônio.<sup>17</sup>

Pode-se finalmente hipotisar o caso de aquisição por concorrente, em que os planos do adquirente são inserir a sociedade adquirida em uma estrutura grupal, em que perderá valor o seu interesse social em função do interesse de grupo. Essa é aliás a justificativa utilizada pelos administradores para o emprego de técnicas de defesa no caso "Pirelli vs. Continental" que se analisará a seguir.

#### IV — OS ADMINISTRADORES E A DEFESA DO INTERESSE SOCIAL

A pergunta logicamente subsequente é: como possibilitar a tutela do interesse social nas aquisições de controle? A quem atribuir o dever de defendê-lo? Podem-se hipotisar basicamente duas alternativas: ou reconhecer a existência de um dever fiduciário do controlador quanto à alienação de sua ações (i. é., uma limitação no interesse da empresa de seu direito real de propriedade) ou atribuir aos administradores o poder-dever de tutelar o interesse social na alienação de controle. No presente trabalho analisar-se-á a segunda linha. Isto não quer dizer que se rejeite a primeira linha, que muito ao contrário mereceria aprofundamento em sede própria, principalmente em função da própria letra do art. 116, parágrafo único da Lei das S/A. Nele ao se fazer referência a obrigação do controlador de respeitar o interesse social, utiliza-se a palavra *poder*. Tal *poder*, decorrente do direito de propriedade do controlador sobre as ações ainda que não redutível a ele manifesta-se não apenas no seu uso (direito de

voto), mas também em sua alienação (direito de disposição).

Quanto aos deveres dos administradores na alienação de controle, dois recentes casos estrangeiros provocaram manifestações opostas. Vale a pena analisá-los antes de passar ao estudo do Direito Brasileiro.

#### a) A solução Norte-Americana

A pergunta formulada acima, em dois casos recentes foram dadas respostas diametralmente opostas. No primeiro caso, ocorrido nos Estados Unidos, se tratava de estabelecer se em vista de uma oferta pública da "Paramount" pelas ações do "Time", a um preço quase 90 dólares superior a seu preço médio de negociação em Bolsa nos últimos dois meses, dever-se-ia admitir o comportamento hostil da diretoria do "Time" e acima de tudo, o uso de uma articulada operação defensiva que tornava impossível a manutenção da oferta por parte da "Paramount" e que conseqüentemente privava os acionistas do "Time" da oportunidade de decidir se aderir ou não à oferta é conseqüentemente obter o sobrepreço oferecido. A Corte Suprema do Delaware, de grande reputação em matéria societária,<sup>18</sup> indo além de seu precedente entendimento, afirmou a legitimidade da ação dos administradores.<sup>19</sup> Esses não haviam descumprido os seus deveres (fiduciários), pois pertencia à sua exclusiva avaliação discricionária determinar a adequação dos termos da oferta pública (era, portanto, coberta pela *business judgment rule*), não existindo por parte dos administradores "any *per se* duty to maximize shareholder value in short term, even in the context of a take-over".

Essa decisão deve evidentemente ser entendida dentro do contexto norte-americano, onde ainda se confia plenamente no mercado como forma de

tutela do interesse social. Em Jurisprudência essa tendência é evidente. As decisões mais restritivas contra o operar dos administradores são aquelas que exigem do administrador a prova de sua boa-fé e de sua informação adequada ("good faith and reasonable investigation") com relação ao uso de técnicas defensivas,<sup>20</sup> ou o dever de utilizar técnicas defensivas proporcionais à oferta do agressor ("reasonable in relation to the threat posed").<sup>21</sup> Fornecida tal prova, poder-se-á valer da presunção, estabelecida pela *business judgment rule*, de que uma escolha consciente tenha sido feita no interesse da sociedade e não no interesse próprio em manter o cargo.

A Jurisprudência prevalente não opera nem mesmo a essa inversão do ônus da prova. Deve demonstrar o conflito de interesses aquele que queira contestar as decisões do órgão administrativo.<sup>22</sup>

#### b) A solução alemã e a recente proposta de diretiva

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

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

Na verdade, sobretudo nos anos setenta com o enriquecimento dos países produtores de petróleo, certas tentativas de lá provenientes de adquirir o controle de sociedades alemãs deram lugar a reações de tipo nacionalístico, tendentes à "Schutz der deutschen Wirtschaft gegen Überfremdung",<sup>23</sup> que concretizaram-se na adoção pela

maioria das grandes sociedades alemãs de medidas estatutárias de proteção.

A mais importante e mais comum delas é a introdução de *Hochstimmrechte*, limitação ao direito de voto do acionista individual, que independentemente do número de ações possuídas não tem direito em geral a representar mais que 5% do capital votante nas Assembléias Gerais.<sup>24</sup> Isso aumenta a importância dos pequenos acionistas, e dos Bancos, tradicionais depositários de suas ações, que por eles votam nas Assembléias (§ 135, *AktG*). Os Bancos em geral, costumam atuar em linha com a administração, com a qual já operam.

Existe ainda um deterrente que decorre diretamente da lei das sociedades. Trata-se da estrutura bipartida da administração social. Como é sabido, quem escolhe a diretoria (*Vorstand*) é o *Augsichtsrat*, órgão formado nas grandes empresas (mais de 2.000 empregados) por representação paritária entre trabalhadores e acionistas.<sup>25</sup> Caso o novo controlador quisesse modificar a composição do *Vorstand* antes do fim do mandato deveria, antes de tudo destituir os representantes do sócio no *Vorstand* com minoria de dois terços (§ 103, Abs. 1, *AktG*), para depois tentar encontrar, através de seus novos representantes uma razão relevante (*wichtiger Grund*) que justifique a destituição dos administradores (§ 84, Abs. 3, *AktG*).

Não é necessário muito raciocínio para convencer-se que em presença de uma tal estrutura, as escaladas contrárias à vontade dos administradores são praticamente impossíveis. Daí a quase inexistência na história societária recente alemã de decisões judiciais a respeito de disputas entre potenciais adquirentes e administradores quando de tentativas de aquisição de controle.<sup>26</sup>

Em presença de uma tal estrutura é interessante notar o tipo de reação que uma recente tentativa de escalada provocou na doutrina alemã. Trata-se da tentativa de aquisição por parte da "Pirelli" italiana da "Continental" alemã. O caso, análogo àqueles dos anos setenta nos quais investidores estrangeiros tentaram adquirir controle de sociedades alemãs contra a vontade dos administradores, provocou em doutrina opiniões contrárias a um papel autônomo dos administradores na alienação de controle.<sup>27</sup> Tal tipo de opinião assume tom claramente europeístico. Basta notar que a recente proposta de diretiva, repetindo as disposições do *City Code* britânico, prevê um estrito dever de abstenção por parte dos administradores de qualquer atuação tendente a impedir a efetivação da transferência.<sup>28</sup>

### c) Conflito de interesses "a priori"?

Cada uma das diferentes soluções apresentadas acima, contém presunções não de todo aceitáveis, motivadas pelas peculiaridades juspolíticas dos respectivos ambientes que lhes deram origem. Assim é que a solução americana, ao confiar quase que totalmente na *business judgement rule* do administrador como critério para determinar se deve ou não agir, desconsidera a peculiar situação em que se encontra o administrador. O critério do administrador, ao decidir, pode não ser motivado exclusivamente por razões negociais, mas também por interesses próprios, de manutenção do cargo. Em uma tal situação, presumir a boa-fé dos administradores, parece no mínimo ariscado.

A solução oposta também não pode ser aceita sem restrições. Proibir a atuação dos administradores implicaria presunção absoluta de conflitos de in-

teresse. Tal solução impediria a atuação dos administradores em casos extremos, em que é necessária sua atuação no sentido de proteger o interesse social. Normativa e intérprete são equilibrados quando tomam como parâmetro os casos típicos, sem no entanto usar fórmula que impeça a resolução dos casos extremos.

A falha de entendimento dos que vêm na posição dos administradores um conflito de interesses *a priori* determinável está em contrapor o interesse dos administradores a permanecer em seus cargos com o interesse social na venda. Ocorre que como visto supra, os componentes do interesse social na alienação de controle são vários e não permitem sua restrição ao interesse a eventual sobrepreço. Até porque, como é óbvio, este não reverte em benefício da sociedade, mas sim dos sócios. Se assim é, e não existindo por parte dos administradores, como com lógica afirmou a “Delaware Supreme Court, any *per se* duty to maximize shareholder value in short term, even in the context of a take-over”,<sup>29</sup> não há porque impor aos administradores qualquer dever de abstenção.

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

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

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

Com relação aos administradores, o direito positivo brasileiro reconhece hipóteses de conflito de interesses formal, em que a própria natureza do negócio implica conflito de interesses.<sup>30</sup> É o caso de negócios jurídicos onerosos entre administrador e sociedade, em que a oposição de interesse faz parte de sua natureza. No entanto, ao reconhecimento da *fatispecie* em termos formais não corresponde uma definição formal da sanção. A aplicação das sanções depende da demonstração de o negócio ter sido prejudicial à sociedade. Ao administrador cabe afastar-se da deliberação ou operação em que considera estar em conflito de interesses com a sociedade (art. 156, *caput*). Não o fazendo, não será posteriormente objeto de verificação a sua posição na deliberação ou negócio mas sim sua atuação. Assim é que será necessário demonstrar que o negócio foi feito em condições não equitativas para a Cia. (art. 156, § 2.º). Não basta um interesse potencial ou provável do administrador. É necessário que o conflito de interesses se concretize na atuação.<sup>31</sup>

Note-se que até agora só se falou de conflito de interesses em matéria de negócios realizados entre sócio e sociedade. Evidentemente as hipóteses de conflito de interesse não se resumem a esse caso. No caso típico que aqui interessa, não se cogita de negócio com a sociedade. Ao contrário, o administrador, através de sua atuação, tenta impedir um negócio que envolve a sociedade. Tratar-se-ia no caso, de aplicar a regra genérica do art. 156, *caput* que prevê ser vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tenha interesse conflitante com

o da Companhia. Aqui novamente, em razão da supracitada desproporcionalidade entre definição da *jattispecie* e sanção, não pode ser dado ao dispositivo interpretação ampla ao ponto de impedir a atuação do administrador. Até porque, não é possível interpretar o dispositivo de forma conflitante com o art. 155, III que prevê entre os deveres de lealdade do administrador ser-lhe vedado "omitir-se no exercício ou proteção dos direitos da companhia". Uma eventual discrepância entre os dois textos só pode ser evitada admitindo-se uma verificação casuística do conflito.

Assim sendo, pode-se afirmar que, ao contrário do que é feito com relação ao controlador,<sup>32</sup> não existem hipóteses de presunção de existência de conflito de interesses. O conflito de interesses do administrador no Direito Brasileiro é de natureza substancial, devendo ser apurado casuisticamente. É exatamente essa característica que desloca o interesse principal para a análise das técnicas de defesa individualmente consideradas.

#### d) Técnicas de defesa: legitimidade

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

Isso não quer dizer, no entanto, que o seu estudo careça de utilidade. Pode-se, ao contrário, demonstrar um eficiente instrumento de incentivo exatamente à desconcentração acionária, na medida em que acionistas majoritários que participem da administração ou nela tenham confiança podem sentir-se encorajados a democratizar o capital da Companhia, caso estejam seguros de que podem defender o controle

em caso de tentativa de escalada.<sup>33</sup> É evidente que tal tipo de medida só será realmente eficiente se acompanhada de uma redução da participação proporcional das ações sem direito a voto no capital da companhia, que em seu atual valor (até dois terços do capital votante) permitem ao controlador capitalizar-se sem dispor de seu poder.

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

Dentro do primeiro grupo, o mais famoso meio de defesa é talvez aquele conhecido como *greenmail*, ou seja, a aquisição por parte da própria sociedade das ações por um preço tão alto a ponto de induzir o pretendente a renunciar a oferta. Trata-se de técnica evidentemente nociva na medida em que leva a sociedade à aquisição de seu próprio patrimônio, motivo pelo qual tem sido proposta a sua proibição nos Estados Unidos.<sup>34</sup> No Brasil, o art. 30 da Lei das S/A estabeleceu limites quantitativos para a negociação da Cia. com as próprias ações (a aquisição não pode exceder o saldo de lucros ou reservas, exceto a legal). A Instrução CVM/10, de 14.2.80, resolveu definitivamente a questão com relação às ofertas públicas, dispondo em seu art. 2.º, e, a vedação de aquisição das próprias ações por parte da Cia., "quando estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações".

Outro importante meio de defesa utilizado no exterior é a disputa direta entre adquirente externo e administrador pelo controle. No Direito positivo brasileiro não parece haver qualquer óbice *per se* a uma tal atuação dos administradores, desde que eviden-

temente não constitua aproveitamento de informações privilegiadas havidas em razão do cargo (art. 155, I da Lei das S/A). O artigo é aplicável, apesar de a operação envolver em linha direta apenas interesses dos eventuais alienantes por prever um dever de abstenção independente de dano.

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

Deve-se analisar separadamente as alienações das aquisições. Caso típico do primeiro grupo é a alienação dos principais bens do ativo permanente da empresa. Evidentemente que tal venda não pode consistir na alienação da própria *azienda*, pois implicaria em alienação simulada do controle da Cia., permitindo escapar às disposições sobre a oferta pública.<sup>35</sup> Pode consistir, no entanto, em venda de bens sem os quais a empresa perde interesse para o adquirente. Novamente aqui a análise deve ser casuística: a alienação de qualquer bem que comporte diminuição da capacidade produtiva da empresa não pode ser considerada compatível com o interesse social. Não assim para vendas que objetivem livrar a sociedade de bem não diretamente relacionado a sua atividade principal mas que tem grande valor para o potencial adquirente. Nesse caso a alienação é até recomendável, pois evita um potencial desvirtuamento da atividade social futura em função dos interesses do adquirente. Há que se notar que, como já ressaltado, a alienação de bens do ativo permanente inclui-se entre as competências do Conselho de Administração (art. 142, VIII). Dessa maneira, caso o único objetivo da aquisição seja o bem e haja fundado receio de desvio de atividade da Cia. em caso de aliena-

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

Diferente é o caso da aquisição de controle de outras companhias. Em países que dispõem de rigoroso controle da concorrência desleal e abuso do poder econômico, tal técnica consiste frequentemente na aquisição de concorrente visando a criar óbices do ponto de vista concorrencial. No Brasil, seria necessário que a empresa resultante dominasse no mínimo 20% do mercado (o art. 74, § 2.º da Lei 4.137 com a redação dada pela Lei 8.158 de 8.1.91, prevê nesse caso a aprovação pelo SNDE como requisito de validade do ato). Mesmo assim, tendo em vista a prevalência da *rule of reason doctrine* no Brasil, que exige além do dado formal da concentração, o objetivo de restringir a concorrência (o próprio art. 1.º, f da Lei 8.158 é expresso nesse sentido), parece pouco provável o levantamento de qualquer óbice sério por parte do SNDE.

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

Sua aplicação ao Direito Brasileiro levanta, no entanto, dúvidas de diversas naturezas. A primeira delas é quanto à sua conveniência. A emissão de

tais títulos é geralmente acompanhada de cláusula que permite à administração da sociedade resgatá-los quando achar oportuno. Tal cláusula é necessária para impedir a utilização dos títulos inclusive naquelas ofertas amigáveis, não hostis à diretoria e à empresa. Ocorre que do ponto de vista puramente civil, tal cláusula seria de validade extremamente duvidosa, em face da vedação legal das condições meramente potestativas (art. 115, 2.<sup>a</sup> parte, Código Civil).

Mas existe uma outra consideração a ser feita. Enquanto através das outras técnicas, ou da maioria delas, cogita-se de intervenção na relação comprador-vendedor no (potencial) interesse de um terceiro (a sociedade) sem que a redijação do negócio jurídico possa ser considerada *per se* lesiva, através dessa técnica se cogita da inserção da sociedade em um dos pólos do negócio jurídico (como emissora de ações ou devedora de debêntures) realizado necessariamente em condições favoráveis aos adquirentes para interferir na compra e venda. O potencial prejuízo que poderia ser causado por um futuro adquirente não parece ser suficiente a justificar o dano incorrido no negócio jurídico realizado com a sociedade. No conflito entre um interesse potencial e futuro e um interesse patrimonial atual, parece que a atuação do administrador favorável ao primeiro supera os limites da *business judgment rule*, caracterizando concreto descumprimento do dever de atuação no interesse da sociedade previsto no art. 154 *caput* e conseqüentemente induz à sua responsabilidade nos termos do art. 158, II da mesma lei.<sup>30</sup> A admissibilidade e efetividade da *poison pills* no Direito Brasileiro é portanto, no mínimo, bastante duvidosa.

## V — CONCLUSÕES

O presente tema permite poucas considerações *de lege lata*. Como já mencionado, o atual estado de concentração das sociedades brasileiras e a limitada autonomia dos órgãos de administração torna a eventual atuação independente dos administradores contrariamente aos atuais ou futuros controladores extremamente improvável.

A discussão é no entanto extremamente relevante *de lege ferenda*, caso se pretenda contribuir seriamente para a formação de um mercado de capitais realmente competitivo e atraente para investidores e empresas. A importância do tema é tanta, que a sua diferente solução no Direito Comparado tem sido utilizada pela teoria econômica para caracterizar e justificar os diferentes sucessos dos modelos econômicos. Fala-se nesse sentido em um modelo de capitalismo "renano" (alemão) contraposto ao modelo "anglo-saxão". O primeiro seria caracterizado pelos investimentos a longo prazo, possibilitados pela existência daqueles meios de defesa estruturais acima mencionados (n. IV, *b*). Tal sistema permitiria mais investimentos em tecnologia e infraestrutura e justificaria muito do sucesso atual do sistema alemão. O modelo saxão, por outro lado, seria caracterizado pela necessidade de investimentos a curto prazo, que proporcionam resultados rápidos, permitindo manter alto o valor das ações e proporcionando uma defesa econômica no livre mercado de escaladas (n. IV, *a*).

Evidentemente, tal observação não basta a justificar qualquer tomada de posições em um panorama econômico tão diverso como é o brasileiro. Evidencia, no entanto, a essencial influência da democratização do capital e da própria autonomia dos administradores no ambiente econômico que os envolve.

## NOTAS

1. O presente artigo consiste em adaptação para a análise do Direito Brasileiro de trabalho comparatístico escrito pelos autores intitulado "Note in tema di offerte pubbliche d'acquisto, ruolo degli amministratori ed interesse sociale". A adaptação foi feita por Calixto Salomão Filho.

2. Cf., Nelson Eizirik, "O mito do "controle gerencial" — Alguns dados empíricos" in *RDM* 66/103-104, abr.-jun./1987.

3. Sobre o assunto v. M. Carvalhosa, *A Nova Lei das Sociedades Anônimas — Seu Modelo Econômico*, 2.ª ed., Rio de Janeiro, 1977.

4. Cf., E. J. Mestmäcker, *Europäisches Wettbewerbsrecht*, Munique, 1974, p. 110; U. Immenga, "Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer europäischen Regelung für Übernahmeangebote" in *ZGR*, 1975, pp. 433-449; H. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, Munique, 1980, p. 728.

5. Sobre a história legislativa do art. 254 v. M. Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio de Janeiro, 1979, p. 118 e ss.

6. Cf., L. L. Cantidiano, "Alienação e aquisição de controle" in *RDM* 59/56-57, jul.-set./1985.

7. Cf., L. L. Cantidiano, ob. e loc. cit.

8. V., F. K. Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, 1983, p. 247.

9. A alienação de controle não se inclui entre as hipóteses do art. 136 da Lei 6.404/76, que dão lugar ao direito de retirada. As hipóteses constituem, segundo a doutrina majoritária, *numerus clausus* — sobre esse último ponto cf., E. L. Teixeira, J. A. Tavares Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 1.ª, S. Paulo, 1979, p. 285 e ss.

10. Cf., Cantidiano, ob. cit., p. 59 e Arnoldo Wald, "Do Descabimento da Oferta Pública de Compra em Relação às Ações Preferenciais" in *RDM* 45/7, jan.-mar./1982, com outras referências.

11. Para a polêmica sobre o assim chamado "Leerformel" com referência específica ao "Unternehmensinteresse", v. H. J. Mertens, "Der Aktionär als Wahrer des Rechts" in *AG*/1990, p. 49 e M. Adams, "Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihrer Eigentümer?" in *AG*/1990, p. 243.

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

13. V. bibliografia supra citada a nota 3.

14. Cf., crítico Comparato, ob. cit., p. 249.

15. Com relação especificamente aos interesses dos trabalhadores, tem-se proposto a obrigação de discussão dos planos do novo adquirente com os representantes dos trabalhadores, desde que esses planos envolvam modificações relevantes para os mesmos (como perda de empregos, etc.). Em caso de divergência tem-se até sugerido o recurso a um Tribunal arbitral, sempre porém sem qualquer interferência na negociação do controle em si — cf., P. Behrens, "Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer europäischen Regelung für Übernahmeangebote" in *ZGR*/1975, pp. 433-449, que reproduz projetos de diretiva comunitária existentes à época, v. também o art. 19 do atual Projeto da 13.ª diretiva comunitária (oferta pública de aquisição de controle).

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

17. V., Mertens, ob. loc. ult. cit.

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

19. 571 A.2d 1.140 (Del. 1989).

20. Cf., "Cheff vs. Mathes", 199 A. 2d 548 (Del. 1964), e sobretudo "Unocal vs. Mesa Petroleum Co.", 493 A. 2d 946 (Del. 1985): "Because of this omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgement rule may be conferred... In the face of this inherent conflict directors must show that they had reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed because of another person's stock ownership. However, they satisfy that burden by showing good faith and reasonable investigation" (p. 954 s.).

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



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

Para outras referências jurisprudenciais v. a resenha contida em M. Lipton, H. Steinberger, *Takeovers & Freezeouts*, v. 1A, New York, N.Y. 1978 (edição permanente por fascículos, última atualização 1991), p. 5A-4 ss.

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

24. Cf., Otto, ob. cit., p. 7. A utilização de tal tipo de expediente estatutário, ainda que muito criticada em doutrina, foi considerada legítima pela Jurisprudência — v. decisão do BGH de 19.12.77 in *Der Betrieb*, 1978, p. 540.

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

26. As decisões existentes, dos anos 60 e 70 são todas permissivas com relação à atuação defensiva dos administradores. Na decisão do BGH de 6.10.60 admitiu-se um aumento de capital promovido pelo *Vorstand* com exclusão do direito de preferência dos acionistas (previsto no estatuto) com base na afirmação de que o sócio minoritário que tentava adquirir o controle "die Gesellschaft vernichten wolle": v. *BGHZ* 33/175. Em uma outra decisão, já no período "protecionista" (decisão do BGH de 6.2.77) admitiu-se a introdução de limites ao direito de voto com base na afirmação (*obiter dictum*) que: "konnte von jeher für eine AG die Notwendigkeit auftreten,

sich gegen eine Überfremdung von In-oder Ausland her abzuschirmen, die Unabhängigkeit des Vorstands zu stärken, Kleinaktionäre vor einen zu grossen Einfluss von Paketinhabern zu schützen und so den Charakter einer Publikumsgesellschaft dem ursprünglichen gesetzlichen Leitbild entsprechend zu wahren": *NJW*/1978, p. 541.

27. Trata-se do artigo de U. Immenga, "Das Spiel von Conti und Pirelli" in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9.3.91. O Autor, na realidade, afirma a necessidade de "Förderung eines grenzüberschreitendes Marktes für Unternehmenskontrolle" em vista da união européia. O artigo marca também uma aparente revisão das opiniões expressas em um trabalho anterior ("Der Preis der Konzernierung" in *Festschrift Böhm*, 1975, p. 253) sobre a relação entre regulamentação societária da oferta pública e concentração. Enquanto nesse último artigo afirmou que o favorecimento societário das aquisições de controle tinha efeitos concorrenciais negativos (p. 255), no artigo mais recente afirma que "Transaktionen am Markt für Unternehmenskontrolle führen unabhängig von ihrer Form zu Konzentration oder Dekonzentration", não havendo um efeito concorrencial sensível.

28. O art. 8.º da proposta modificada de 15.ª Diretiva (versão em italiano in *Gazzeta Ufficiale delle Comunità Europee*, 26.9.90, C. 240/7) prevê que "o órgão de administração e direção da sociedade destinatária não pode, a não ser que tenha autorização da Assembléia Geral dos acionistas, concedida durante o período de aceitação determinar: a) a emissão de valores mobiliários, b) salvo prévia autorização da autoridade fiscalizadora, a execução de operações que possam modificar em maneira significativa o ativo ou o passivo da sociedade ou que a induzam a assumir empenhos sem contrapartida, c) a aquisição, por parte da sociedade, de ações próprias". A recente lei italiana sobre as ofertas públicas de aquisição de controle (Lei 149, de 12.2.92) contém, em seu art. 16, n. 3, proibição muito semelhante à do art. 8.º, b da Proposta de Diretiva, sendo no entanto a proibição do tipo absoluta e independente da autorização da autoridade fiscalizadora.

29. V. supra nota 19.

30. Cf., M. Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 5.º, S. Paulo, Saraiva, 1982, sub. art. 156, p. 172.

31. Cf., L. G. P. B. Leães, "Conflito de interesses" in *Estudos e Pareceres sobre So-*

*iedades Anônimas*, S. Paulo, Ed. RT, 1989, p. 32.

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

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

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

35. Tratar-se-ia nesse caso de simulação visando a fraudar a lei e prejudicar terceiro (art. 103 do CC) e como tal anulável por qualquer interessado (minoritário).

36. Cf., com posição contrária E. Salomão Neto, ob. cit., p. 38.