

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

RDM 182/183

1. CAMPOS, Daniel Pereira; ELIAS, Rafael Cimatti. Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias.
2. SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle
3. BRAUNE GUERRA, João Paulo. Das SPACs à brasileira às SPACs brasileiras: Uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição
4. VELLOSO, Fabiana Pereira. Ex Ante merger control of cross-border M&As in Brazil: case studies of CADE's enforcement of gun jumping
5. ZANELATTO, Natália Villas Bôas. A Cláusula de Alteração Material Adversa – Análise do Caso Twitter v. Elon Musk com base na Jurisprudência da Court of Chancery of Delaware.
6. PERLATI, Renan Varollo. As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro.
7. GINZEL, Alexandre. Interpretação dos contratos de M&A: A inadequação dos cânones de direito privado
8. LIMA, Caio Henrique Carvalho de Siqueira. Execução específica e danos em situações de frustração de operações de M&A
9. CAMPOS, Gustavo Ferreira de. As Fusões e aquisições do direito bancário brasileiro em resposta às falhas de mercado
10. ALMIRALL, Camila Vallim. As cláusulas de declarações e garantias como instrumento de disseminação do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade: Uma alternativa possível?
11. NAQUIS, Manoela Bruno Morales. Special Purpose Acquisition Company (SPAC) - Origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil
12. CICILLINI, Gabriela Moreira. O paradoxo entre a previsão de deal protection devices e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores em operações de fusão e aquisição (M&A)
13. VAZ, Ernesto Luís Silva. Impasses societários e a conveniência da utilização da cláusula buy or sell.

ISBN 978-65-6006-071-5

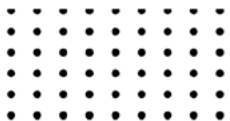


9 786560 060715 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

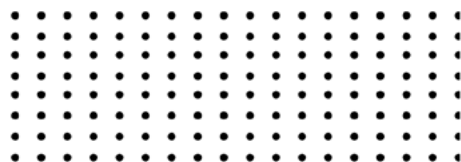
rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
182/183

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LX (Nova Série)
Agosto 2021/Julho 2022

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LX – ns. 182/183 – ago. 2021/jul. 2022

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. Da Costa E Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteadó

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Sheila Christina Neder Cerezetti

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Matheus Chebli De Abreu

Michelle Baruhm Diegues

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Beatriz Leal de Araújo Barbosa da Silva

Daniel Fermann

Heloisa de Sena Muniz Campos

Lara Aboud

Larissa Fonseca Maciel

Luma Luz

Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa

Mateus Rodrigues Batista

Rafaela Vidal Codogno

Victoria Rocha Pereira

Virgílio Maffini Gomes

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Alexandre Ginzel, Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima, Camila Vallim Almirall, Daniel Pereira Campos, Ernesto Luis Silva Vaz, Fabiana Pereira Velloso, Gabriela Moreira Cicillini, Gustavo Ferreira de Campos, João Paulo Braune Guerra, Manoela Bruno Morales Naquis, Natália Villas Bôas Zanelatto, Rafael Cimatti Elias, Renan Varollo Perlati, Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

ISBN: 978-65-6006-071-5

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2024

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



EXPERT
EDITORA DIGITAL

AUTORES

Daniel Pereira Campos

Professor de direito dos negócios da Escola de Direito de São Paulo (FGV). Doutorando em direito comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo e mestre em direito comercial (Master of Corporate Law) pela Universidade de Cambridge. Foi pesquisador em direito e economia da University College of London e advogado no escritório Mattos Filho.

Rafael Cimatti Elias

Professor auxiliar de direito das obrigações na Université Paris-Panthéon-Assas. Doutorando em direito civil pela Université Paris-Panthéon-Assas e mestre em direito civil pela Universidade de São Paulo. Foi pesquisador convidado no Institut d’Histoire du Droit Jean Gaudemet da Université Paris-Panthéon-Assas e membro da rede de pesquisa “Privatissimum” (Panthéon-Assas, Fribourg e Liège).

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Professor Adjunto de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Mestre e Doutor em direito empresarial pela UERJ na linha de Empresa e Atividades Econômicas. Mestre (LLM) em Direito Empresarial (Business Law) pela UCLA School of Law. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Advogado especializado em Direito Societário, Fusões e Aquisições e Mercado de Capitais.

João Paulo Braune Guerra

Doutorando e bacharel em direito pela Universidade de São Paulo (USP), com dupla graduação pela Université Jean Moulin Lyon 3 (Licence en Droit) e período de mobilidade internacional na Universität Luzern (Lucerne, Suíça). Atualmente, é coordenador das atividades da Rede de Estudos e Aprofundamento Legal do Real Digital (REAL), na Faculdade de Direito da USP, e pesquisador no Centro de Regulação e

Inovação Aplicada (CRIA), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É membro da Comissão de Direito Bancário da Ordem dos Advogados do Brasil - Seção São Paulo. Advogado no PGLaw.

Fabiana Pereira Velloso

Doutoranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharela em Direito pela mesma instituição, com período de mobilidade internacional na Sciences Po Paris. Chefe de Assessoria Substituta no Gabinete do Conselheiro Victor Fernandes no Tribunal do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Endereço para correspondência: fabiana.velloso@usp.br.

Natália Villas Bôas Zanelatto

Natália Villas Bôas Zanelatto é sócia coordenadora do departamento corporativo da Andersen Ballão Advocacia, baseada em Curitiba e especializada na estruturação de operações societárias, M&A e contratos empresariais complexos. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná, LL.M em Direito Empresarial Europeu e Internacional pela Universidade Panthéon-Assas. Mestranda em Direito dos Negócios pela Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, onde pesquisa ESG e o mercado de capitais brasileiro. Árbitra e Conselheira da Câmara de Mediação e Arbitragem da Associação Comercial do Paraná (ARBITAC).

Renan Varollo Perlati

Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Advogado. É sócio de Huck Otranto Camargo Advogados.

Alexandre Ginzel

Advogado. Bacharel em direito pela PUC-SP (2017). Mestre em filosofia do direito pela USP (2021). Doutor em direito romano e

sistemas jurídicos contemporâneos pela Università di Roma - Tor Vergata (2022). Doutorando em direito comercial pela USP.

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

Bacharel em Direito pela FDRP-USP. Pós-graduado em Direito Societário pelo Insper. Mestre em Direito e Economia pela Universidade de Hamburgo. Mestrando em Direito Comercial pela FD-USP. Pesquisador visitante no King's College London. Advogado no Lefosse.

Gustavo Ferreira de Campos

Mestrando em Direito Comercial e bacharel em direito pela Universidade de São Paulo (USP), com período de mobilidade acadêmica na Université Paris II - Panthéon-Assas. Mestrando em Direito Comercial (Master en Droit des Affaires) pela Université Jean Moulin Lyon 3 e graduado em direito francês (Licence en Droit) pela Université Jean Monet - Saint-Étienne, em acordo de dupla titulação entre a USP e a Université de Lyon. Advogado em São Paulo.

Camila Vallim Almirall

Mestranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Atua como advogada especializada em Direito Societário, M&A e Contratos Comerciais.

Manoela Bruno Morales Naquis

Pós-graduanda em Finanças e Economia pela Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV EESP). Graduada em Direito pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). Diretora do Center for M&A Studies (CM&A). Cofundadora e coordenadora do Grupo de Estudos em Governança Corporativa da FGV Direito SP (GEGC). Assistente de Serviços Jurídicos na área de Direito Societário e M&A. E-mail: manoelanaquis@gmail.com.

Gabriela Moreira Cicillini

Graduada em direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo e atua como advogada na área consultiva empresarial e digital.

Ernesto Luís Silva Vaz

Doutorando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Comercial pela FD USP (2010). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (2004). Advogado inscrito na Ordem dos Advogados do Brasil (2004) e na Ordem dos Advogados (Portugal) (2015).

SUMÁRIO

Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias15

Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias

Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle53

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Das SPACS à brasileira às SPACS brasileiras: uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição89

João Paulo Braune Guerra

Ex ante merger control of cross-border M&As in Brazil: case studies of CADE's enforcement of gun jumping 109

Fabiana Pereira Velloso

A cláusula de alteração material adversa: uma análise do caso twitter v. Elon R. Musk com base na jurisprudência da *Court of Chancery of Delaware*.....133

Natália Villas Bôas Zanelatto

As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro159

Renan Varollo Perlati

Interpretação dos contratos de M&A: A inadequação dos cânones de direito privado.....195

Alexandre Ginzal

Execução específica e danos em situações de frustração de operações de M&A.....243

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

As fusões e aquisições no sistema financeiro nacional em resposta às falhas de mercado e a transferência qualificada de controle acionário no direito bancário brasileiro281

Gustavo Ferreira de Campos

As cláusulas de declarações e garantias (*representations and warranties*) como instrumento de disseminação do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade: uma alternativa possível?307

Camila Vallim Almirall

Special purpose acquisition company (SPAC): origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil327

Manoela Bruno Morales Naquis

O paradoxo entre a previsão de *deal protection devices* e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores em operações de fusão e aquisição (M&A).....373

Gabriela Moreira Cicillini

Impasses societários e a conveniência da utilização da cláusula *buy or sell*413

Ernesto Luis Silva Vaz

AS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL EM RESPOSTA ÀS FALHAS DE MERCADO E A TRANSFERÊNCIA QUALIFICADA DE CONTROLE ACIONÁRIO NO DIREITO BANCÁRIO BRASILEIRO

Gustavo Ferreira de Campos (USP, São Paulo)

RESUMO

O presente artigo aborda o regime das fusões e aquisições no sistema financeiro nacional brasileiro, partindo da hipótese de que, apesar de haver previsão legal na legislação bancária brasileira da utilização de mecanismos societários que preservem as empresas, tal como a alienação de controle acionário a outros agentes, com objetivo evitar um risco sistêmico e proteger a ordem econômica nacional, tais ferramentas regulatórias não são utilizadas e as instituições financeiras tendem a ser liquidadas extrajudicialmente. Por meio de pesquisa empírica dos dados divulgados pelo Banco Central do Brasil e de jurisprudência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, o estudo concluiu que os mecanismos de fusão e aquisição não são aplicados de forma compulsória como regime de resolução, contudo consolidou-se a figura da “transferência qualificada” de controle das instituições financeiras, que permitiu e incentivou a realização de operações de aquisição de instituições financeiras, por meio da limitação de responsabilidade do comprador.

PALAVRAS-CHAVE

Fusões e Aquisições – Direito Bancário – Direito e Economia – Institucionalismo Jurídico – Alienação de controle societário – Transferência Qualificada – Direito Societário

MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE NATIONAL FINANCIAL SYSTEM IN RESPONSE TO MARKET FAILURES AND THE QUALIFIED TRANSFER OF SHAREHOLDERS' CONTROL IN BRAZILIAN BANKING LAW

ABSTRACT

This article addresses the system of mergers and acquisitions in the Brazilian national financial system, starting from the hypothesis that, although there is legal provision in the Brazilian Banking Law for the use of corporate mechanisms that preserve companies, such as the sale of shareholding control to other agents, in order to avoid a systemic risk and protect the national economic order, such regulatory tools are not used and financial institutions tend to be liquidated out of court. Through empirical research of data released by the Central Bank of Brazil and case law from the *Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, the study concluded that the merger and acquisition mechanisms are not applied in a compulsory way as a resolution mechanism, however the institution of the “qualified transfer” (*transferência qualificada*) of control of financial companies was consolidated, which allowed and stimulated the closing of transactions for acquisition of financial institutions, through the limitation of liability of the purchaser.

KEYWORDS

Mergers and Acquisitions – Banking Law – Law and Economics – Legal Institutionalism – Transfer of shareholders’ control – Qualified Transfer – Corporate Law

1. INTRODUÇÃO

Assim como outros ordenamentos jurídicos modernos ao redor do mundo, o Direito Brasileiro, por reconhecer a existência das falhas de mercado, criou mecanismos para sua correção e manutenção do bom funcionamento da ordem jurídico-econômica e financeira a partir

da criação de autarquias e agências reguladoras e da atribuição ao Estado Brasileiro, por dispositivo constitucional, de deveres enquanto agente fiscalizador, normativo e regulador da atividade econômica⁴³⁵. Tais falhas de mercado, teorizadas na economia neoclássica, sofreram transformações em sua concepção ao longo do desenvolvimento das teorias econômicas, mas podem ser, em essência, sumarizadas como falhas de um sistema de instituições de mercado de preço mais ou menos idealizado para sustentar atividades desejáveis e impedir atividades indesejáveis⁴³⁶.

Baseado na premissa de que a economia, assim como formas modernas de organização social são constituídas por grupos de instituições, a economia das organizações deslocou parte do debate entre ter ou não a ação do Estado na economia, para a análise entre as estruturas verticais e horizontais, hierárquicas e não hierárquicas⁴³⁷, as quais, no fim, resumizam o debate das economias capitalistas em formas de organização da produção por meio de empresas ou mercados⁴³⁸. Langlois contribui para esse debate desenvolvendo um paralelo entre a mão invisível do mercado e o que ele teoriza como a mão que se esvai (*the vanishing hand*), que está no limite entre a

435 Nesse sentido, o art. 174 da Constituição Federal de 1988 estabelece que o Estado brasileiro exercerá as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, como agente normativo e regulador da atividade econômica, sendo notável o papel das autarquias e agências reguladoras para a consecução de tais objetivos a exemplo da Comissão de Valores Mobiliários, Banco Central, Conselho Administrativo de Defesa Econômica, Agência Nacional de Energia Elétrica, dentre outros.

436 BATOR, Francis M. *The Anatomy of Market Failure*. The Quarterly Journal of Economics, vol. 72, Edição 3, 1958, p. 351: “What is it we mean by “market failure”? Typically, at least in allocation theory, we mean the failure of a more or less idealized system of price-market institutions to sustain “desirable” activities or to estop (sic) “undesirable” activities. The desirability of an activity, in turn, is evaluated relative to the solution values of some explicit or implied maximum-welfare problem”.

437 MÉNARD, Claude. *A new institutional approach to organization*. In: Handbook of new institutional economics. Springer, Berlin, Heidelberg, 2008. p. 281-318.

438 COASE, R. *The Nature of the Firm*. *Economica*, New Series, Vol. 4, nº 16 (Nov., 1937), 386-405.

organização da produção por meio de empresas e aquela via mercados, que altera a “visibilidade” da mão invisível do mercado⁴³⁹.

Apesar de uma tentativa brasileira de formulação de uma teoria geral da regulação devido à tradicional concepção do Estado como agente de duas funções opostas – intervenção direta na vida econômica e fiscalização dos agentes privados⁴⁴⁰ – a discussão relativa à regulação econômica não é recente e data de um longo período de não apenas debates teóricos, mas também práticos. Entretanto, esse conflito é comumente mitigado quando o objeto são os chamados mercados regulados, que por essência necessitam de regulação para que ocorra o seu bom funcionamento (e.g. sistema financeiro nacional, mercado de capitais, mercado de seguros dentre outros). Para estes mercados, não apenas aceita-se implicitamente que a normatização é imprescindível para o seu regular funcionamento, mas parte-se da premissa que sem ela potencialmente haveria disfunções. Como exemplo, cita-se o desenvolvimento global – e não apenas brasileiro – de parâmetros no mercado de capitais para a divulgação de informações⁴⁴¹, que presume a existência de assimetria de informação que precisa de alguma forma ser endereçada para permitir a tomada de decisão mais racional pelos agentes.

Nesse mesmo sentido, uma vez que mercados são baseados em determinadas instituições (especialmente o Direito)⁴⁴² para funcionarem, a economia não pode ser separada da perspectiva política, jurídica e social, sob a ótica da nova economia institucional e

439 LANGLOIS, R. N. *The Vanishing Hand: the Changing Dynamics of Industrial Capitalism*. Economics Working Papers, 2002.

440 SALOMÃO FILHO, C. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos jurídicos)*. Malheiros, 2008, p. 19.

441 PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; COELHO, Alexandre R. *Internalização dos Padrões Regulatórios Internacionais no Brasil: o Caso IOSCO*. Revista de Direito Internacional Econômico e Tributário, v. 10, n. 2 Jul/Dez, 2015, p. 249.

442 Nesse sentido, o professor Eros Grau argumenta que “(...) o mercado não seria possível sem uma legislação que o protegesse e uma racional intervenção, que assegurasse sua existência e preservação”. Vide GRAU, Eros Roberto. *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 2000, p. 94 e ss.

do institucionalismo jurídico, alterando o foco dos debates regulatórios de “regular versus não regular” para “como regular”.

Particularmente com relação ao Direito Bancário Brasileiro, a legislação prevê que o Banco Central do Brasil utilize certas ferramentas regulatórias para evitar risco sistêmico e proteger a ordem econômica nacional, são elas: (i) a intervenção; (ii) a liquidação extrajudicial; (iii) o regime de administração especial temporária (RAET); e (iv) mecanismos de capitalização e “fusão e aquisição compulsória”.

Tais mecanismos que são denominados no presente de “fusão e aquisição compulsória” estão dispostos nos artigos 5 e 6 da Lei nº 9.447 de 14 de março de 1997, compreendendo: (i) transferência do controle acionário; (ii) reorganização societária, inclusive mediante incorporação, fusão ou cisão; (iii) transferência de bens, direitos e obrigações ou de estabelecimentos; (iv) alienação ou cessão de bens e direitos a terceiros, com a assunção de obrigações por tal terceiro; e (v) constituição ou reorganização de sociedade ou sociedades para as quais sejam transferidos, no todo ou em parte, bens, direitos e obrigações da instituição sob intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária, objetivando a continuação geral ou parcial de seu negócio ou atividade. A possibilidade de capitalização da instituição financeira, a despeito de estar prevista no mesmo dispositivo, foi excluída do rol das fusões e aquisições compulsórias, por se tratar de mero aumento de capital por parte dos sócios, sem que haja alteração no quadro societário ou na propriedade dos bens.

Embora exista um regime compulsório de fusões e aquisições no direito bancário brasileiro, tais ferramentas não são necessariamente aplicadas em resposta às falhas de mercado. A despeito de tal regime estar positivado e de ser, pretensamente e à escolha do legislador, medida eficaz e instrumental para a resolução de falhas de mercado e proteção da ordem econômica em observância do princípio da preservação da empresa, o Banco Central do Brasil (Bacen), órgão regulador das instituições financeiras, tende a facultar ao agente fiscalizado a implementação de uma operação de fusão e aquisição e, caso não realizada ou não suficiente, promove a extinção das

companhias via liquidação extrajudicial. Ressalte-se que o *caput* do artigo 5 da Lei nº 9.447 de 14 de março de 1997 prevê que os mecanismos alternativos de fusão e aquisição possam ser utilizados de forma mandatória pelo Bacen, sem prejuízo de posterior decretação de liquidação extrajudicial.

O problema levantado se justifica como objeto de estudo por motivações práticas. Em primeiro lugar pela potencial evidenciação de que o regime criado pela legislação brasileira praticamente não é aplicado conforme previsto, ainda que positivado e, em segunda instância pela sua relevância na realidade brasileira, tendo em vista que as discussões envolvendo mecanismos de preservação da empresa frente a situações de crise vêm se intensificando no cenário brasileiro⁴⁴³.

Foi conduzida pesquisa empírica na base de dados públicos do Banco Central do Brasil, disponibilizados em sua página de *website* até 3 de julho de 2022, para identificar de forma crítica os modelos de fusão e aquisição compulsória implementados a partir de 15 de março de 1997, isto é, desde a entrada em vigor da Lei nº 9.447 de 14 de março de 1997 que criou os dispositivos de fusão e aquisição compulsória, e se houve prevalência pela liquidação extrajudicial das instituições financeiras. Adicionalmente, foi realizada pesquisa jurisprudencial qualitativa no acervo de decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, autoridade responsável por julgar as decisões exaradas pelo Banco Central do Brasil e questionadas administrativamente. Procedeu-se uma análise comparativa entre os casos práticos julgados pelas autoridades administrativas de como se deu a estrutura das alienações compulsórias de controle e quais os requisitos para classificação da chamada transferência qualificada

443 Sobre esse tema, vide artigo sobre mudança do enfoque da pena e preservação das empresas sob a ótica concorrencial: MARTINS, Carlos Frederico Braga; SANTOS, Rodrigo Victor dos. *Direito Concorrencial Sancionador: análise das alternativas à multa corporativa como forma de garantir o efeito dissuasório da pena*. In: ATHAYDE, Amanda; MAIOLINO, Isabela; SILVEIRA, Paulo Burnier da (Orgs). *Comércio Internacional e Concorrência: Desafios e Perspectivas Atuais - Volume II*. Brasília: Faculdade de Direito - UnB, 2019.

de controle acionário, análise complementar e derivada que se fez necessária pela sua contínua aplicação e validação pelos órgãos do Sistema Financeiro Nacional.

Por fim, foi conduzida revisão da literatura sobre transferência e/ou alienação compulsória do controle societário e outros regimes de fusão e aquisição mandatórios.

2. AS “FALHAS DE MERCADO” PELA ÓTICA DA FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA

Apesar de não haver a menção expressa de “falhas de mercado” na legislação bancária brasileira, os conceitos foram incorporados para justificar a implementação das políticas públicas e regulação do Sistema Financeiro Nacional, como se verá a seguir.

No direito pátrio, a função social da empresa foi consagrada por depreensão da função social da propriedade, princípio positivado na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, pelo professor Fabio Konder Comparato. Desta forma, a empresa – dentre as quais se incluem as instituições financeiras – possui uma função social, enquanto conjunto de bens de produção, que é caracterizada como o poder de dar destino determinado ao objeto da propriedade, de vincular tais bens de produção a certo objetivo. Essa função social, ligada a um objetivo que corresponde ao interesse coletivo, não é necessariamente igual à função designada pelo *dominus*, mas pode ser harmoniosa⁴⁴⁴.

A economia capitalista moderna potencializa a evidência de que as instituições financeiras possuem uma óbvia função social ao garantir o bom funcionamento do sistema monetário, do mercado de crédito, do mercado de capitais e assim por diante. É, portanto,

444 Vide “COMPARATO, Fábio Konder. *Função social da propriedade dos bens de produção*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 25, n. 63, p. 71-79, jul.-set. 1986” e “COMPARATO, Fábio Konder. *Estado, empresa e função social*. Revista dos Tribunais. São Paulo, v. 85, n. 732, p. 38-46, out. 1996”.

inconcebível que a sociedade moderna exista⁴⁴⁵ sem que o sistema financeiro e as instituições jurídicas que a amparam estejam em bom funcionamento.

Considerando que as empresas exercem uma função social, seja ao garantirem o funcionamento da ordem econômica positivada, seja ao assegurarem a geração de emprego, os mecanismos regulatórios deveriam sempre observar o princípio da preservação da empresa ao responder às falhas de mercado. No direito bancário brasileiro, as falhas de mercado são remediadas a partir da proteção à ordem econômica, em especial ao sistema financeiro nacional, que encontra guarida na Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964 que estabelece que a política do Conselho Monetário Nacional objetivará zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras (artigo 3º, inciso VI), bem como atribui ao Banco Central do Brasil a vigilância permanente sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nos mercados financeiros e de capitais (artigo 11, inciso VII).

3. OS MECANISMOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO COMO RESPOSTA JURÍDICO-ECONÔMICA

Ao longo do tempo o Sistema Financeiro Nacional passou por períodos difíceis que foram marcados por mecanismos alternativos à intervenção direta do Estado na atuação dos agentes privados, que optou por mecanismos de indução⁴⁴⁶ dos agentes à adoção de

445 Sobre a falsa necessidade de determinadas instituições para o funcionamento da sociedade, o professor Roberto Mangabeira Unger faz extensa análise em seu livro, contribuindo para ideias de imaginação institucional que fogem à obviedade de formas de organização social, econômica e política existentes. Contudo, o presente artigo não comporta tal reflexão aprofundada, se limitando a pressupor que as formas de organização vigentes precisam das instituições existentes para sustentação do próprio ambiente institucional. Vide “UNGER, R. M. *False Necessity: Anti-necessitarian social theory in the service of radical democracy*. Verso, 2001”.

446 Por intervenção (ou ação) por indução leciona o professor Eros Roberto Grau: “*intervenção (ou ação) por indução: que ocorre quando a organização estatal passa a manipular o instrumental de intervenção em consonância e na conformidade das leis que regem o funcionamento do mercado. (...) A de intervenção por indução, na definição de estímulos ou incentivos à adoção de um certo comportamento, a cujo desatendimento pelo*

determinados comportamentos no mercado, visando determinada finalidade político-econômica. Como exemplo, citam-se dois casos clássicos instrumentos, que foram o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), ambos lançados durante o governo do então presidente Fernando Henrique Cardoso, sendo o primeiro destinado ao socorro de entidades privadas e o último voltado para a privatização de bancos públicos.

Tendo em vista que os objetivos políticos do PROES, por se voltarem a privatizações, extrapolavam o socorro às instituições financeiras, além de contarem com a particularidade de que o controlador alienante era um ente federativo, passar-se-á a analisar o PROER, que atendida agentes privados. O PROER foi instituído por meio da Medida Provisória nº 1.179 de 3 de novembro de 1995, convertida, após inúmeras edições, na Lei nº 9.710 de 19 de novembro de 1998, e da Resolução nº 2.208 de 3 de novembro de 1995 do Conselho Monetário Nacional, com vistas a assegurar liquidez e solvência ao Sistema Financeiro Nacional e a resguardar os interesses dos depositantes e investidores. A sua implementação ocorreu, conforme artigo 2 da Resolução nº 2.208 do Conselho Monetário Nacional, por meio de reorganizações administrativas, operacionais e societárias de instituições financeiras que resultassem na transferência do controle ou na modificação do objeto social.

Conforme Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, o PROER foi baseado em dois princípios gerais: “a preservação da estabilidade do sistema de pagamentos, via garantia dos depósitos dos aplicadores; e a penalização das más políticas bancárias, via transferência do controle acionário das instituições socorridas pelo programa”. Para consecução do programa, as instituições em crise que ao PROER aderiram, foram divididas em duas: *good bank* (banco bom) e *bad*

agente econômico, não obstante, não corresponde à aplicação de uma penalidade de caráter jurídico”. GRAU, Eros Roberto. Elementos de direito econômico. São Paulo: RT, 1981. p. 65.

bank (banco ruim). O *good bank* era constituído pela seleção dos ativos bons da instituição problemática pelo adquirente, que assumia, em contrapartida, todos os seus depósitos. O *bad bank* era composto pelos ativos ruins remanescentes e pelas demais obrigações do banco em crise. Após a operacionalização do PROER, o banco bom era alienado a um terceiro, enquanto o banco ruim entrava em processo de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil⁴⁴⁷.

As fusões e aquisições no âmbito do PROER somaram R\$ 20,4 bilhões, que representaram aproximadamente 2,7% do PIB médio do triênio 95-96-97, tendo sido o programa encerrado em 1997⁴⁴⁸.

Tais programas foram, portanto, pontuais e não contínuos, objetivando o saneamento do Sistema Financeiro Nacional em virtude do contexto da época. Há, contudo, mecanismos de regulação do Sistema Financeiro Nacional que são contínuos e perenes, podendo ser aplicados, casuisticamente, sempre que necessários.

Como ponto de partida, devem ser adotadas pelas instituições financeiras em crise as chamadas ferramentas de recuperação, com o objetivo de restaurar a viabilidade de suas operações, assumindo que a manutenção das atividades causaria um mal menor ao mercado, à economia nacional, às contas públicas e à sociedade num geral. Para tanto, a Resolução nº 4.502, de 30 de junho de 2016, do Conselho Monetário Nacional, previu que as instituições de maior porte elaborem um plano de recuperação que considere não só estratégias para a solução da crise, como uma governança adequada para enfrentá-la. Neste mesmo sentido, não obstante as ações tomadas de forma autônoma pela própria instituição, a Resolução nº 4.019, de 29 de setembro de 2011, autoriza o Banco Central do Brasil a determinar a adoção de medidas prudenciais preventivas, tais como a adoção de controles e procedimentos operacionais adicionais, a redução do grau de risco das exposições, a observância de valores adicionais ao PRE, a

447 MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação Bancária no Brasil: O caso do PROER. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 38, junho/2003, pp. 1, 5 e 6.

448 MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação Bancária no Brasil: O caso do PROER. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 38, junho/2003, pp. 7 e 6.

observância de limites operacionais mais restritivos, a recomposição de níveis de liquidez, a alienação de ativos, dentre outros.

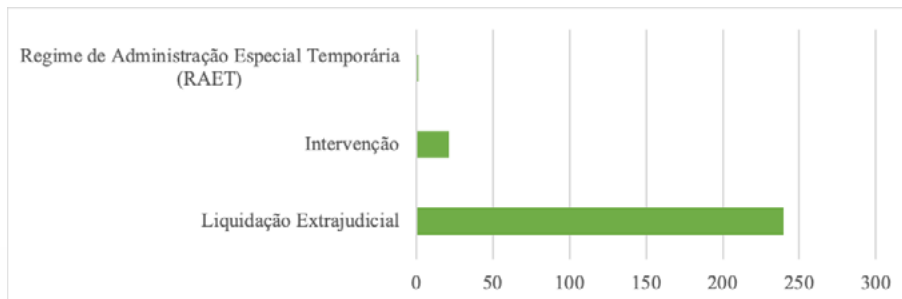
Não sendo suficientes ou bem-sucedidos os mecanismos de recuperação, passam-se aos chamados regimes de resolução. Os regimes de resolução são, essencialmente, três, apesar da divergência metodológica que se explicitará abaixo: (i) intervenção e (ii) liquidação extrajudicial, instituídos em 1974 pela Lei nº 6.024 de 13 de março de 1974; e (iii) regime de administração especial temporária (RAET), criado em 1987 pelo Decreto-Lei nº 2.321 de 25 de fevereiro de 1987.

O Banco Central do Brasil pode determinar que a instituição financeira busque uma “solução de mercado” antes da adoção de um regime de resolução. Sublinhe-se que essas “soluções de mercado” indicadas pelo Banco Central do Brasil⁴⁴⁹ nada mais são do que aquelas que no presente estudo convencionou-se como mecanismos de fusão e aquisição compulsórias.

A análise dos dados públicos no sistema do Banco Central do Brasil indica que, de 1997 até junho de 2022 houve 263 casos dos chamados “regimes especiais”, que se confundem com os regimes de resolução, por se tratarem dos mesmos institutos. Os dados levantados indicam os números à época da coleta, de forma que podem não refletir os regimes que foram aplicados anteriormente à fotografia, a exemplo de RAETs ou intervenções que foram transformadas em liquidação extrajudicial. De pronto, cabe-se notar que os regimes especiais foram divididos essencialmente em 3 para fins de identificação, com base na própria divisão divulgada publicamente pelo Banco Central do Brasil para fins metodológicos, não havendo classificação explícita das alternativas de fusão e aquisição compulsória – que, conforme exposto acima, não são tratados pelo Bacen como ferramenta de resolução, são eles: (i) regime de administração especial temporária (RAET), (ii) intervenção; e (iii) liquidação extrajudicial.

449 Disponível em : https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/conceitos_regimes_resolucao. Acesso em 22 de outubro de 2023.

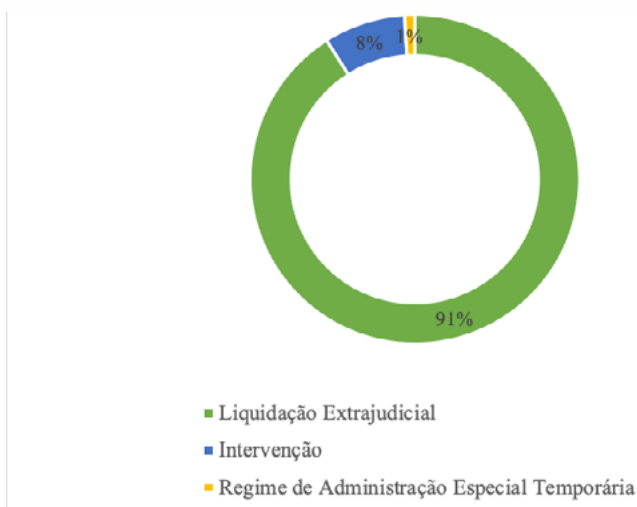
Gráfico 1 – Quantidade de regimes especiais aplicados. Data: junho/2022.



Fonte: Autor

Deste universo de 263 casos de regime especial, 91% foram solucionados por meio de liquidação extrajudicial, sendo que parte destes tiveram uma fase intermediária de RAET ou intervenção, antes que a liquidação extrajudicial fosse decretada, enquanto os demais estavam ainda sob regime de intervenção ou administração especial temporária à época do levantamento dos dados, como se depreende do gráfico abaixo:

Gráfico 2 – Porcentagem dos regimes especiais aplicados. Data: junho/2022.



Fonte: Autor

A análise objetiva e metodológica dos dados disponibilizados pelo Banco Central do Brasil permite a conclusão de que nenhum dos mecanismos de fusão e aquisição compulsória é aplicado como ferramenta de resposta às falhas de mercado, haja vista que sequer são classificados como regime de resolução forçoso, mas alternativo, não sendo sequer utilizadas de maneira metodológica pelo Banco Central do Brasil para fins de divulgação dos dados públicos. Isto é, não é prática institucional que o Banco Central do Brasil trate e aplique como regime especial de mitigação de risco sistêmico ao sistema financeiro nacional nenhuma das alternativas presentes nos artigos 5 e 6 da Lei nº 9.447 de 14 de março de 1997, quais sejam: (i) transferência do controle acionário; (ii) reorganização societária, inclusive mediante incorporação, fusão ou cisão; (iii) transferência de bens, direitos e obrigações ou de estabelecimentos; (iv) alienação ou cessão de bens e direitos a terceiros, com a assunção de obrigações por tal terceiro; e (v) constituição ou reorganização de sociedade ou sociedades para as quais sejam transferidos, no todo ou em parte, bens, direitos e obrigações da instituição sob intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária, objetivando a continuação geral ou parcial de seu negócio ou atividade.

Ainda que tal constatação seja sintomática do fenômeno identificado pelo professor Calixto Salomão Filho como “o avesso do direito” por uma aplicação distorcida de regras previstas na legislação⁴⁵⁰, a análise fria dos dados não é suficiente para afirmar categoricamente que as fusões e aquisições não são utilizadas como ferramenta resolutiva, ou mesmo para afirmar que essa abordagem do Banco Central do Brasil é necessariamente negativa, como se verá no tópico a seguir.

450 SALOMÃO FILHO, C. *O avesso do direito empresarial*. In: Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 123- 135.

4. TRANSFERÊNCIA QUALIFICADA DE CONTROLE ACIONÁRIO: A ALTERNATIVA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA JURISPRUDÊNCIA DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

As operações de fusão e aquisição envolvendo instituições financeiras fazem parte do cotidiano do Sistema Financeiro Nacional, sendo atribuição do Banco Central do Brasil autorizar o fechamento destas. Há, dentre elas, aquelas que ocorrem sem o incentivo direto do Banco Central do Brasil que chamar-se-á “transferência simples”, apenas para fins de distinção daquela que o regulador classifica como qualificada. Tais transferências simples são operações *inter partes*, volitivas e fruto de decisão autônoma dos envolvidos. Não surgem a partir de uma determinação ou indução do Bacen enquanto regulador, mas de vontade das partes, a partir de uma demanda do mercado. Reconhecer essa distinção é fundamental para que se compreenda a particularidade da transferência qualificada.

Embora não haja a aplicação de um regime compulsório de fusão e aquisição de instituições financeiras, mesmo havendo previsão legal para tanto em alternativa aos regimes de resolução, como se depreendeu acima, o Banco Central do Brasil criou, ao longo dos anos, um regime especial “paralelo” – posto que não positivado – denominado “transferência qualificada” de controle acionário. Este instituto foi sedimentado e é reconhecido, inclusive, nas decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, responsável por julgar os recursos interpostos contra decisões exaradas pelo Banco Central do Brasil.

A transferência qualificada, em suma, como se verá, nada mais é do que uma transferência de controle acionário de instituição financeira que, por contar com o incentivo do Banco Central do Brasil, recebe tratamento jurídico próprio e proteção da autoridade reguladora ao se constatarem os “elementos de cofatorialidade”, isto é: (i) instauração de processo administrativo após transferência do controle acionário; (ii) ausência de dolo ou má-fé na alienação do

controle visando furtar-se da sanção; e (iii) interesse específico da autoridade monetária tendo em vista a liquidez do sistema financeiro nacional. A busca pelo termo “transferência qualificada” no sistema de jurisprudências do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional⁴⁵¹ resulta em 55 apontamentos a partir de 1995. Dos 55 documentos, foram descartados 12 por não se tratar de acórdãos, analisando-se os 43 restantes. Os acórdãos objeto de estudo julgam casos concretos de operações no mercado financeiro que, durante o julgamento, mencionam a transferência qualificada de controle acionário por alguma razão especificada nos autos. Ou seja, os acórdãos não necessariamente discutem diretamente a legitimidade da transferência qualificada de controle acionário em si, mas aspectos desta que influenciam indiretamente o caso concreto.

A maioria da jurisprudência selecionada aborda a transferência qualificada do controle acionário como justificativa de limitação da responsabilidade do novo controlador frente a atos e fatos anteriores à operação de alienação do controle societário. A questão da limitação da responsabilidade do novo controlador, adquirente da sociedade-alvo ou de seus ativos remanescentes, apesar de extremamente relevante para que as fusões e aquisições sejam incentivadas neste mercado regulado, não será objeto de análise qualitativa ou quantitativa aprofundada no presente estudo, que tangenciará apenas os conceitos-chave para compreensão de quais casos são reputados como “transferência qualificada” por parte do Banco Central do Brasil. Toma-se, para o presente trabalho, a análise já desenvolvida por Luiz Alfredo Paulin que defende a relevância de se considerar a transferência acionária das instituições financeiras em cada caso isolado ao julgar eventuais irregularidades cometidas durante a gestão do antigo controlador⁴⁵².

451 <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>. Acesso em 1 de junho de 2022.

452 PAULIN, Luiz Alfredo. *Transferência de controle acionário de instituição financeira. Consequências quanto à aplicação de sanção por parte do Banco Central do Brasil*. São Paulo: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 3, n. 9, Jul/Set, 2000.

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional consolidou o entendimento⁴⁵³ de que há extinção de punibilidade dos atos e fatos ocorridos anteriormente à transferência qualificada de controle acionário das instituições financeiras⁴⁵⁴, uma vez que a responsabilização dos novos controladores por atos e fatos anteriores à alienação do controle resultaria em desestímulo às aquisições das instituições financeiras, em especial no caso de aquisições de bancos públicos via leilão em processos de privatização⁴⁵⁵.

Como consequência prática, ainda que porventura haja previsão contratual, no contrato de compra e venda de ações celebrado entre o antigo e o novo controlador, de responsabilidade do comprador por perdas decorrentes de demandas que tenham por objeto a discussão de atos e fatos anteriores à alienação do controle acionário, o novo controlador não deve ser responsabilizado administrativamente por tais ilícitos em decorrência da extinção da punibilidade.

De pronto, faz-se necessário compreender o conceito de transferência qualificada do controle acionário consolidado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. No caso da aquisição do Banco Boavista Interatlântico S/A pelo Banco Bradesco, a transferência qualificada foi caracterizada, considerando que a “transferência do controle societário do Boavista foi aprovada pelo Banco Central do Brasil num contexto de contribuição para o fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, à medida em que

453 Vide Acórdão CRSFN 4277/03 de 30 de julho de 2003, 227a sessão, Processo BCB 0001029303 (Caso Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Brasil S.A.).

454 Neste sentido, vide o Acórdão CRSFN 9202/09 de 16 de novembro de 2009, 306a sessão, Processo BCB 9800858288 (Caso Banco Boavista Interatlântico S/A): “*Ainda que não com a unanimidade dos votos dos Conselheiros que o compõem, a jurisprudência deste Conselho firmou-se no sentido da extinção da punibilidade por transferência qualificada de controle*”.

455 Neste sentido, vide menção à decisão do Banco Central do Brasil no Acórdão CRSFN 9213/09 de 16 de novembro de 2009, 306a sessão, Processo BCB 0301191819 (Caso Banco Banestado S/A): “*é de se reconhecer que a aplicação de multas administrativas a bancos privatizados no âmbito do referido programa, em processos administrativos instaurados após a sua venda em leilão e versando sobre fatos irregulares ocorridos à época da administração estatal, implica em desestímulo aos potenciais adquirentes de bancos estaduais em processo de privatização*”.

o Boavista se encontrava na condição de “em evidência” perante fiscalização desta autarquia. Além disso, a aquisição do controle societário do Boavista pelo Bradesco foi reconhecida como de interesse do Governo Federal”⁴⁵⁶. Já em análise do caso da aquisição do Banco Sudameris pelo Banco América do Sul, a transferência qualificada foi identificada como “procedimento incentivado ou induzido pela autoridade bancária” e “procedimento intermediado pela autoridade bancária”, que tem por propósito “sanear a empresa e prezar pela higidez do mercado”⁴⁵⁷.

Importante destacar que, ao analisar o caso da incorporação do Banco Bozano Simonsen S.A. pelo Banco Santander S.A., o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional diferenciou a “mera transferência de controle acionário” – neste trabalho chamado de “transferência simples”, que não causa a extinção da punibilidade, das hipóteses de alteração qualificada do controle acionário, que se dão no interesse de saneamento do sistema financeiro nacional. Ainda que a incorporação não tenha ocorrido de forma intermediada pelas autoridades reguladoras, o entendimento dos julgadores foi de que a incorporação não implicaria em sucessão, salvo se existentes indícios de fraude à lei⁴⁵⁸. Note-se que, em outro julgado, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional afastou a limitação de responsabilidade do Banco Santander (incorporadora do Banco Bozano Simonsen) e aplicou penalidade alegando que a incorporação se deu após instauração do procedimento administrativo⁴⁵⁹.

A jurisprudência administrativa bancária construiu entendimento próprio acerca da aplicação das limitações de responsabilização do novo controlador nos casos de transferência

456 Acórdão CRSFN 9202/09 de 16 de novembro de 2009, 306a sessão, Processo BCB 9800858288 (Caso Banco Boavista Interatlântico S/A).

457 Acórdão CRSFN 9901/10 de 22 de junho de 2010, 315a sessão, Processo BCB 0201154158 (Caso Banco Comercial e de Investimento Sudameris S.A.).

458 Acórdão CRSFN 8753/09 de 21 de maio de 2009, 300a sessão, Processo CVM RJ-2002-08479 (Caso Banco Bozano Simonsen S.A.).

459 Acórdão CRSFN 5280/04 de 18 de agosto de 2004, 240a sessão, Processo BCB 0001026697 (Caso Banco Bozano Simonsen S.A.).

qualificada, reconhecendo expressamente que tais limites não estão expressos na lei, mas que a interpretação extensiva da atribuição de “zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras”, presente no Art. 3º, inciso VI, da Lei nº 4.595/64, permitiria tal construto jurídico⁴⁶⁰.

Contudo, tal linha não é absoluta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional entendeu, no caso do Banco do Estado do Amazonas S.A., que, na hipótese em que o processo administrativo já havia sido instaurado antes da transferência qualificada do controle acionário, o novo controlador deveria ter considerado, no momento da aquisição, os efeitos de eventual perda das demandas⁴⁶¹. A autoridade aborda essa mesma linha na análise do caso do Banco Bandeirantes, indicando que a constatação de transferência qualificada – para afastar a punibilidade – depende da identificação no caso dos chamados “elementos de cofatorialidade” que se caracterizam pela: (i) instauração de processo administrativo após integração econômica; (ii) ausência de dolo ou má-fé; e (iii) interesse específico da autoridade monetária tendo em vista a liquidez do sistema financeiro nacional⁴⁶².

Os casos envolvendo transferência qualificado do controle acionário de instituição financeira suscitam não apenas uma discussão acerca da limitação da responsabilidade do novo controlador, mas também acerca de potencial conflito de agência⁴⁶³ pelo papel designado pela autoridade reguladora e do acesso a e conhecimento

460 “(...) Não existe na lei bancária nem na regulamentação em vigor uma disposição expressa regulando a matéria. Observo, contudo, que a lei bancária, em seu art. 3º, VI, confere ao Conselho Monetário Nacional uma atribuição ampla de “zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras”, e cabe ao BACEN cumprir e fazer cumprir as disposições da referida lei e emanadas do CMN (art. 9º)”. Acórdão CRSFN 9901/10 de 22 de junho de 2010, 315a sessão, Processo BCB 0201154158 (Caso Banco Comercial e de Investimento Sudameris S.A.).

461 Acórdão CRSFN 5221/04 de 14 de julho de 2004, 239a sessão, Processo BCB 0001026841 (Caso Banco do Estado do Amazonas S.A.).

462 Acórdão CRSFN 4938/04 de 28 de abril de 2004, 263a sessão, Processo BCB 0001002050 (Caso Banco Bandeirantes S.A.).

463 Sobre conflitos de agência entre controlador, minoritários e stakeholders da companhia em operações de transferência de controle, vide: KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg;

de informações e documentos da instituição financeira a ser adquirida, para fins de avaliação de riscos e *valuation*, uma vez que o processo de auditoria (ou *due diligence*⁴⁶⁴) nesses casos se dá de forma limitada, por envolver a intervenção e supervisão do Banco Central do Brasil enquanto ente regulador, seja em transação envolvendo agentes privados, no caso de transferência de controle de instituição financeira privada, ou em transação envolvendo diretamente uma entidade pública, no caso de leilões para privatização.

5. CONCLUSÃO

A pesquisa empírica e a análise dos dados permitem concluir que as autoridades reguladoras do sistema financeiro nacional não aplicam a alienação compulsória do controle acionário ou outros mecanismos de fusão e aquisição compulsória às instituições financeiras para mitigar os riscos sistêmicos como regime de resolução, entendendo que essas hipóteses são consideradas como soluções de mercado. Ao induzir a solução de mercado, a autoridade reguladora permite que a instituição financeira tenha uma certa autonomia para buscar e negociar com potenciais compradores, ao mesmo tempo que monitora essa transação. Nesse mesmo sentido, ao incentivar sem obrigar a transferência de controle acionário, o órgão regulador se vale majoritariamente da liquidação extrajudicial como regime de resolução final, que, frise-se, pode ou não ter sido precedido de alguma das soluções de mercado.

Ademais, ainda que a alienação compulsória do controle das instituições financeiras não tenha sido aplicada como medida final, ela foi realizada, em uma série de casos, com incentivo e supervisão do Banco Central do Brasil, por meio da chamada transferência

ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017, Capítulo 8.

464 Sobre processos de auditoria (ou *due diligence*) entre agentes privados, vide: "SAVARE, Matt. M&A due diligence: A primer on transactions involving private sellers, Westlaw Journal Mergers and Acquisitions 02, 30 No. 08".

qualificada de controle acionário, que permitiu a realização de operações de fusão e aquisição de instituições financeiras por meio da limitação da responsabilidade do comprador da instituição financeira que estava sujeita a algum tipo de intervenção ou fiscalização por parte do Banco Central do Brasil, servindo tal figura ao propósito de incentivo da realização de tais operações, observando o princípio da preservação da empresa e respeitando sua função social. É notável que, ainda que a penalidade de alienação compulsória do controle exista na lei, ela não é aplicada formalmente como sanção final de perda de titularidade das ações do controle, mas como alternativa facultada pelo Banco Central do Brasil à instituição financeira em crise previamente à determinação dos regimes de resolução, estes sim, visando resolução final do problema.

Assim, foi consolidado regime próprio às transferências de controle acionário que se classificam como “qualificadas”, que encontrou proteção na jurisprudência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, ainda que não positivado na legislação bancária.

REFERÊNCIAS

ALCHIAN, A. “Some Economics of Property Rights.” *Il Politico*, vol. 30, no. 4, Rubbettino Editore, 1965, pp. 816–829.

BARZEL, Y. *The property rights model*. Chapter 1. Economic analysis of property rights. Cambridge University Press, 1997.

BATOR, Francis M. *The Anatomy of Market Failure*. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 72, Edição 3, 1958, p. 351-379.

BOBBIO, Norberto. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 10. ed. (tradução de Maria Celeste C. J. Santos). Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1997.

CEREZETTI, S. C. N. *Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: “A Look at the Pitfalls of the Brazilian Take-over Private Regulation”*. *The International Lawyer*, Vol. 46, nº 4 (WINTER 2012), pp. 959-985.

----- . *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*, in C. Salomão Filho (coord.), *Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012, pp. 190-228.

COASE, R. *The Firm, the Market and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

----- . *The Nature of the Firm*. *Economica*, New Series, Vol. 4, nº 16 (Nov., 1937), 386-405.

----- . *The problem of social cost*. *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44, 1960.

COMPARATO, F. K. *A Civilização Capitalista*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 29-136.

----- . *Estado, empresa e função social*. Revista dos Tribunais. São Paulo, v. 85, n. 732, p. 38-46, out. 1996.

----- . *Função social da propriedade dos bens de produção*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXV, no 63, jul/set 1986. pp.71-79.

----- . Salomão Filho, C. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

DEAKIN, S.; GINDIS, D.; HODGSON, G.; KAINAN, H.; PISTOR, K. “*Legal institutionalism: Capitalism and the constitutive role of law*”, Journal of Comparative Economics, Volume 45, Issue 1, February 2017.

FONSECA, Paulo Sérgio Augusto da. A transferência do controle acionário e a jurisprudência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 22, Out./2003, p. 78.

GRAU, Eros Roberto. *Elementos de direito econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981.

----- . *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 2000.

KELSEN, H., & Loureiro, F. P. (1939). *Teoria pura do direito* (Vol. 11). Saraiva.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017, Capítulo 8.

LANGLOIS, R. N. *The Vanishing Hand: the Changing Dynamics of Industrial Capitalism*. Economics Working Papers, 2002.

MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação Bancária no Brasil: O caso do PROER. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 38, junho/2003.

MARTINS, Carlos Frederico Braga; SANTOS, Rodrigo Victor dos. *Direito Concorrencial Sancionador: análise das alternativas à multa corporativa como forma de garantir o efeito dissuasório da pena*. In: ATHAYDE, Amanda; MAIOLINO, Isabela; SILVEIRA, Paulo Burnier da (Orgs). *Comércio Internacional e Concorrência: Desafios e Perspectivas Atuais - Volume II*. Brasília: Faculdade de Direito – UnB, 2019.

MÉNARD, Claude. *A new institutional approach to organization*. In: *Handbook of new institutional economics*. Springer, Berlin, Heidelberg, 2008. p. 281-318.

NORTH, D. C. *Economic Performance Through Time*. *The American Economic Review*, vol. 84, no. 3, American Economic Association, 1994, pp. 359–68, <http://www.jstor.org/stable/2118057>.

_____. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press, 1990.

OLIVEIRA, R. C. de. *Definindo sanções ótimas a práticas anticompetitivas e corruptas: a punição a indivíduos por meio de mecanismos alternativos*. *Revista de Defesa da Concorrência*, Brasília, v. 8, n. 2, p. 144-163, 2020. Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistade-defesadaconcorrenca/article/view/493>. Acesso em: 10 jul. 2022.

PAULIN, Luiz Alfredo. *Conceito de Intervenção e Liquidação Extrajudicial*. In: SADDI, Jairo (Org.). *Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional – 25 Anos da Lei 6.024/74*. São Paulo: Textonovo, 1999, p. 125.

_____. *Transferência de controle acionário de instituição financeira. Consequências quanto à aplicação de sanção por parte do Banco*

Central do Brasil. São Paulo: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 3, n. 9, Jul/Set, 2000.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; COELHO, Alexandre R. *Internalização dos Padrões Regulatórios Internacionais no Brasil: o Caso IOSCO*. Revista de Direito Internacional Econômico e Tributário, v. 10, n. 2 Jul/Dez, 2015, p. 249.

SALOMÃO FILHO, C. *Monopolies and underdevelopment. From Colonial Past to Global Reality*. E. Elgar, 2015.

_____. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos jurídicos)*. Malheiros, 2008.

_____. *O avesso do direito empresarial*. In: Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 123- 135.

SAVARE, Matt. *M&A due diligence: A primer on transactions involving private sellers*, Westlaw Journal Mergers and Acquisitions 02, 30 No. 08.

UNGER, R. M. *A Reinvenção do Livre-Comércio – A Divisão do Trabalho no Mundo e o Método da Economia*. São Paulo: Editora da FGV, 2010.

_____. *Depois do Colonialismo Mental: repensar e reorganizar o Brasil*. São Paulo: Autonomia Literária, 2018.

_____. *False Necessity: Anti-necessitarian social theory in the service of radical democracy*. Verso, 2001.

_____. *Social Theory: Its Situation and its task*. Verso, 2004.

_____. *The Knowledge Economy*. New York: Verso, 2019.

----- . *The Self Awakened – Pragmatism Unbound*. Harvard University Press, 2007.

----- . *What Should Legal Analysis Become*. Verso, 1996.

WAISBERG, Ivo. *Causas da regulação diferenciada da atividade bancária*. Revista Semestral de Direito Empresarial, n. 21, p. 113-148, 2017.

WEST, Glenn D. *That Pesky Little Thing Called Fraud: An Examination of Buyers' Insistence Upon (and Sellers' Too Ready Acceptance of) Undefined "Fraud Carve-Outs" in Acquisition Agreements*. Business Lawyer, Vol. 69, No. 4, 2014.

