

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO  
EM DIREITO FACULDADE DE DIREITO DE RIBEIRÃO PRETO

MATEUS PASCHOARELLI VEIGA

**ANÁLISE INSTITUCIONAL E EMPÍRICA DAS MEDIDAS  
DEFENSIVAS CONTRA TOMADAS HOSTIS DE CONTROLE**

RIBEIRÃO PRETO

2020

MATEUS PASCHOARELLI VEIGA

**ANÁLISE INSTITUCIONAL E EMPÍRICA DAS MEDIDAS  
DEFENSIVAS CONTRA TOMADAS HOSTIS DE CONTROLE**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito de Ribeirão Preto como requisito parcial para a obtenção do grau de mestre, sob a orientação do Professor Doutor Thiago Marrara de Matos

RIBEIRÃO PRETO

2020

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca  
e Seção Técnica de Informática da FDRP/USP,  
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

|        |   |
|--------|---|
| Vv426a | <p>Veiga, Mateus Paschoarelli<br/>Análise Institucional e Empírica das medidas defensivas contra<br/>tomadas hostis de controle / Mateus Paschoarelli Veiga; orientador<br/>Thiago Marrara de Matos. -- Ribeirão Preto, 2020.<br/>185 p.</p> <p>Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito) --<br/>Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo,<br/>2020.</p> <p>1. DOUGLASS NORTH. 2. INSTITUCIONALISMO. 3. POISON<br/>PILL. I. de Matos, Thiago Marrara, orient. II. Título</p> |
|--------|---|

Nome: VEIGA, Mateus Paschoarelli

Título: Análise Institucional e Empírica das medidas defensivas contra tomadas hostis de controle

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. :

---

Instituição:

---

Julgamento:

---

Prof. Dr. :

---

Instituição:

---

Julgamento:

---

Prof. Dr. :

---

Instituição:

---

Julgamento:

---

## Resumo

VEIGA, Mateus Paschoarelli. Análise Institucional e Empírica das medidas defensivas contra tomadas hostis de controle. 2020. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2020.

Nesta dissertação apresentou-se as cláusulas estatutárias por atingimento de participação relevante popularmente conhecidas como *poison pills* brasileiras por uma perspectiva institucional, predominantemente com base nos trabalhos de Douglass North. As mencionadas cláusulas foram analisadas por uma abordagem institucional e percebeu-se sua concatenação com outros mecanismos jurídicos de controle da companhia aberta, as ações preferenciais e os acordos de acionistas. Em relação ao seu papel na transferência de controle, as cláusulas seguem uma trajetória de favorecimento ao acionista controlador similar à trajetória da evolução legislativa da *tag along*, disposta no artigo 254 - A da Lei 6.404/1976. O trabalho caracteriza-se por um estudo empírico em direito, com emprego de técnica quantitativa. Foi descrita a adoção das cláusulas, ano a ano, por cada uma das 176 companhias que já foram listadas no segmento Novo Mercado da Bolsa de Valores Brasileira no período de 2000 até 2020. Pelos dados analisados, observou-se a mudança ao longo dos anos da redução da utilização das cláusulas a partir de 2015 e a mudanças nos elementos do mecanismo das *poison pills* brasileiras, especialmente, o valor percentual mínimo de aquisição do capital social para ativação da cláusula (popularmente conhecido como "gatilho").

Palavras-chave: Douglass North. institucionalismo. *poison pill*.

### **Abstract**

VEIGA, Mateus Paschoarelli. Institutional and Empirical Analysis of the defensive measures against hostile takeover. 2020. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2020.

On this thesis it is present the Brazilian poison pills from an institutional perspective, predominantly based on the work of Douglass North. This clauses were analyzed using an institutional approach and their connection with other legal mechanisms for controlling the publicly-held company, such as no voting shares and shareholders' agreements. About to its role in the control transfer, the clause follows a trajectory of favoring the controlling shareholder similar to the trajectory of the legal evolution of tag along, set out on article 254 - A of Brazilian corporate Law 6.404 / 1976. This thesis may be classified as an empirical, using a quantitative technique. It was described the use of the brazilian poison pill, year by year, by each of the 176 companies that have already been listed on the "Novo Mercado" of the Brazilian Stock Exchange from 2000 to 2020. From the data provided, the change over the years indicates the reduction in the use of poison pills from 2015 to 2020 and the changes in the elements of the mechanism of the Brazilian poison pills, especially, the minimum value of acquisition of the social capital to activate the clause (popularly known as "trigger").

Key words: Douglass North. institutionalism. *poison pill*.

## **LISTA DE TABELAS**

|  |     |
|--|-----|
| Tabela 01 - Correlação entre os Objetivos Específicos e as Etapas da Metodologia                               | 24  |
| Tabela 02 - definição conceitual, identificação e relação entre as variáveis                                   | 26  |
| Tabela 03 - Descrição de Técnicas e correlação com a Tipologia dos Objetivos                                   | 27  |
| Tabela 4 - Concomitância das Modalidades de Medidas Defensivas   | 132 |
| Tabela 5 - Percentual de companhias com e sem cláusulas estatutárias por atingimento de participação relevante | 136 |
| Tabela 6 - Empresas com gatilhos mais elevados em 2020   | 149 |

## **LISTA DE GRÁFICOS**

|   |     |
|---|-----|
| Gráfico 01 - Série Histórica da Adoção das Companhias Listadas no Novo Mercado  | 135 |
| Gráfico 02 - Série Histórica dos grupos de valores dos gatilhos das cláusulas por atingimento de participação relevante | 139 |



## SUMÁRIO

|  |     |
|--|-----|
| 1. Introdução  | 11  |
| 1.1. Da inadequação do termo “poison pill”   | 16  |
| 1.2. Análise estática e análise dinâmica das cláusulas por atingimento de participação acionária relevante   | 18  |
| 1.2. Problema  | 22  |
| 1.3 Objetivos  | 22  |
| 1.4. Justificativa   | 23  |
| 1.5. Metodologia   | 23  |
| 1.6. Variáveis do Trabalho   | 25  |
| 1.7. Da escolha do Novo Mercado  | 25  |
| 1.8. Técnica da Pesquisa   | 26  |
| 2. Institucionalismo, Sociologia Econômica, Institucionalismo das Escolhas Racionais, Economia Institucional, velho institucionalismo, novo institucionalismo... | 28  |
| 2.1. Economia Institucional: o “novo” e o “velho”  | 31  |
| 2.2. Definição de instituições   | 38  |
| 2.3. Instituições e desenvolvimento  | 42  |
| 2.4. Teoria do Douglass North  | 45  |
| 2.5. Mudanças institucionais por Douglass North e pela Nova Economia Institucional   | 52  |
| 2.6. Aplicações, limitações e perspectivas do pensamento de Douglass North   | 56  |
| 3. A perspectiva estática das cláusulas por atendimento de participação acionária  | 63  |
| 3.1. Tipologia do Controle na Sociedade Anônima e o controle societário no Brasil  | 63  |
| 3.2. Concentração das empresas listadas no Mercado Acionário Brasileiro  | 68  |
| 3.3. A conservação da concentração do capital social   | 73  |
| 3.4. A dependência da trajetória da concentração acionária   | 75  |
| 3.5. Mercado acionário e o Novo Mercado  | 82  |
| 3.6. Abordagem Institucional do Mercado Acionário Brasileiro e as formas de controle societário  | 85  |
| 4.1. Benefícios privados do controle   | 92  |
| 4.2. O desenvolvimento da tag along na Lei de Sociedade Anônima  | 96  |
| 4.3. Mercado do controle societário e o Novo Mercado   | 100 |
| 4.4. Abordagem Institucional do Mercado Acionário Brasileiro e da Regulação do Mercado do Controle Societário  | 106 |
| 5. A revisão da literatura das cláusulas por atingimento de participação relevante   | 110 |

|  |     |
|--|-----|
| 5.1. Trabalhos dogmáticos, direito comparado e estudos de caso   | 116 |
| 5.1.1. Regramento da União Européia e Inglês sobre as tomadas hostis de controle e suas defesas  | 116 |
| 5.1.2. Discussão de casos norte-americanos sobre as tomadas hostis de controle e suas defesas  | 118 |
| 5.1.3. Enumeração de vantagens e desvantagens geradas pela adoção de cláusulas por atendimento de participação relevante e apresentação de trabalhos empíricos sobre os impactos econômicos das poison pills norte-americanas nas companhias que as adotam | 123 |
| 5.1.4. O Parecer de Orientação nº 361 de 2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)   | 126 |
| 5.1.5. As “cláusulas pétreas” de algumas “cláusulas por atingimento de participação relevante” e o Parecer de Orientação nº 36 de 2009 da CVM  | 126 |
| 5.1.6. Apresentação de algumas táticas contra tomadas hostis de controle, tipicamente norte-americanas   | 128 |
| 5.1.7. Natureza jurídica das medidas defensivas: parassociais ou organizativas   | 129 |
| 6. Série Histórica das cláusulas por atingimento de participação relevante   | 131 |
| 6.1. Necessários esclarecimentos metodológicos   | 131 |
| 6.2. Quantidade de companhias listadas no Novo Mercado com cláusula por atingimento de participação relevante  | 134 |
| 6.3. Valores dos “gatilhos” das cláusulas por atingimento de participação relevante das companhias listadas no Novo Mercado  | 138 |
| 6.4. Cláusula por atingimento de participação relevante com “gatilho” excessivamente baixo   | 143 |
| 6.5. Cláusula por atingimento de participação relevante com “gatilho” elevado  | 148 |
| 6.6. As tentativas frustradas de regulação das cláusulas por atingimento de participação relevante pela bolsa de valores   | 150 |
| 6.7. Abordagem institucional dos dados coletados   | 151 |
| 7. Conclusão   | 154 |
| Referências  | 158 |

## 1. INTRODUÇÃO

Instituições importam para o estudo do Direito. Importam porque avaliar as mudanças legislativas sem pensar na funcionalidade e o impacto dessa mudança se mostrou pobre para compreender o papel do Direito no Desenvolvimento e na Economia. Também se mostra necessária uma leitura institucional para compreender as mudanças legislativas por uma perspectiva evolucionária e inseridas em uma trajetória de mudanças que se concatenam.

Neste trabalho, reconhece-se as mudanças institucionais que o direito societário e o mercado de capitais sofreu nas últimas décadas. Entretanto, não é fácil perceber quais mudanças alteram o caminho tradicionalmente trilhado e quais mudanças, na verdade, aprofundam os caminhos já escolhidos e já reconhecidos como indesejados.

Igualmente, considerando a globalização, também não é fácil perceber quais mudanças institucionais são importadas e estranhas ao campo jurídico-institucional brasileiro e quais são mecanismos originários brasileiros e plenamente funcionais com o nosso ordenamento jurídico e nosso ambiente institucional. Esse é o caso das “*poison pills* brasileiras” e é explorado neste trabalho.

Entendem-se como “cláusula de dispersão acionária”, “cláusula de atingimento de participação relevante”, “medida defensiva brasileira” ou “*poison pill* brasileira”, a cláusula estatutária que estabelece a obrigatoriedade de realização de uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) àquele que comprar determinado percentual de ações da companhia. A mencionada OPA define-se como uma oferta pública regada pelo artigo 257 da Lei de Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976) e pela Instrução nº 361 de 2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A redação da cláusula estatutária tem dois elementos: (i) a quantidade percentual de ações que, se compradas, geram (ii) uma obrigação realizar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações. O primeiro item é denominado pela Literatura de “gatilho”. Leia-se um exemplo:

Artigo 27 – **Qualquer pessoa** (incluindo, sem limitação, qualquer pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, condomínio, carteira de títulos, universalidade de direitos, ou outra forma de organização, residente, com domicílio ou com sede no Brasil ou no exterior) ou Grupo de Acionistas, **que adquira ou se torne titular, de forma direta ou indireta, por meio de uma única operação ou por operações sucessivas, de ações de emissão da Companhia** (ou Outros Direitos de Natureza Societária) **em quantidade igual ou superior a 25% (vinte e cinco por cento) do total das ações de emissão da Companhia deverá**, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a

contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 25% (vinte e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia, **efetivar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma oferta pública de aquisição de ações da totalidade das ações de emissão da Companhia**, de forma a assegurar o tratamento igualitário aos demais acionistas da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, B3 e os termos deste Artigo<sup>1</sup>.

O primeiro registro de medidas defensivas no Brasil remonta a 2004 com o ingresso da Natura Cosméticos S.A. no Novo Mercado e, desde então, em outras dezenas de companhias. Os mencionados “gatilhos” apresentam percentuais variados, entre 10% e 40%.

A finalidade primária dessa defesa é evitar uma tomada hostil de controle, que é definida como uma oferta direcionada aos acionistas da companhia-alvo para aquisição de suas ações. Mencionada oferta é realizada sem consulta aos administradores ou controladores da companhia-alvo, o que a qualifica como hostil. Em regra, essa investida dá-se em situações de depreciação do valor das ações da companhia-alvo e diante da dispersão acionária. Assim, o ofertante-adquirente poderia tomar o controle da companhia mediante compra de elevado percentual de ações sem negociar com os atuais administradores e controladores da companhia-alvo<sup>2</sup>.

As cláusulas estatutárias brasileiras foram inspiradas nas defesas norte-americanas, onde são apelidadas de *poison pills* em referência aos agentes secretos que ingerem pílulas de cianureto para evitar sua captura. A analogia deve-se ao risco e custo elevado da companhia-alvo utilizar de uma defensiva para evitar uma tomada hostil de controle<sup>3</sup>. Entretanto, as medidas defensivas brasileiras são diferentes das norte-americanas e, por isso, são apelidadas de “*poison pills* à brasileira”<sup>4</sup>

Nos Estados Unidos, uma empresa potencialmente alvo de uma tomada hostil de controle era apelidada de bela adormecida (*sleeping beauty*) por não apresentar medidas defensivas contra uma tomada hostil de controle, apresentar ações subvalorizadas e dispersas

---

<sup>1</sup> CCR S.A., **Estatuto Social de 16 de abril de 2018**. Disponível em <[http://ri.ccr.com.br/wp-content/uploads/sites/28/2017/11/CCRO3-Estatuto-Social\\_160418\\_port.pdf](http://ri.ccr.com.br/wp-content/uploads/sites/28/2017/11/CCRO3-Estatuto-Social_160418_port.pdf)>. Acesso em 17 de ago. 2019.

<sup>2</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: ofertas hostis e técnicas de defesa**. São Paulo, Quarter Latin, 2015, p. 17.

<sup>3</sup> COSTA, L. **The Perfect Pill: a small innovation that transformed corporate takeovers**. Disponível em: <[http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa\\_costa\\_marapr05.msp](http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp)>. Acesso em: 26 ago 2019.

<sup>4</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle das Companhias Abertas: a *poison pill* à brasileira**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2011, p. 31.

no mercado (não ligados ao um acionista controlador). Nesse caso, um ofertante hostil ofereceria um valor levemente acima do mercado para aquisição de grande volume de ações, tomaria o controle da companhia e, posteriormente, reorganizaria a empresa<sup>5</sup>. Percebe-se, portanto, que o requisito para o sucesso de uma tomada hostil de controle é a dispersão acionária e ausência de acionista controlador detentor de grande quantidade de ações.

Pouquíssimas empresas brasileiras atendem a essas condições, o que torna este país um ambiente improvável para tomadas de controle hostis, mas, ainda assim, uma centena de companhias apresentam ou já apresentaram medidas defensivas. Por isso, demanda aprofundamento para esclarecer essa aparente incoerência entre a concepção sobre as medidas defensivas e a realidade acionária brasileira. A estranheza da adoção da cláusula na realidade brasileira é tamanha, que Francisco Müssnich e Vitor Melo a comparam com a importação brasileira de patins de gelo durante o governo de Eurico Gaspar Dutra.<sup>6</sup> Entretanto, essa estranheza é causada por um apego à forma das mencionadas “*poison pills* brasileiras” .

Nesse sentido, retoma-se a questão do primeiro parágrafo desta introdução: a questão da “forma” e da “função”. Apesar de supostamente as “*poison pills* brasileiras” terem o nome inspirado na versão americana e operarem de forma levemente similar, a função delas é diferente. Quando se atenta para a funcionalidade da cláusula brasileira e se afasta de seu nome lúdico importado, percebe-se como a cláusula se harmoniza com a trajetória institucional nacional. Por outro lado, atentando-se para a forma da “*poison pills* brasileiras”, incorrer-se-á no erro de assumir que as companhias brasileiras estejam semelhantes às norte-americanas quanto à concentração acionária e ao risco de tomada hostil de controle.

Assim, a incoerência entre as cláusulas de dispersão acionária e a alta concentração do mercado acionário brasileiro que, naturalmente, evitariam uma tomada hostil de controle é apenas aparente. Neste trabalho, ao aplicar a teoria institucional, será elaborada uma descrição e uma explicação de como essas cláusulas se concatenam com as demais instituições brasileiras que fortalecem o acionista controlador, seja em relação aos demais acionistas internamente na sociedade, seja em relação a terceiros que desejem disputar o controle, pensando no “mercado de controle societário”.

---

<sup>5</sup> SCALIZILLI, João Pedro.op. cit., p. 197.

<sup>6</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise Prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos das companhias abertas brasileiras (*brazilian pills*). Em: SILVA, Alexandre Couto. **Direito Societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo, Editora Saraiva, 2013, p. 257.

O mercado de controle societário consiste no processo de transferência de controle de uma companhia entre investidores, acionistas ou administradores<sup>7</sup>. A compreensão desse mercado depende da premissa de que o preço de uma ação votante representa a eficiência da empresa em relação às similares do mesmo setor. No caso de uma empresa administrada de forma inadequada, suas ações se depreciariam mais do que de suas similares, o que motivaria uma mudança de controle em prol de uma gestão mais eficiente.

Dessa forma, os controladores das companhias brasileiras alteram o mercado de controle societário nacional valendo-se das “cláusulas de dispersão acionária”. Essa alteração favorece o controlador ao facilitar a manutenção do controle, ao reduzir a possibilidade de um terceiro adquirir ações na companhia visando o controle. Nesse sentido, essas cláusulas podem ser compreendidas como uma inovação institucional do início do século XXI que se concatena com as demais instituições brasileiras que favorecem o acionista controlador, seja quanto a possibilidade de manutenção do controle acionário internamente à companhia, seja por reduzir o mercado pelo controle societário.

Por essa razão, é preciso, primeiramente, identificar a funcionalidade das mencionadas cláusulas; em seguida, identificar as demais instituições que a circundam para, enfim, estabelecer uma trajetória institucional. As funções das “*poison pills* brasileiras” já foram aqui esclarecidas: internamente favorecem o acionista controlador em relação aos minoritários, o que as aproximaria do que Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão entendem como técnicas para controle interno, tendo como outros exemplos os acordos de acionistas e as ações preferenciais. Por outra perspectiva, externamente, as cláusulas favorecem o acionista controlador no contexto do mercado de controle societário, cujo principal instituto jurídico é a cláusula *tag along*. Nesse último caso, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão tratam do tema como cessão do controle acionário e oferta pública para aquisição de controle<sup>8</sup>.

Em sentido similar, Erick Frederico Oioli desenvolveu uma modelo de análise em dois tipos: (i) estática, dedicada a avaliação dos direitos e deveres dos participantes da sociedade internamente à estrutura organizacional e (ii) dinâmica, envolvendo a transferência do poder

---

<sup>7</sup> OCDE. **Glossary of Statistical Terms: Market for Corporate Control**. Disponível em: <<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3255>> Acesso em 24 mai. de 2020.

<sup>8</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 123 - 273.

de controle fundado na participação societária<sup>9</sup>. Seguindo o modelo desenvolvido pelo autor, pode-se pensar nas chamadas “*poison pills* brasileiras” com a mesma abordagem. Em uma perspectiva estática, as cláusulas afetariam a dinâmica interna da companhia, em especial na relação entre acionistas controladores e acionistas minoritários e investidores, aproximando-as dos acordos de acionistas e das ações preferenciais. Já na perspectiva dinâmica, a cláusula afetaria a transferência de controle da companhia, o que a aproximaria da temática da cessão de controle e oferta pública para aquisição de controle, cujo principal instituto é a cláusula *tag along*.

O primeiro capítulo deste trabalho tratará da teoria institucional de Douglass North, como ela se insere na Economia Institucional e no próprio movimento das ciências sociais em considerar as instituições em sua abordagem. Também serão apresentadas ponderações e críticas ao trabalho do economista relevantes para esta dissertação.

No segundo capítulo será apresentada uma tipologia do controle societário e qual o tipo predominante entre as companhias brasileiras e quais são as técnicas principais para manutenção do controle utilizadas pelos controladores brasileiros. Nesse mesmo capítulo, será apresentada a evolução institucional brasileira acerca de duas dessas técnicas (acordo de acionistas e emissão de ações preferenciais) e como o ambiente institucional impactou o mercado de capitais brasileiros. Em seguida, será demonstrada como as chamadas “*poison pills* brasileiras” se concatenam e se aproximam desses dois institutos jurídicos.

No terceiro capítulo, será feita uma breve descrição do que seria o mercado de controle societário. Em seguida será apresentada a trajetória institucional do principal instituto desse mercado, a *tag along*. Em seguida, será demonstrado como as “*poison pills* brasileiras” assumiram um papel como um novo instituto regulador do mencionado mercado pelo controle societário.

No quarto e último capítulo, serão apresentados os dados empíricos coletados acerca da adoção das “*poison pills* brasileiras” nos últimos 20 anos entre as companhias listadas no Novo Mercado, ressaltas as tendências e mudanças institucionais sobre as mencionadas cláusulas estatutárias.

---

<sup>9</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Anotações sobre o Regime de Aquisição do controle na lei das S.A.: o caso das companhias de capital disperso**. Disponível em: <<http://www.vbso.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Artigo-RDSVM-Anotações-sobre-regime-de-aquisição-e-transferência-de-controle-v2.pdf>>. Acesso em 16 jul. 2020.

### 1.1. Da inadequação do termo “poison pill”

A inadequação do termo “*poison pill*” para referir-se às cláusulas brasileiras é apontada por Érica Gorga<sup>10</sup> e por Francisco Antes Müssnich e Vitor de Britto Lobão Melo<sup>11</sup> que o termo é inadequado por duas grandes razões: (i) a falta de semelhança entre as chamadas “*poison pills* brasileiras” e as originais *poison pills* norte-americanas e (ii) a diferença da realidade norte-americana de quarenta anos atrás e a atual realidade brasileira.

A origem do nome é curiosa. Conforme descrito por Martin Lipton (advogado norte-americano criador do mecanismo), as *poison pills* foram desenvolvidas em 1982, mas o apelido foi cunhado por um agente do mercado financeiro<sup>12</sup> que percebeu os riscos financeiros envolvidos na utilização das medidas defensivas e, inspirado por agentes secretos que ingerem cianureto em pílulas para evitar a captura por forças inimigas, apelidou a ferramenta de “pílula de veneno”<sup>13</sup>.

A *poison pill* original pode ser compreendida como uma “diluição discriminatória”, conforme esclarece Jeniffer G. Hill. Em breve síntese elaborada pela autora, o mecanismo norte-americano consistia em um “direito dormente” ativado pela aquisição de determinado percentual de ações da companhia que apresenta a *poison pill* em seu estatuto social (*bylaw*); o mencionado direito seria concedido a todos os acionistas com exceção do adquirente hostil. Uma vez atingido o percentual disposto no estatuto, a companhia emitiria ações e todos os acionistas, com exceção do adquirente hostil, poderiam comprá-las com um desconto. Nesse caso, o adquirente hostil sofreria uma diluição de sua participação acionária, perdendo, portanto, o poder de controle sobre a companhia<sup>14</sup>.

Já no caso brasileiro, consiste na obrigação do adquirente de determinado percentual de ações de realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações a um preço elevado previamente determinado. Percebe-se, portanto, que a única semelhança entre os dois

<sup>10</sup> GORGA, E. **As Poison Pills americanas e as supostas Poison Pills brasileiras**. Disponível em: <<http://www.migalhass.com.br/dePeso/16,MI67358,61044-As+poison+pills+americanas+e+as+supostas+poison+pills+brasileiras>>. Acesso em: 14 jul. 2020.

<sup>11</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. op. cit, p. 253 - 254.

<sup>12</sup> LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls, and Professors: A Reply to Professor Gilson. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=398060](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060)>. Acesso em 14 de jul. 2020, p. 7 - 15.

<sup>13</sup> COSTA, L. **The Perfect Pill: a small inovation that transformed corporate takeovers**. Disponível em: <[http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa\\_costa\\_marapr05.msp](http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp)>. Acesso em: 26 ago 2019.

<sup>14</sup> HILL, Jeniffer G. **Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance**. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1704745](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1704745)>. Acesso em: 14 jul. 2020, p. 4.



dispositivos estatutários é o mecanismo do “gatilho” (percentual de ações que “ativa” a cláusula estatutária). Essa falta de semelhança entre as duas ferramentas já seria o suficiente para evitar a utilização do nome “*poison pill* brasileira”, mas cabe outra justificativa.

Conforme Martin Lipton ressalta, o mecanismo desenvolvido por ele deu-se no contexto das tomadas hostis de controle norte-americanas na década de 80, em que conglomerados empresariais com ações depreciadas eram adquiridos com facilidade e, em seguida, seus ativos eram alienados. Por isso, o advogado elaborou um mecanismo para que administradores desses conglomerados pudessem evitar essas aquisições agressivas, o que suscitou questões jurídicas sobre a postura desses administradores e seus deveres com acionistas e trabalhadores<sup>15</sup>.

Essa nunca foi a realidade nacional. Aqui, a questão das *poison pills* brasileiras gravita na postura dos acionistas controladores em relação aos minoritários em um contexto de baixa ameaça de uma eventual tomada hostil de controle. Por isso, a manutenção desse apelido carregaria uma comparação esdrúxula entre a realidade nacional e a norte-americana dos anos 80.

Por essa razão, sugere-se a nomenclatura utilizada tanto pela B3 - Brasil, Bolsa e Balcão ou a utilizada pelas próprias companhias. Por exemplo, a mencionada cláusula está disposta no estatuto social da companhia Light S.A. no capítulo denominado “Oferta Pública em caso de aquisição de participação substancial”<sup>16</sup>. Nesse caso, seria razoável rebatizar o mecanismo como “cláusula por aquisição de participação substancial”. Em outro sentido, a bolsa brasileira, em consulta pública realizada em 2011 acerca da utilizada dos mencionados mecanismos, utilizou o termo “OPA por atingimento de participação acionária relevante”<sup>17</sup>, o que motivaria o nome de “cláusula por atingimento de participação acionária relevante”. Em outro sentido, a companhia JBS S.A. , no artigo 46 de seu estatuto social, insere o mencionado dispositivo no capítulo denominado “Proteção da Dispersão da Base

---

<sup>15</sup> LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. op. cit, p. 7 - 15.

<sup>16</sup> LIGHT S.A.. **Estatuto social do dia 28.04.2020**. Disponível em: <<http://ri.light.com.br/governanca/acordos-estatutos-e-politicas/>>. Acesso em 06 jul. 2020

<sup>17</sup> B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **Revisão dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em 14 de jul. 2020.

Acionária”<sup>18</sup>, o que motivaria denominar o dispositivo como “cláusula de proteção da dispersão acionária”. Por fim, a companhia Log Commercial Properties S.A., em seu estatuto social, dispõe a cláusula no tópico "Alienação do Controle Acionário e Dispersão Acionária”<sup>19</sup>, o que possibilitaria renomear a cláusula como “cláusula de dispersão acionária” ( os dois últimos nomes podem ser problemáticos, considerando que companhias sem dispersão acionária também apresentam a cláusula).

Em síntese, ressalta-se que o nome “*poison pill* brasileira” é inadequado. Paloma dos Reis Souza utiliza o termo “*poison pill à brasileira*”<sup>20</sup>, enquanto Francisco Müssich e Vitor Melo utilizam o termo “*brazilian pills*”<sup>21</sup>. Em ambos os casos a referência à vertente norte-americana original permanece, enquanto entende-se que seria melhor ressaltar a peculiaridade do mecanismo nacional bem como o contexto pátrio, afastando de vez as referências estrangeiras que pouco ou nada correspondem à realidade brasileira. Neste trabalho, entende-se que o termo "cláusula por atingimento de participação acionária relevante” é o mais adequado por ser o nome que a B3 - Brasil, Bolsa e Balcão adota e, por isso, será preferencialmente adotado neste trabalho.

## **1.2. Análise estática e análise dinâmica das cláusulas por atingimento de participação acionária relevante**

Conforme descrito anteriormente, a avaliação da funcionalidade das cláusulas por atingimento de participação relevante pode ser feita em duas dimensões: estática e dinâmica, seguindo o modelo de Erick Frederico Oioli ou, seguindo o modelo de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, as cláusulas podem ser avaliadas por uma perspectiva de técnica de controle interno ou mecanismo da cessão de controle.

Conforme afirmam Calixto Salomão Filho e Fábio Konder Comparato, as cláusulas favorecem o acionista controlador em relação aos minoritários e garantem estabilidade de

<sup>18</sup> JBS S.A. **Estatuto Social**. Disponível em: <[https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/estatuto-codigos-e-politicascentral-de-downloads/9cfc77d9fdc22086d71253a70629b9dd3b19f425712f14b5035e8a4ee390cbda/estatuto\\_social.pdf](https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/estatuto-codigos-e-politicascentral-de-downloads/9cfc77d9fdc22086d71253a70629b9dd3b19f425712f14b5035e8a4ee390cbda/estatuto_social.pdf)>. Acesso em 23 jul. 2020.

<sup>19</sup> LOG COMMERCIAL PROPERTIES S.A. **Estatuto Social 17.04.2020**. Disponível em: <<https://ri.logcp.com.br/governanca-corporativa/estatuto-politicas-e-codigos/>>. Acesso em 06 jul. 2020

<sup>20</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle das Companhias Abertas: a *poison pill* à brasileira**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2011, p. 31.

<sup>21</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. op. cit, p. 253.

controle. Assim afirmam os autores: “não há vínculo entre a *poison pill* e a proteção da dispersão acionária, mas entre aquela e a proteção do controlador”<sup>22</sup>. Nesse sentido, segundo os autores, a finalidade essencial da cláusula estatutária é a manutenção da hegemonia do acionista controlador, na medida em que evitaria a formação de qualquer minoria acionária capaz de contestar a atuação do controlador. A afirmação dos autores é corroborada pela constatação de que várias companhias apresentam cláusulas estatutárias mesmo tendo acionista majoritário ou blocos relevantes de ações coordenando o controle, o que, naturalmente, evitariam uma tomada hostil de controle, tornando a cláusula desnecessária para evitar uma investida hostil de controle, porém útil para, internamente, garantir o controle hegemônico do acionista controlador.

Assumindo que as mencionadas cláusulas fortaleçam e facilitem o controle, elas se aproximariam de ferramentas jurídicas com finalidade semelhante, como a possibilidade de emissão de ações preferenciais e os acordos de acionistas. As ações preferenciais possibilitam ao controlador deter ações com voto enquanto os demais acionistas teriam ações sem voto, nesse caso, o poder de controle seria facilitado na medida em que o controlador não precisaria de mais de 50% do capital social e sim mais de 50% do capital votante. Em outro sentido, o acordo de acionistas possibilitaria que acionistas minoritários, em conjunto, formem um bloco de controle unitário e coeso e exerçam o controle como se fossem um acionista majoritário único, o que também facilitaria o exercício do controle. Os três mecanismos jurídicos (emissão de ações preferencias, acordo de acionistas e cláusulas por atingimento de participação acionária relevante) são bastante diferentes, mas, considerando a estrutura de controle estática, as três tem a mesma finalidade: facilitar o controle. Nesse sentido, pode-se pensar em uma trajetória institucional em que os três mecanismos se concatenam e se inserem no mesmo caminho em favor de controlador. Esse tema, será desenvolvido em capítulo próprio.

Cumprido esclarecer que nem todas as companhias com as referidas cláusulas apresentam controle majoritário ou um bloco de controle majoritário; há companhias com controle minoritário. Nesse caso, por uma perspectiva dinâmica da transferência de controle, as “cláusulas por atingimento de participação acionária relevante” atuam no chamado “mercado de controle societário”. Segundo a definição da Organização para Cooperação e

---

<sup>22</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit, p. 215.

Desenvolvimento (OCDE), o mercado de controle societário consiste no processo de transferência de controle de uma companhia entre investidores, acionistas ou administradores<sup>23</sup>. A compreensão desse mercado depende da premissa de que o preço de uma ação votante representa a eficiência da empresa em relação às similares do mesmo setor. No caso de uma empresa administrada de forma inadequada, suas ações se depreciariam mais do que de suas similares, o que motivaria uma mudança de controle em prol de uma gestão mais eficiente. Entretanto, na medida em que as cláusulas estatutária inviabilizariam a modificação de controle sem a prévia negociação com o acionista controlador, o mercado do controle societário estaria prejudicado e condicionado à disposição do acionistas controlador, ainda que seja um controlador minoritário.

Tradicionalmente, o controle societário brasileiro sempre foi majoritário, por isso, as discussões doutrinárias e legislativas pouco desenvolveram sobre a transferência de controle não negociada. Nesse sentido, haveria uma instituição que trata do tema: a *tag along*, disposta no artigo 254 - A da Lei 6.404/1976 (Lei das sociedades por ações). Nesse sentido, a *tag along* seria uma instituição do mesmo campo que as “cláusulas por atingimento de participação acionária relevante”, na medida em que ambas tratam de um tema em comum (mercado de controle societário). Essa proximidade foi identificada em trabalhos acadêmicos, como o de Sheila Cerezetti<sup>24</sup> e Erik Oioli<sup>25</sup>, como pelos próprios usuários da cláusula estatutária. De fato, em consulta pública realizada pela B3 - Brasil, Bolsa e Balcão para revisão das regras do Novo Mercado, a representante da companhia “Somos Educação S.A.” expressamente afirmou que a “cláusula de atingimento de participação relevante” tem a finalidade de proteção semelhante à cláusula *tag along* disposta no artigo 254 - A da Lei 6.404/1976 já descrita anteriormente. Assim afirma o representante da companhia: “em termos conceituais e substanciais, trata-se de regra equivalente ao que já prevê o artigo 254-A da Lei 6.404/1976”<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> OCDE. op. cit.

<sup>24</sup> CEREZETTI, S. C. N. Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: a look at the Pitfalls of the Brazilian Takeover Private Regulation. **The Internacional Lawyer, Chicago**, v. 46, n. 4, p. 959-985, 2013.

<sup>25</sup> OIOLI, Erik Frederico. op. cit.

<sup>26</sup> B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **Regulação de Emissores: revisa de 2017**; audiência pública, Somos Educação. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em 25 mai. 2020.

Portanto, identificando que a "cláusula de atingimento de participação relevante", por uma perspectiva dinâmica, se aproxima da *tag along*, deve-se visualizar a trajetória institucional dessa última instituição para se visualizar, por um raciocínio de indução, qual a trajetória institucional brasileira que desembocou no desenvolvimento das "cláusula de atingimento de participação relevante". O tema será desenvolvido oportunamente em capítulo próprio.

Percebe-se, portanto, que este trabalho demonstra a trajetória institucional das "cláusula de atingimento de participação relevante" a partir da avaliação das instituições que encontram-se no mesmo campo que a cláusula estatutária e com quem guarda similaridade funcional. Entretanto, adianta-se: ao analisar os dados empíricos, não é tão fácil demonstrar que todas as companhias que apresentam essas cláusulas estatutárias tem os mesmos objetivos e as utilizam da mesma forma. Por isso, o trabalho empírico é tão importante quanto o teórico para a compreensão da função das cláusulas estatutárias.

Ressalta-se que as duas funcionalidades das "cláusula de atingimento de participação relevante", como mecanismo de coordenação interna da companhia e como mecanismo do mercado de controle societário, são concomitantes. Ou seja, não se trata de uma ou outra, mas de ambas que podem ser visualizadas por diferentes perspectivas (internamente e externamente). Entretanto, a função externa ou, nos termos de Erik Oioli, a função da cláusula na transferência de controle tende a ficar eclipsada em companhias com alta concentração acionária. De fato, caso a cláusula tenha gatilho inferior ao valor da participação acionária do acionista controlador, a própria participação acionária afastaria uma mudança de controle não negociada.

Por exemplo, adote-se uma companhia hipotética Y em que o acionista controlador apresenta 51% do capital social e a companhia apresenta uma cláusula estatutária por atingimento de participação relevante com gatilho de 20%. Nesse exemplo, a participação acionária do controlador é majoritária e superior ao valor do gatilho da cláusula, por isso, a própria concentração acionária funcionaria como repelente para uma investida hostil de controle. Nesse caso, a cláusula teria um papel mais importante internamente na companhia, na medida que evitar que qualquer outro acionista adquira-se participação superior a 35% do capital social e o controlador seria o único com participações elevadas na companhia.

Em outro exemplo, em uma companhia X, em que o acionista controlador apresenta 40% do capital social e a companhia apresenta uma cláusula estatutária por atingimento de participação relevante com gatilho de 40% do capital social, a cláusula evitaria que outro acionista adquirisse uma participação relevante equivalente ao controlador e, portanto, protegeria-o de uma investida hostil.

Por essa razão, pode-se pensar que, em algumas situações, a função da cláusula como mecanismo de controle societário interno à companhia é mais ressaltada do que a função de proteção contra uma tomada hostil de controle caso (i) o gatilho da cláusula seja inferior a participação acionária do controlador ou (ii) o acionista controlador seja majoritário. Entretanto, em ambos os casos, o acionista controlador é o real beneficiário da cláusula estatutária, o que, como será desenvolvido no trabalho, é perfeitamente compatível com a trajetória institucional brasileira.

## **1.2. Problema**

Considerando a ausência de tomadas hostis de controle no Brasil e a tradicional concentração acionária, como compreender, por uma perspectiva institucional, a adoção de medidas defensivas contra tomadas hostis pelas companhias listadas no Novo Mercado?

## **1.3 Objetivos**

O objetivo principal deste trabalho é: **descrever a adoção das cláusulas por atingimento de participação relevante a partir da trajetória das instituições que favorecem o controle societário.**

Objetivos secundários e específicos:

- (i) descrever a teoria institucional, em especial pelos trabalhos elaborados por Douglass North;
- (ii) descrever a trajetória institucional brasileira em relação ao controle societário, com foco nas instituições relacionadas ao controle societário;
- (iii) descrever como as medidas defensivas se concatenam na trajetória institucional brasileira em relação ao controle societário;
- (iv) descrever quantitativamente a adoção de medidas defensivas pelas companhias brasileiras;
- (v) confrontar o trabalho empírico sobre a adoção das medidas defensivas brasileiras com a descrição da trajetória institucional brasileira.

#### **1.4. Justificativa**

A Literatura permanece incapaz de compreender a incongruência da alta concentração acionária e ausência de tomadas hostis de controle com a popularidade entre empresas brasileiras de medidas defensivas. Além disso, os trabalhos teóricos permanecem incapazes de progredir além das já superadas questões jurídicas envolvendo a mencionada cláusula estatutária, ao passo que o trabalhos empíricos quantitativos ainda se limitam a meras descrições sobre a utilização das *poison pills* no Brasil.

Nesse sentido, este trabalho representa um ganho teórico por: (i) abordar o tema por uma perspectiva populacional inédita na literatura; (ii) apresentar dados sobre as variações da utilização de medidas defensivas ao longo da existência do Novo Mercado, resultando em uma descrição inédita na literatura; (iii) compreender o fenômeno da utilização de medidas defensivas apesar da ausência de tomadas hostis de controle e da alta concentração acionária das empresas brasileiras.

#### **1.5. Metodologia**

Em síntese, trata-se de um “estudo empírico em Direito”, predominantemente quantitativo e com emprego de técnica de análise de documental. Este trabalho demanda três grandes etapas: primeiro a descrição da teoria institucional, com foco nos trabalhos de Douglass North; em seguida, aplicação da teoria institucional para compreender as cláusulas por atingimento de participação relevante no contexto dos mecanismos para garantia do controle e das instituições do mercado de controle societário. Por fim, a descrição quantitativa da adoção das mencionadas cláusulas entre as companhias listadas no Novo Mercado ao longo de 21 anos de existência desse segmento da Bolsa de Valores, ressaltando as mudanças institucionais neste período.

A terceira etapa, propriamente empírica, consiste na coleta de dados sobre as empresas que operam ou operaram no Novo Mercado. Primeiramente, consulta-se o *site* da bolsa brasileira (B3 - Brasil, Bolsa e Balcão), em seguida identifica-se todas as empresas listadas no Novo Mercado. Ato contínuo, consulta-se o *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e analisa os estatutos sociais de cada empresa desde o momento da sua entrada no Novo Mercado. A análise dos Estatutos Sociais busca identificar, ano a ano, a utilização de medidas defensivas e, na hipótese positiva, qual gatilho utilizado. Assim, gradualmente, será

construída uma planilha com o registro anual de medidas defensivas. Após a construção da planilha, será elaborada uma série temporal.

“Série temporal” ou “série histórica” é um “conjunto de dados numéricos coletados ao longo do tempo”<sup>27</sup>. Neste caso, os dados são: quantidade de empresas com medidas defensivas, ano a ano, bem como gatilhos utilizados pelas empresas que apresentam medidas defensivas em seus Estatutos Sociais, ano a ano.

Com a mencionada série temporal, visualiza-se as flutuações anuais da quantidade de empresas que adotam as medidas defensivas e as flutuações anuais do percentual do gatilho utilizado. Essas flutuações podem ser de quatro tipos: tendências; efeitos cíclicos; efeitos sazonais ou efeitos aleatórios<sup>28</sup>. Também serão observáveis eventuais variações individuais que destoem da maioria de empresas estudadas. Por fim, a compreensão dos dados coletados e da série temporal devem ser feitas à luz da trajetória institucional brasileira desenvolvida nos capítulos anteriores.

A necessidade de cada etapa da pesquisa e como elas se relacionam para execução dos objetivos específicos já traçados previamente encontram-se descritos na Tabela 01 abaixo. Observa-se a correlação entre os objetivos específicos (primeira coluna) e as etapas da metodologia (segunda coluna), em que cada etapa da pesquisa atende a um objeto específico de forma a alcançar o objetivo principal deste trabalho.

**Tabela 01 - Correlação entre os Objetivos Específicos e as Etapas da Metodologia**

| Objetivos Específicos   | Etapas da Metodologia   |
|---|---|
| descrever a teoria institucional, em especial pelos trabalhos elaborados por Douglass North                                 | Descrição da teoria institucional   |
| descrever a trajetória institucional brasileira em relação ao controle societário   | Aplicação da teoria à trajetória das instituições brasileiras referentes ao controle societários                                  |
| descrever como as medidas defensivas se concatenam na trajetória institucional brasileira em relação ao controle societário | Descrição das medidas defensivas contra tomadas hostis de controle no contexto da trajetória institucional do controle societário |
| descrever quantitativamente a adoção de medidas defensivas pelas companhias brasileiras                                     | Elaboração da série temporal  |
| Descrever, explicar e avaliar os dados encontrados confrontando-os com as hipóteses elaboradas                              | Interpretar os dados coletados à luz da trajetória institucional brasileira narrada anteriormente                                 |

Elaboração própria

<sup>27</sup> LEVINE, David M. et al. *Estatística: Teoria e Aplicações usando o Microsoft Excel em Português*. 6. ed. Rio de Janeiro: 2015, p. 614.

<sup>28</sup> Idem, p. 613 - 615.



## 1.6. Variáveis do Trabalho

Neste estudo, entende-se como **variável independente** o ano de atuação da empresa no Novo Mercado, enquanto a **variável dependente do tempo** é a presença de medida defensiva utilizada por uma Companhia em um determinado ano identificada pela cláusula no Estatuto Social da Companhia.

Outra variável identificada e estudada é o percentual mínimo de compra de ações descrito na mencionada cláusula estatutária, a partir do qual nasce a obrigação de realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) aos demais acionistas da Companhia; mencionado percentual é denominado “gatilho”. Trata-se de uma **variável dependente (i) da variável tempo e (ii) da variável presença de medida defensiva durante a operação da empresa no segmento Novo Mercado.**

A população escolhida para este estudo foi a totalidade de empresas listadas no segmento Novo Mercado da Bolsa de Valores brasileira B3 - Brasil, Bolsa e Balcão e registradas no *site* da mencionada Bolsa.

A escolha do ano 2000 como início da busca deve-se por ser o ano de criação do segmento Novo Mercado. Dessa forma, contempla toda a existência do mencionado segmento de listagem de bolsa.

## 1.7. Da escolha do Novo Mercado

A escolha do segmento dá-se em razão do Novo Mercado ser o segmento (i) mais exigente quanto à governança corporativa das empresas listadas; (ii) em que as empresas estariam mais vulneráveis a uma tomada de controle por apenas emitir ações com direito a voto de igual peso, sendo vedada a emissão de ações preferenciais.

Além disso, estudar apenas empresas listadas no Novo Mercado facilita o controle das variáveis. Empresas listadas em outros segmentos (Nível 1 e Nível 2 da B3 - Brasil, Bolsa, Balcão) emitem ações sem direito a voto, o que interferiria neste estudo sobre medidas defensivas contra tomadas hostis de controle. Portanto, estudar uma população de empresas que apenas opera no Novo Mercado e não incluir empresas de outros segmentos consiste em uma **variável controle**, entendida como: “fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositadamente em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente”<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup>MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos da Metodologia Científica**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 129.

Em resumo, encontra-se na tabela 02 abaixo a definição das variáveis dependentes e independentes segundo Marina Marconi e Eva Lakatos e quais variáveis este trabalho estuda. A primeira coluna da mencionada tabela estabelece o nome da variável, a segunda coluna descreve brevemente a variável correspondente e, por fim, a terceira coluna da tabela estabelece qual variável deste trabalho se enquadra em cada tipo. Nesse sentido, a tabela 02 resume as variáveis deste trabalho e esclarece sua tipologia.

**Tabela 02 - definição conceitual, identificação e relação entre as variáveis**

| Tipologia da Variável        | Definição da Variável  | Variável Adotada neste Trabalho  |
|------------------------------|--|--|
| <b>Variável Independente</b> | fenômeno ou característica influenciador da variável dependente  | Tempo  |
| <b>Variável Dependente</b>   | fenômeno ou característica influenciada pela variável independente                                       | presença de medida defensiva   |
|                              |  | Gatilho  |
| <b>Variável Controle</b>     | Elemento propositalmente afastado para não interferir na relação das variáveis dependente e independente | Outros segmentos da bolsa brasileira que podem apresentar empresas com medidas defensivas, mas que também apresentariam ações sem direito a voto |

Elaboração própria com base no trabalho de Mariana Marconi e Eva Lakatos<sup>30</sup>

### 1.8. Técnica da Pesquisa

Considerando o rol de técnicas em pesquisas sociais, a escolha deu-se em razão da capacidade de responder a pergunta proposta - “como compreender, por uma perspectiva institucional, a adoção de medidas defensivas contra tomadas hostis pelas companhias listadas no Novo Mercado?”.

Lembrando que o objetivo deste trabalho é descrever a adoção das cláusulas por atingimento de participação relevante a partir da trajetória das instituições que favorecem o controle societário, e, tendo como um dos objetivos específicos a construção da série temporal, o trabalho tem maior afinidade com técnica de **análise documental**. Conforme sintetizado na tabela 03 abaixo, nenhuma outra técnica seria adequada para execução desta pesquisa. Finalmente, valendo-se da classificação dos trabalhos da ciência jurídica, este trabalho é compreendido como “estudo empírico em Direito”, com emprego predominante de técnica quantitativa<sup>31</sup>.

<sup>30</sup> MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria.. op. cit, p. 129.

<sup>31</sup> KING, Gary; EPSTEIN, Lee. **Pesquisa empírica em Direito: as Regras de Inferência**. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/11444>>. Acesso em: 17 ago 2019, p. 11 - 18.

Observando a tabela 03, a primeira coluna representa as técnicas de pesquisa possíveis, a segunda coluna descreve brevemente o emprego da técnica, quais perguntas em geral essa técnica é utilizada e, por fim, a terceira coluna estabelece a correlação entre os objetivos de uma pesquisa em ciências sociais com as técnicas empregadas. Recorda-se que um dos objetivos desta pesquisa é a descrição da utilização das cláusulas por atingimento de participação relevante e da trajetória institucional deste mecanismo.

**Tabela 03 - Descrição de Técnicas e correlação com a Tipologia dos Objetivos**

| <b>Técnica</b>               | <b>Descrição</b>   | <b>Tipo de Objetivo associado à Técnica</b>   |
|------------------------------|--|---|
| <b>Experimento</b>           | Típica de perguntas do tipo: “como, por quê?”. Típico das ciências exatas e biológicas em que é possível para o pesquisador manipular variáveis e elaborar experimentos em condições controladas.  | Associada com pesquisas classificadas como <b>explicativas</b> em razão de seus objetivos.  |
| <b>Levantamento (survey)</b> | Típica de perguntas do tipo: “quem, o quê, onde, quantos, quanto?”. Trata-se de um questionamento direto a determinado número significativo de pessoas acerca do problema estudo e, posteriormente, as informações são trabalhadas mediante técnicas quantitativas e estatísticas. Esta técnica é utilizada em situações que não tem controle das variáveis e das condições de ocorrência do fenômeno.   | Associada com pesquisas classificadas como <b>exploratórias</b> em razão de seus objetivos. |
| <b>Pesquisa Documental</b>   | Típica de perguntas do tipo: “quem, o quê, onde, quantos, quanto?”. “Análise de arquivos”, conforme Robert Yin, ou “pesquisa documental”, conforme Antônio Carlos Gil. Assemelha-se a um estudo bibliográfico, entretanto, aborda documentos que ainda não receberam análises. Podem ser análises de documentos primários (que ainda não foram objeto de estudo) ou secundários (documentos que já foram analisados e selecionados por outro pesquisador). Esta técnica é utilizada em situações que não tem controle das variáveis e das condições de ocorrência do fenômeno. | Associada com pesquisas classificadas como <b>descritivo</b> em razão de seus objetivos.    |
| <b>Pesquisa Histórica</b>    | Típica de perguntas do tipo: “como, por quê?”. Essa técnica tende a ser utilizada em pesquisas que correlacionam vínculos ao longo do tempo. Esta técnica é utilizada em situações que não tem controle das variáveis e das condições de ocorrência do fenômeno.   | Associada com pesquisas classificadas como <b>explicativas</b> em razão de seus objetivos.  |
| <b>Estudo de Caso</b>        | Típica de perguntas do tipo: “como, por quê?”. Útil em pesquisas que utilizam grande variedade de evidências - documentos, entrevistas, artefatos - e busca-se entender um fenômeno em profundidade e em seu contexto. Esta técnica é utilizada em situações que não tem controle das variáveis e das condições de ocorrência do fenômeno. Entretanto, com pouca capacidade de traçar hipóteses.   | Associada com pesquisas classificadas como <b>explicativas</b> em razão de seus objetivos.  |

Elaboração própria a partir dos trabalhos de Robert Yin<sup>32</sup> e Antônio Carlos Gil<sup>33</sup>

<sup>32</sup> YIN, Robert. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2015, p. 5- 17.

<sup>33</sup> GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar Projetos de Pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002, p. 44 - 56.

## 2. INSTITUCIONALISMO, SOCIOLOGIA ECONÔMICA, INSTITUCIONALISMO DAS ESCOLHAS RACIONAIS, ECONOMIA INSTITUCIONAL, VELHO INSTITUCIONALISMO, NOVO INSTITUCIONALISMO...

O institucionalismo alcançou diversas ciências sociais e, portanto, antes de abordar um autor específico ou uma geração de autores, é preciso conhecer o panorama que envolve uma enormidade de teorias, linhas de pensamento que se cruzam e dialogam entre si. Nessa diversidade teórica é também necessário saber o que não é uma teoria institucional.

As teorias institucionais estão presentes em todas as ciências sociais: economia, ciência política e nos ramos da sociologia. O institucionalismo na sociologia organizacional busca compreender o papel da cultura e das instituições no comportamento das organizações burocráticas, tendo como principais autores John Meyer, Richard Scott, Paul DiMaggio, Walter Powell. Por outro lado, o institucionalismo na economia busca esclarecer o surgimento e evolução das instituições econômicas, tendo como principais autores Ronald Coase, Oliver Williamson e Douglass North.<sup>34</sup> Por fim, há uma outra vertente do institucionalismo, com aplicação na ciência política, denominada Institucionalismo das Escolhas Racionais - *Rational Choice Institutionalism* (RCI) -, tendo como um dos expoentes, Kenneth A. Shepsle e Barry Weingast<sup>35</sup>.

Há uma especial dificuldade para compreender todas essas teorias: a fragmentação e distanciamento entre si. Nas ciências econômicas há o velho institucionalismo e o novo; nas ciências sociais e ciência política também encontram-se abordagens institucionais: institucionalismo sociológico, institucionalismo histórico e o institucionalismo das escolhas racionais.

Apesar da diversidade de teorias, métodos e premissas, todas essas linhas institucionais compartilham um ponto em comum: instituições importam e sua compreensão é o centro de qualquer ciência social<sup>36</sup>. Há perguntas típicas do pensamento institucional, a saber, (i) como instituições nascem, se reproduzem, se modificam e desaparecem; (ii) a

---

<sup>34</sup> NEE, Victor. The New Institutionalism in Economics and Sociology. In: SMELSER, Neil. J.; SWEEDBERG, Richard (org). **The handbook of Economic Sociology**. Princeton University Press, 2005, p. 49 - 74, p. 49.

<sup>35</sup> SHEPSLE, Kenneth. Studying institutions: some lessons from the rational choice approach. **Journal of Theoretical Politics**. v. 1, n. 2, p. 131 - 147, 1989, p. 134 - 135.

<sup>36</sup> NEE, Victor. op. cit, p. 49.

relação entre o comportamento de indivíduos e as instituições a que estão sujeitos e (iii) o papel dos indivíduos na reprodução e modificação das instituições<sup>37</sup>.

A capacidade dos indivíduos de alterarem as instituições ou mesmo reconhecê-las é divergente entre as teorias<sup>38</sup>. Teorias institucionais da sociologia organizacional minimizam a capacidade dos indivíduos de modificarem ou mesmo reconhecerem o efeito das instituições sobre seus próprios comportamentos<sup>39</sup>, a exemplo de John Meyer e Brian Rowan, que expressamente assim afirmam<sup>40</sup>. Em outras teorias, como o Institucionalismo das Escolhas Racionais, reconhece-se a racionalidade individual, ressalta-se sua capacidade estratégica para maximizar seus interesses pessoais e a capacidade de mudarem as instituições a que se sujeitam. Não por acaso, os pesquisadores dessa teoria estudam decisões e comportamentos de congressistas norte-americanos e utilizam modelos que lembram jogos, estabelecendo a quantidade de jogadores e suas jogadas estratégicas considerando seus objetivos e preferências<sup>41</sup>.

Comparando o institucionalismo das escolhas racionais com o institucionalismo sociológico, percebe-se que, o primeiro, foca nas escolhas individuais, na eficiência e na tendência dos indivíduos maximizarem sua eficiência, ao passo que o segundo, acentua os valores, papéis e estruturas sociais na formulação das decisões individuais<sup>42</sup>. Ressalta-se que as teorias institucionais na sociologia organizacional são bastante influenciadas por Emílio Durkheim, Max Weber<sup>43</sup> e Pierre Bourdieu<sup>44</sup>.

---

<sup>37</sup> HALL, P. ; TAYLOR, R. Political science and the three new institutionalisms. **Political Studies**, v. 44, n. 5, p. 936 - 957, 1996, p. 936 - 937.

<sup>38</sup> HALL, P. ; TAYLOR, R. op. cit, p. 955.

<sup>39</sup> HALL, P. ; TAYLOR, R. op. cit, p. 944 - 946.

<sup>40</sup> MEYER, J. W.; ROWAN, B. Formal Structures as Myths and Ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, p. 340 - 363, 1977, p. 344 - 345.

<sup>41</sup> SHEPHERD, K. Studying institutions: some lessons from the rational choice approach. **Journal of Theoretical Politics**. v. 1, n. 2, p. 131 - 147, 1989, p.134 - 136.

<sup>42</sup> MCGOVERN, Patrick. Rational Choice Theory, the 'New Economic Sociology' and Functionalism. **Work Employment & Society**, v. 17, n. 4, p. 747 - 756, 2003, p. 749.

<sup>43</sup> WEBER, Max. op. citp. 53.

<sup>44</sup> FLIGSTEIN, Neil. Habilidade Social e Teoria dos Campos. In: MARTES, Ana Cristina Braga. **Redes e Sociologia Econômica**. Sao Carlos: Editora UFSCAR, 2014, p. 69 - 103, p. 75.

Ressalta-se que nem toda teoria que trata de instituições é uma teoria institucional. De fato, a sociologia econômica e a geografia econômica também avaliam as instituições, mas não as coloca como o objeto central das pesquisas.

A sociologia econômica investiga como as instituições interagem com redes sociais e determinam as ações econômicas, tendo como principais nomes Peter Evans, Richard Sweedberg, Victor Nee e Mark Granovetter<sup>45</sup>. Mesmo esses autores não se filiarem às alguma teoria institucional, curiosamente, dedicam vários trabalhos para tratar de instituições e do institucionalismo, especialmente para tecer críticas; por isso, ao longo deste capítulo, esses autores estarão presentes.

Já a geografia econômica, até a década de 80, focava na distribuição geográfica da indústria e nos processos de desenvolvimento regional desiguais, valendo-se de teorias econômicas de Keynes e Marx. Entretanto, esse ramo da geografia ganhou maior completude com a economia institucional, na medida em que identificou, além dos recursos naturais e infraestrutura, mais um fator para a desigualdade geográfica do desenvolvimento: as instituições<sup>46</sup>.

Como afirmam Peter Hall e Rosemary Taylor, para reconhecer que as instituições impactam no comportamento dos indivíduos - e nem sempre de forma racional ou eficiente - basta observar um motorista parado diante de um semáforo vermelho em uma rua deserta<sup>47</sup>. Entretanto, uma teoria institucional é mais do que simplesmente reconhecer a existência das instituições, é centrar o foco do estudo nelas e assumir que elas são o verdadeiro objeto de investigação das ciências sociais. Uma vez apresentadas as principais linhas do pensamento institucional, será apresentada, adiante, a linha na qual Douglass North está inserido. Adianta-se: na economia institucional também encontra-se uma miríade de teorias e pensamentos institucionais, sendo o Douglass North apenas um dos mais conhecidos.

---

<sup>45</sup> NEE, Victor. op. cit, p. 49 - 74.

<sup>46</sup> DOMINGUES, Rita Alcântara. A perspectiva institucional e a geografia econômica. **Mercator (Fortaleza)**, Fortaleza, v. 14, n. 2, p. 7-13, Aug. 2015, p. 14 - 16.

<sup>47</sup> HALL, P. ; TAYLOR. op. cit, p. 951.

## 2.1. Economia Institucional: o “novo” e o “velho”

As teorias da econômica institucional, podem ser divididas em novas e velhas; as velhas remontam ao final do século XIX e início do século XX<sup>48</sup>, ao passo que o “novo” institucionalismo ganha corpulência nos anos 60 do século XX<sup>49</sup>, após a crise do keynesianismo<sup>50</sup>, e ambas tem os Estados Unidos como berço<sup>51</sup>.

As teorias econômicas institucionais - nova e velha - são, de forma simplificada, descritas pela negação: negação da racionalidade dos agentes econômicas, negação da atomização desses indivíduos, negação da eficiência dos mercados, negação da irrelevância da história e dos valores sociais, negação do protagonismo dos modelos matemáticos. Assim, as teorias institucionais seriam uma negação da teoria ortodoxa da economia<sup>52</sup>. Por essa razão, pode-se pensar em uma definição por negação e uma definição afirmativa sobre as teorias institucionais.

Assumindo uma definição negativa, primeiramente deve-se entender o que seria a teoria ortodoxa. A ortodoxia é caracterizada pela visão newtoniana da economia, em que os preços resultam do equilíbrio - mecânico - de oferta e demanda e os modelos econômicos se limitam a avaliação dos indivíduos. Além disso, as teorias ortodoxas insistem na afirmação da eficiência do mercado como mecanismo de distribuição de recursos escassos e utilizam de modelos matemáticos e ferramentas estatísticas para estabelecer predições. Falar em “economia ortodoxa” pode ser resumida pela Escola Neoclássica - porém, sabe-se que a corrente de pensamento apresenta vertentes e também se modifica, dialogando com teoria dos jogos, teorias da aprendizagem, teoria da complexidade<sup>53</sup>.

---

<sup>48</sup> MAYHEW, Anne. O início do institucionalismo. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017, p. 185 - 222, p. 189.

<sup>49</sup> MAYHEW, Anne. op. cit, p. 189.

<sup>50</sup> CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. Uma avaliação da agenda de pesquisa da Escola institucionalista Original. n: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017, p. 297 - 336, p. 300

<sup>51</sup> HODGSON, Geoffrey M. A abordagem da economia institucional. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017, p. 249 - 294, p. 249 - 251.

<sup>52</sup>

<sup>53</sup> LAWSON, Tony. The nature of heterodox economics, **Cambridge Journal of Economics**. v. 30, p. 483 - 505, dez. 2006, p. 487 - 491.

Douglass North e Jack Knight descrevem a teoria neoclássica como uma teoria econômica pautada na racionalidade dos indivíduos em suas escolhas diante da escassez, de forma que esses indivíduos buscam a maximização de seu bem estar baseando-se em parâmetros de preço de mercado. Entretanto, essa teoria desconsidera fatores como informações imperfeitas para realização dessas escolhas e custos de transação na realização das trocas econômicas<sup>54</sup>. Os autores também afirmam que a teoria neoclássica guarda pouca relação com a forma concreta e real que pessoas agem e aprendem, o que resulta em explicações pobres e teorias ruins, produtoras de previsões errôneas e políticas públicas precárias<sup>55</sup>.

Quanto ao protagonismo da matemática nas ciências econômicas, Douglass North afirma que os modelos matemáticos neoclássicos são incapazes de descrever e explicar o desenvolvimento econômico de países, o que demandou a construção de novas teorias, especialmente em meados de 1990, tendo como protagonistas as teorias institucionais<sup>56</sup>.

A necessidade de teorias econômicas considerarem as instituições e a história também é ressaltado por Douglass North como divergência com teorias ortodoxas. North afirma que a teoria neoclássica é estática ao passo que seu trabalho é uma “análise institucional para elaboração de uma teoria dinâmica da mudança econômica em longo prazo”<sup>57</sup>.

O problema da definição das teorias econômicas institucionais pela negação, ou seja, defini-las pelos descrença na visão ortodoxa, é que essas negações não são exclusivas da linha institucional. De fato, essas negações são compartilhadas pelas teorias econômicas marxistas, keynesianas, pós - keynesianas e da sociologia econômica<sup>58</sup>; o antagonismo à ortodoxia neoclássica é um “guarda-chuva” que contempla uma miríade de teorias distintas, conforme reconhece Tony Lawson: “heterodox serves as an umbrella term to cover the coming together of separate projects or traditions”<sup>59</sup>. Por essa razão, necessita-se de uma definição afirmativa.

---

<sup>54</sup> KNIGHT, Jack; NORTH, Douglass. Explaining economic change, **Legal Theory**, v.3, p. 211 - 226, 1997, p. 212.

<sup>55</sup> Ibidem, p. 211.

<sup>56</sup> NORTH, Douglass C. Economic Performance Through Time, **The American Economic Review**, v. 84, n. 3, p. 359 - 368, 1994, p. 359.

<sup>57</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 180.

<sup>58</sup> LAWSON, Tony. op. cit, p. 484.

<sup>59</sup>Ibidem, p. 483.



A dificuldade de definir as teorias institucionais é sua fragmentação. Nas ciências econômicas há o velho institucionalismo e o novo; nas ciências sociais e ciência política também encontram-se abordagens institucionais: institucionalismo sociológico e sociologia econômica, institucionalismo histórico e o institucionalismo das escolhas racionais. Assim, não há uma Escola Institucional bem definida, com uma metodologia e conceitos determinados pacífica, o que dificulta descrições precisas.

O objetivo deste trabalho não é buscar uma teoria econômica institucional geral ou descrever os pontos de divergência e convergência de autores e suas teorias, afinal, este trabalho elegeu Douglass North como o autor do substrato teórico. Entretanto, é minimamente necessário definir as fronteiras da teoria de Douglass North, com quais autores ele dialoga, quais seriam as críticas ao seu pensamento, seus conceitos e a que linha de pensamento das ciências sociais ele está filiado.

O “velho” institucionalismo, também denominado "Original Institutional Economics" (OIE) antecedeu o novo institucionalismo, neoinstitucionalismo, ou Nova Economia Institucional (NEI), tendo como marco divisório o artigo “The Nature of The Firm”, de Ronald Coase - neoinstitucionalista -, em 1937. Ao contrário do que suporia-se, há atuais economistas que permanecem alinhados ao velho institucionalismo, como Geoffrey Hodgson, Marlon Rutherford e James Stanfield<sup>60</sup>.

Antes do trabalho de Douglass North ser tratado, será abordado o velho institucionalismo para esclarecer o percurso do pensamento institucional e ressaltar as grandes semelhanças e elementos de continuidades entre o “velho” e o “novo”.

O "velho institucionalismo" tem como principais autores Thorstein Veblen, Walton Hamilton, John Commons e Wesley C. Mitchell, vividos no final do século XIX e início do século XX. Entretanto, seus trabalhos não são harmônicos o bastante para construção de uma metodologia definida ou um corpo teórico do calibre da teoria marxista ou das teorias de Alfred Marshall, León Walras ou Vilfredo Pareto<sup>61</sup>. Essa ausência de harmonia teórica e consistência entre os autores era reconhecida pelos pensadores originários do institucionalismo, conforme Walton Hamilton expressamente afirma: “quando todas essas

---

<sup>60</sup> CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. op. cit, p. 312 - 315.

<sup>61</sup> HODGSON, Geoffrey M. op. cit, p. 250.

contribuições são reunidas, é duvidoso se nesse momento uma descrição geral da ordem econômica pode ser oferecida.”<sup>62</sup>

Apesar da desarmonia entre os velhos institucionalistas, há elementos comuns: a influência da Escola Histórica, os Estados Unidos como berço, o diálogo com antropologia, sociologia, psicologia e o darwinismo social<sup>63</sup>.

Enquanto a economia ortodoxa se aproxima da física, pensando em equilíbrio de forças, a teoria institucional se aproxima da biologia, pensando em evolução das instituições e assume que as instituições atuais resultam de uma linha causal de modificações institucionais<sup>64</sup>.

Conforme Veblen afirma, não basta considerar a variável tempo para configurar uma teoria institucional. De fato, a Escola Histórica já abordava a economia por uma perspectiva histórica, mas, segundo Veblen, os autores dessa escola “se contentaram com a quantificação de dados e uma narrativa do desenvolvimento industrial, e não se dignaram a fornecer uma teoria de qualquer coisa ou de organizar seus resultados dentro de um corpo de conhecimento consistente.” <sup>65</sup> De fato, a crítica ao pensamento histórico é uma tônica entre os institucionalistas. Walton Hamilton, expoente do "velho" institucionalismo e contemporâneo de Veblen, afirma que o método puramente histórico “sugere um relato de coisas que aconteceram ao tema de discussão durante um período definido de tempo. sua ênfase está errada porque se encontra em fatos acidentais de associações passadas, não na natureza essencial da realidade atual”<sup>66</sup>.

Nesse sentido, segundo Veblen, além de uma visão histórica é necessário um elemento hereditariedade e causação em um processo histórico para configurar uma verdadeira teoria econômica e não meros relatos econômicos<sup>67</sup>. Ainda sobre a crítica à Escola Histórica, Veblen afirma que fizeram “uma análise narrativa do fenômeno, não uma explicação genética de um

---

<sup>62</sup> HAMILTON, Walton H. A abordagem institucional para a teoria econômica. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017. p. 53 - 65, p. 64.

<sup>63</sup> HODGSON, Geoffrey M. op. cit, p. 250.

<sup>64</sup> Ibidem, p. 252 - 253.

<sup>65</sup> VEBLEN, Thorstein B. Por que a economia não é uma ciência evolucionária? In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017. p. 31 - 52, p. 33.

<sup>66</sup> HAMILTON, Walton H. op. cit, p. 61.

<sup>67</sup> VEBLEN, Thorstein B. op. cit, p. 40 - 44.

processo em desdobramento. Neste trabalho ela, sem dúvida, obteve resultados de valor permanente, mas os resultados alcançados dificilmente podem ser classificados como teoria econômica”<sup>68</sup>.

Veblen, ao mencionar a genética, se refere a um elemento hereditário em que gerações passadas transmitiram elementos para as presentes, o que possibilitaria uma explicação de fatos econômicos atuais por elementos passados em uma linha evolutiva. Esse elemento transmitido entre as gerações está presente em teorias institucionais evolucionárias e está ausente na Escola Histórica e, por isso, foi objeto de crítica por Veblen.

Outro ponto ressaltado por Veblen é a forma como indivíduos escolhem, sendo as escolhas resultados de processos de aprendizagem e vivência individual. “a história da vida econômica do indivíduo é um processo cumulativo de adaptação dos meios aos fins que muda cumulativamente à medida que o processo continua”<sup>69</sup>.

O autor ainda traça um paralelismo entre esse processo de acumulação de experiências que afeta as escolhas individuais e o processo de acumulação de conhecimento das sociedades, ao afirmar que “tanto o agente quanto o seu ambiente são, em qualquer momento, o resultado do processo passado. Os métodos de vida do homem de hoje são reforçados sobre ele por seus hábitos de vida trazidos de ontem e pelas circunstâncias deixadas como resíduo mecanismo da vida de ontem”<sup>70</sup>.

Veblen também reconhece que a evolução da sociedade deve-se em razão das escolhas humanas, escolhas essas condicionadas a elementos institucionais e culturais. Por essa razão, o autor afirma que a economia deveria ser uma ciência evolucionária, focada no processo cumulativo que resultou na sociedade atual: “uma teoria de uma sequência cumulativa de instituições econômicas expressas em termos do próprio processo”<sup>71</sup>.

O darwinismo e o evolucionismo de Veblen - e de outras teorias institucionalistas - não é um elemento racista ou alguma naturalização da pobreza e da desigualdade social, mas uma compreensão de que a realidade atual é consequência de eventos cumulativos<sup>72</sup>. De fato,

---

<sup>68</sup> VEBLEN, Thorstein B. op. cit, p. 43.

<sup>69</sup> Ibidem, p. 46.

<sup>70</sup> Ibidem, p. 46.

<sup>71</sup> Ibidem, p. 48.

<sup>72</sup> CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. op. cit, p. 330.

o economista Walton Hamilton, expoente do "velho" institucionalismo e contemporâneo de Veblen, afirma que o termo genético resgata elementos metodológicos e se contrapõe a uma visão puramente histórica. O autor afirma que, nessa metodologia, deve-se ir “ao passado somente tendo em vista sua finalidade, e até onde for necessário, para explicar o que algo é em termos de como veio a ser”<sup>73</sup>.

Há três argumentos importantes na teoria de Veblen que guardam semelhança ao pensamento de Douglass North: (i) de que as escolhas individuais são um resultado de processos de adaptação, vivência desses indivíduos, condicionados a elementos culturais; (ii) as mudanças institucionais da sociedade são fruto da atuação desses indivíduos e, conseqüentemente, (iii) uma dada sociedade é o resultado de um processo cumulativo passado dessa mesma sociedade. De fato, o conceito de Veblen de “causação cumulativa” é bastante semelhante ao conceito de Douglass North de “dependência da trajetória”, conforme também reconhece Victor Nee: “Veblen’s concept of cumulative causation is consistente with modern ideas about explanation and path dependence”<sup>74</sup>. Não por acaso, Douglass North ressalta a característica evolucionária de sua teoria<sup>75</sup>, mas não chega a citar Veblen.

Os pontos de convergência entre as duas gerações do institucionalismo são a necessidade de diálogo com outras ciências sociais e psicologia, os elementos evolucionários, a caracterização dos indivíduos como condicionados pelas instituições e, ao mesmo tempo, construtores das instituições<sup>76</sup>. Apesar das semelhanças entre o velho institucionalismo - representado neste trabalho por Veblen - e o novo institucionalismo - representado por Douglass North -, o mérito dos pensadores do século XIX é ignorado e essas convergências são pouco exploradas, o que leva a Geoffrey Hodgson a afirmar que “uma história apropriada do institucionalismo norte-americano ainda está para ser escrita”<sup>77</sup>.

---

<sup>73</sup> HAMILTON, Walton H. op. cit, p. 61.

<sup>74</sup> NEE, Vcitor. op. cit, p. 50.

<sup>75</sup> DENZAU, A. T.; NORTH, D. C.. Shared Mental Models: Ideologies and Institutions. *Kyklos*, v. 47, n.1 , p. 3 - 31, 1994, p. 27.

<sup>76</sup> HODGSON, Geoffrey M. op. cit, p. 266.

<sup>77</sup> HODGSON, Geoffrey M. Ibidem, p. 251.

O “novo” institucionalismo é influenciado pela visão neoclássica ao focar nos custos de transação<sup>78</sup>, tema pouco explorado pelo “velho” institucionalismo; relembra-se que, conforme descrito quanto às divergências à teoria ortodoxa, para os “novos” institucionalistas, os custos de transação são relevantes. Define-se “custo de transação”: o custo para negociar, transacionar, assegurar e completar a transação, sendo esse o tema central de Ronald Coase e Oliver Williamson, bem como um tema explorado por Douglass North<sup>79</sup>.

Além disso, o “novo” institucionalismo também absorve temas neoclássicos como a escassez e a competição ao abordá-lo por uma perspectiva institucional e considerando os mencionados custos de transação, conforme afirmam Gonzalo Caballero e David Soto-Oñate: “This new institutional economics (NIE) took on the orthodox neoclassical assumptions of scarcity and competition, but it rejected the neoclassical notions of perfect information and instrumental rationality”.<sup>80</sup> Em constatação semelhante, o expoente da Sociologia Econômica, Mark Granovetter, resume a nova economia institucional como “um grupo vagamente definido de economistas interessados em explicar instituições sociais do ponto de vista neoclássico”<sup>81</sup>.

Mesmo com tamanha diversidade de teorias institucionais, a aplicação de uma não exclui as demais. De fato, conforme afirmam os institucionalistas Cristopher Kingston e Gonzalo Caballero, se for adotada apenas uma teoria, todos os dados empíricos devem ser interpretados por ela, que, nem sempre, terá respostas satisfatórias. Em outro sentido, caso adote-se uma multiplicidade de teorias, é possível que os conceitos sejam conflitantes, bem como as conclusões divergentes<sup>82</sup>.

Neste tópico, foram segmentadas as diversas teorias institucionais, tanto na economia quanto nas demais ciências sociais, sendo enfocada a teoria institucional na economia. Foi apresentada a posição da teoria institucional em relação ao pensamento dominante na

---

<sup>78</sup> CABALLERO, G. SOTO-OÑATE, D. The diversity and rapprochement of theories of institutional change: original institutionalism and new institutional economics. **Journal of Economic Issues**. v.49, n. 4, p. 947 - 977, dez. 2015, p. 949.

<sup>79</sup> NEE, Vctor. op. cit, p. 50 - 51.

<sup>80</sup> CABALLERO, G. SOTO-OÑATE, D. op. cit, p. 960.

<sup>81</sup> GRANOVETTER, Mark. Acho Econômica e Estrutura Social: O problema da Imersão. In: MARTES, Ana Cristina Braga. **Redes e Sociologia Econômica**. Sao Carlos: Editora UFSCAR, 2014, p. 69 - 103, p. 75.

<sup>82</sup> KINGSTON, C.; CABALLERO, G. Comparing Theories of Institutional Change. **Journal of Institutional Economics**, v. 5, n. 2, p. 151 - 180, 2009, p. 151 - 152.

economia e também foram expostas as duas gerações teóricas da economia institucional. Adiante, serão tratados os conceitos iniciais das teorias institucionais atuais.

## 2.2. Definição de instituições

Um trabalho que adote uma teoria institucional deve dedicar ao menos alguns parágrafos para apresentar definição de “instituições” e discutir a aplicação de seu conceito. Assim, primeiramente é preciso ressaltar que essa é uma definição que varia conforme o escopo do trabalho, a metodologia e as bases teóricas. Por isso, conforme afirma David Dequech, ao definir “instituições” é preciso, anteriormente, saber onde, como e para que esse conceito será aplicado<sup>83</sup>.

Há definições que focam em elementos formais das instituições ao classificá-las como formais - escritas - e informais - não escritas ou mesmo não garantidas pelo Estado<sup>84</sup>. Já em uma visão concreta, há definições de instituições que as reduzem à algumas organizações e órgãos, exemplificando como o Banco Central ou o Fundo Monetário Internacional<sup>85</sup>.

Conforme os economistas institucionais Avner Greif e Christopher Kingston ressaltam, separar instituições em formais e informais é problemático em razão da incerteza que os termos podem significar. Instituições informais poderiam ser as regras não escritas, para outros autores poderiam ser as regras não aplicadas e exigidas pelo Estado; há autores que afirmam ser as regras aplicadas socialmente cuja sanção se limitaria na reputação; ou mesmo os códigos de ética e de conduta internalizado pelos jogadores.<sup>86</sup> Percebe-se, portanto, que há uma divergência e variedade sobre o que seriam instituições informais, o que exige que o conceito exige maiores detalhes ao ser eventualmente aplicado.

David Dequech - representante da economia institucional - apresenta um conceito de instituições como “sistema de regras socialmente compartilhados de comportamento e/ou de

---

<sup>83</sup>DEQUECH, David. O conceito de Instituições e algumas Tipologias. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017, p. 159 - 183, p. 159.

<sup>84</sup>KINGSTON, C.; CABALLERO, G. op. cit p. 158.

<sup>85</sup> DEQUECH, David.op. cit, p. 172.

<sup>86</sup> GREIF, Avner; KINGSTON, Christopher. Institutions: Rules or Equilibria? In: CABALLERO, Gonzalo; SCHOFIELD, Norman (org.). **Political Economy of Institutions, Democracy and Voting**. Springer, 2011, p. 13 - 43, p. 24.

pensamento que tem alguma recorrência no tempo”.<sup>87</sup> Esse conceito é pouco específico e muito genérico, como o próprio autor reconhece.

Já a definição de “instituições” por Neil Fligstein - expoente da sociologia econômica -, como “regras e significados compartilhados que definem as relações sociais, ajudam a definir quem ocupa qual posição nessas relações e orientam a interação ao proporcionar aos atores quadros cognitivos ou conjuntos de significados para interpretar o comportamento dos outros”<sup>88</sup>. Da definição de Fligstein ressalta-se o papel cognitivo das instituições e sua utilidade preditiva para os indivíduos, o que torna esse conceito mais rico do que os anteriores.

Por outro lado, a sociologia institucional, além de investigar as regras e regulamentos de uma entidade burocrática, também avalia valores, a moralidade, signos e linguagem na condução do comportamento. Em razão disso, a definição de “instituições” e “cultura” se aproximam e se confundem<sup>89</sup>. Os pioneiros da sociologia institucional, John Meyer e Brian Rowan, ressaltam o elemento normativo das instituições, mas o foco do trabalho dos autores são os processos de transmissão e absorção dessas normas por indivíduos e organizações, processo que eles denominam “institucionalização”.

Institutions inevitably involve normative obligations but often enter into social life primarily as facts which must be taken into account by actors. Institutionalization involves the processes by which social processes, obligations, or actualities come to take on a rule like status in social thought and action<sup>90</sup>.

O que John Meyer e Brian Rowan chamam de “institucionalização”, Douglass North chama de “cultura”, conforme esclarece o autor afirma: “culture consists of the intergenerational transfer of norms, values, and ideas”<sup>91</sup>.

Finalmente, Douglass North resume instituições como as restrições humanas e as estruturas que condicionam o comportamento social, econômico e as formas de interação humana, classificando como instituições informais (costumes e códigos de conduta) e instituições formais (leis, constituições). Expressamente, o autor afirma: “institutions are the

<sup>87</sup> DEQUECH, David. op. cit, p. 160.

<sup>88</sup> FLIGSTEIN, Neil. Habilidade Social e Teoria dos Campos. In: MARTES, Ana Cristina Braga. **Redes e Sociologia Econômica**. Sao Carlos: Editora UFSCAR, 2014, p. 69 - 103, p. 75.

<sup>89</sup> HALL, P. ; TAYLOR, R. op. cit, p. 947 - 949.

<sup>90</sup> MEYER, J. ; ROWAN, B. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, sep. 1977, p. 340 - 363, p. 341.

<sup>91</sup> NORTH, Douglass C. The Historical Evolution of Politics. **International Review of Law and Economics**. v. 14, p. 381 - 391, 1994, p. 384.

humanly devised constraints that structure political, economic and social interaction. They consist of both informal constraints (sanctions, taboos, customs, traditions, and codes of conduct), and formal rules (constitutions, laws, property rights)”<sup>92</sup>. Douglass North tem um outro conceito de instituições, mais famoso e mais sucinto, ao afirmar que instituições são as regras do jogo. Essa última definição de North ressalta tanto os elementos concretos e formais quanto os abstratos e informais nas instituições, mas apresenta um ponto polêmico: as Organizações.

Douglass North ressalta a necessidade de diferenciar as regras do jogo dos jogadores, por isso, ele exclui as Organizações de sua definição. Essa é uma escolha deliberada, de valor teórico e metodológico. Entretanto, o autor reconhece que as organizações também são instituições. De fato, o autor afirma o papel condicionador das Organizações no comportamento humano - “assim como as instituições, as organizações proporcionam uma estrutura para a interação humana”<sup>93</sup> - mas opta por não incluí-las em seu conceito de instituições.

Retorna-se ao início deste tópico: para a definição de instituições deve ser considerada a aplicação e sua utilidade metodológica e teórica. No caso de Douglass North, o foco do autor são as mudanças institucionais amplas no decorrer dos séculos como capazes de definir o desenvolvimento de uma sociedade. Por isso, reduzir as Organizações a simples indivíduos é uma simplificação metodológica possível uma vez que a dinâmica interna das Organizações e seu papel como condicionante do comportamento dos indivíduos sujeitos à ela não é relevante para a evolução de instituições maiores, que sujeitam Organizações e indivíduos, internos e externos a elas. Assim esclarece Hodgson: “agentes individuais agem dentro dos sistemas de regras organizacionais. Por sua vez, sob algumas condições, organizações podem ser tratadas como atores dentro de outros sistemas de regras institucionais mais

---

<sup>92</sup> NORTH, Douglass C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 5, n. 1, p. 97 - 112, jan. 1991, p. 97.

<sup>93</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 16.



abrangentes”<sup>94</sup>; esse foi, inclusive, o esclarecimento que Douglass North forneceu a Geoffrey Hodgson mediante cartas trocadas com ele na década de 90<sup>95</sup>.

Masahiko Aoki e Avner Greif, economistas do "novo" institucionalismo e críticos de Douglass North, define instituições como padrões comportamentais de interação social que cada agente conhece e tem incorporado em sua crença de como o jogo deve ser jogado. Aoki ainda afirma que as instituições se auto-executam e representam as regras introjetadas nos agentes. Assim expressa o autor: “an institution is self-sustaining, salient patterns of social interactions, as represented by meaningful rules that every agent knows and are incorporated as agent`s shared beliefs about how the game is played and to be played”<sup>96</sup>.

Percebe-se que, diferente de Douglass North, Aoki define instituições não como “regras”, mas como “comportamentos”. Uma diferença sutil, porém importante. Para Aoki, uma lei que não tem aplicabilidade ou não é passível de ser exigida não é uma instituição. Aoki defende a necessidade de *enforcement* - execução, aplicação e exigibilidade - como um requisito para caracterizar uma instituição e o autor exemplifica com a obrigação legal de requerer autorização para importação de mercadoria, entretanto, diante da possibilidade de subornar a autoridade, a instituição real seria a livre importação de mercadorias mediante o pagamento de suborno e não a legislação que proíbe o contrabando. Assim esclarece o economista japonês: “The unenforceable law is hardly qualified to be an institution, but the practice of bribing corrupt law enforcers does qualify. (...) In the bribery institution, an attempt by an honest enforcement officer to enforce the law may be frustrated”<sup>97</sup>.

A definição de “instituições” como "comportamento” e não como “regras” desdobra-se em profundas questões teóricas, especialmente tratando-se da mudança institucional. Essa diferença será desenvolvida no tópico final deste capítulo, ao tratar das limitações e críticas ao pensamento de Douglass North.

Outra questão importante da definição de Aoki é elemento de eficácia das instituições. Expressamente, para Aoki, a eficácia das instituições é um requisito necessário em sua própria

---

<sup>94</sup> HODGSON, Geoffrey M. O que são instituições?. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017, p. 121 - 158, p. 137.

<sup>95</sup> Ibidem, p. 151 - 153.

<sup>96</sup> AOKI, M. Endogenizing institutions and institutional change. **Journal of Institutional Economics**, v. 3, n. 1, p. 1- 31, 2007, p. 6.

<sup>97</sup> Ibidem, p. 10.

definição, entretanto, esse elemento também pode ser identificado na definição de Douglass North, ainda que não tão expresso. A definição de Douglass North como "restrições ao comportamento" pressupõe o elemento da aplicação, uma vez que uma instituição que não tem aplicação não seria uma restrição, assim, de maneira subliminar, Douglass North também concebe a eficácia das instituições como um de seus requisitos.

Percebe-se que o conceito de instituições é passível de debate, tendo relevância teórica, prática e ao longo de uma pesquisa. O conceito de Douglass North e as críticas que foram aqui apresentadas serão ressaltados no tópico deste mesmo capítulo denominado "Limitações da Teoria Institucional e do pensamento de Douglass North", entretanto, neste momento, aceita-se o conceito de Douglass North. Adiante, será estabelecida a correlação das instituições - aceitando-se o conceito de Douglass North - e o desenvolvimento.

### **2.3. Instituições e desenvolvimento**

Este trabalho adota a teoria institucional para auxiliar no desenvolvimento legal-institucional brasileiro e para compreender o próprio desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros. Nesse sentido, cabem alguns apontamentos sobre a relação de instituições com o desenvolvimento.

A partir dos anos 50 do século XX, surgiram teorias sobre o desenvolvimento econômica que abandonaram a visão de necessidade de acúmulo capital e abordaram o tema a partir de tecnologias e, posteriormente, passaram a considerar os elementos institucionais<sup>98</sup>. Entretanto, teorias sobre o desenvolvimento são bastante diversas, como por exemplo o Estruturalismo Latino - Americano<sup>99</sup>, o pensamento de Schumpeter<sup>100</sup> e a própria teoria institucional. Mesmo as teorias contribuindo para compreender o desenvolvimento socioeconômico, as semelhanças são limitadas. De fato, o próprio Douglass North criticou o pensamento estruturalista latino-americano<sup>101</sup> ( cujo grande representante é Celso Furtado,

---

<sup>98</sup> EVANS, Peter. Além da "Monocultura Institucional": instituições, capacidades e o desenvolvimento deliberativo. **Sociologias**, Porto Alegre, n. 9, p. 20-63, Jan. 2003, p. 21.

<sup>99</sup> MAYHEW, Anne. O início do institucionalismo. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017, p. 185 - 222, p. 205 - 206.

<sup>100</sup> NELSON, R. Richard; WINTER, Sidney G. **An evolutionary theory of economic change**. Cambridge: Harvard University Press, 1982, p. 201 - 202.

<sup>101</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 170.

que Douglass North eventualmente suspeitou ser comunista após encontrar-se com ele em uma visita ao Brasil realizada pelo ganhador do Nobel na década de 60<sup>102</sup>).

Tratando-se de desenvolvimento pela perspectiva institucional, foi Douglass North o responsável pelo amadurecimento da associação entre instituições e desenvolvimento<sup>103</sup>, inclusive, surgindo diferentes formas de correlação: entre (i) instituições e tecnologia e a (ii) de instituições e custos de transação, sendo essa última relação bem desenvolvida por Douglass North.

Primeiramente, compreende-se "tecnologia" como procedimentos necessários e disponíveis para alcançar resultados, podendo ser uma tecnologia humana - coordenação social, divisão social de trabalho, relações sociais, distribuição de recursos - , ou uma tecnologia física - insumos, materiais, ferramentas. Em seguida, assume-se que instituições podem ser compreendidas como as forças que moldam as tecnologias sociais. Nesse sentido, o desenvolvimento econômico seria facilitado - ou dificultado - em razão das instituições que condicionam a coordenação social, divisão de trabalho e alocação de recursos utilizados para alcançar objetivos determinados<sup>104</sup>.

Em argumento similar, Douglass North utiliza a teoria dos jogos para estabelecer a relação entre instituições e desenvolvimento. O autor questiona a dificuldade de cooperação entre jogadores que não gozam de informações mútuas, especialmente considerando rodadas sucessivas. Essa dificuldade é superada - ou acentuada - pelas instituições, as quais são responsáveis pela geração de confiança entre os jogadores e redução dos custos de transação facilitando a cooperação<sup>105</sup>. Portanto, segundo Douglass North, as instituições estão relacionadas com desenvolvimento ao facilitar transações e cooperação entre agentes econômicos.

Conforme será narrado no tópico seguinte, segundo Douglass North, o grau de importância dos agentes econômicos conhecerem com quem transacionam é um indicador da

---

<sup>102</sup> BOIANOVSKY, M.; MONASTERIO, L. O encontro entre Douglass North e Celso Furtado em 1961 : visões alternativas sobre a economia nordestina. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 72, n. 3, p. 275-291, ago. 2018. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/72601>>. Acesso em: 21 Abr. 2020., p. 13 - 14.

<sup>103</sup> NELSON, Richard R. What enables rapid economic progress: what are the needed institutions? **Research Policy**, New York, v. 37, p. 1 - 11, 2008. p. 1.

<sup>104</sup> Ibidem, p. 1- 3.

<sup>105</sup> NORTH, Douglass C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 5, n. 1, p. 97 - 112, jan. 1991, p. 97.

complexidade econômica de uma sociedade e a eficiência das instituições. Sociedades em que as transações dependem da intimidade entre os agentes econômicos apresentam instituições frágeis e economias pouco desenvolvidas. Ressalta-se que uma discussão suscitada a partir de leituras das obras de Douglass North é a identificação e construção das “instituições necessárias” e “desejadas”, as quais maximizariam o desenvolvimento econômico<sup>106</sup>.

Peter Evans, expoente da sociologia econômica, ressalta o que chamou de “virada institucional”, que segundo o autor, motivaria reflexões criativas sobre como promover o desenvolvimento. Entretanto, essa visão foi deturpada. Conforme prossegue o autor, o foco em reformar instituições para alcançar o desenvolvimento resultou em “imposição de versões idealizadas de instituições anglo-americanas baseadas em planejamentos, cuja aplicabilidade presumivelmente transcende as culturas e circunstâncias nacionais.”<sup>107</sup> Dessa forma, organismos internacionais, consultores, formadores de políticas públicas elaboram em harmonia um ditado de como as instituições nos países pobres deveriam ser<sup>108</sup>. Peter Evans definir esse processo como “monocultura institucional”: a crença de que as instituições podem ser implantadas em países pobres independente de fatores culturais ou peculiaridades locais; adotando-se, sem questionamentos, instituições formais seguindo um modelo anglo-americano e ignorando-se fatores informais, sociais.<sup>109</sup>

Percebe-se, dessa forma, que os temas de “instituições e desenvolvimento”, mesmo depois de décadas, ainda está longe de ser compreendido e não seriam em alguns parágrafos neste trabalho que o tema seria resolvido. Este tópico importa neste trabalho quando se pensa o mercado acionário brasileiro, com expressa referência ao *Neue Market* alemão e suscita questionamentos sobre as limitações dos avanços institucionais<sup>110</sup>. O tema será desenvolvido no capítulo seguinte no tópico “Abordagem Institucional do Mercado Acionário Brasileiro”.

---

<sup>106</sup> NELSON, Richard R. op. cit. p. 1.

<sup>107</sup> EVANS, Peter. Além da “Monocultura Institucional”: instituições, capacidades e o desenvolvimento deliberativo. *Sociologias*, Porto Alegre, n. 9, p. 20-63, Jan. 2003, p. 28.

<sup>108</sup> *Ibidem*, p. 28.

<sup>109</sup> *Ibidem*, p. 28 - 29.

<sup>110</sup> FAMÁ, Rubens. RIBEIRO, Ramon Martinez. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro o novo mercado *Revista de Administração*, São Paulo v.37, n.1, p.29-38, jan. 2002, p. 29 - 30.

Após compreender o conceito as instituições e sua relevância para repensar o desenvolvimento, será tratada da teoria de Douglass North mediante a reunião de vários artigos elaborados pelo autor ao longo da década de 90.

#### **2.4. Teoria do Douglass North**

Douglass North, utilizando de uma visão histórica e evolutiva, afirma que em sociedades coletoras e caçadoras, as transações são rudimentares e ocorrem entre indivíduos de uma mesma comunidade. Nesse modelo primitivo, eventual quebra de acordos era resolvido pela força. Entretanto, com o ganho de complexidade da sociedade, de coletoras para comércios mais simples (comercio regional, bazares, posteriormente rotas comerciais e caravanas), tornou-se necessário ganhos de confiança para estabelecimento de trocas comerciais, uma vez que os negociantes não se conheciam intimamente e nem sempre a força física resolveria eventuais desavenças, como no estágio anterior. Na ausência do Estado, a religião representava a instituição capaz de determinar comportamentos individuais. Nesse momento, a capacidade das diferentes sociedades de garantir cooperação variava muito.<sup>111</sup>

A mudança de sociedades nômades para sociedades sedentárias, a especialização do trabalho, produção em maior escala e expansão das rotas comerciais suscita uma nova questão: os problemas de agência. Nesse caso, enquanto um produtor ou comerciante sedentário entregaria a um comerciante móvel a produção, esse último seria encarregado de vendê-lo em longas distâncias. Essa relação pode ser conflituosa quanto a forma de distribuir eventuais perdas, riscos e ganhos. Além disso, a celebração de contratos torna-se mais custosa, especialmente considerando mecanismos para garantir seu cumprimento<sup>112</sup>.

Concomitante a isso, o comércio em longas distâncias exigiu padronização de pesos, medidas, tarifas, meios de troca, mecanismos jurídicos para ordenar relações comerciais, formas de coerção para cumprimento de contratos, organização de estruturas autônomas ou heterônomas para cumprimento dos acordos e sanções aos que não eram capazes de manter os acordos. Por isso, o ganho da complexidade das relações comerciais, laborais e econômicas gerando vínculos impessoais, torna necessário melhorar as garantias das transações e da cooperação<sup>113</sup>.

---

<sup>111</sup> NORTH, Douglass C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 5, n. 1, p. 97 - 112, jan. 1991, p. 99.

<sup>112</sup> Ibidem, p. 100.

<sup>113</sup> Ibidem, p. 101.

Já em uma fase pré industrial e industrial, no longo prazo, considerando os investimentos em capital fixo e imobilização dos recursos, tornam-se necessário ambientes em que eram assegurados os direitos de propriedade, sistemas judiciais que permitiam contratos e negociações de baixo custo transacional, proteção ao investimento, estabilidade para que atividade produtiva não seja interrompida. Por fim, na atualidade ocidental, a economia é marcada pela especialização da atividade laboral e conectividade dos mercados internacionais, marcada pela interdependência de todas as atividades econômicas, distribuição de bens e serviços. São sociedades predominantemente urbanas, dependentes de transações e, por isso, orientadas para salvaguardar a propriedade privada<sup>114</sup>.

"These very schematic stages appear to merge one into another in a smooth story of evolving cooperation. But do they?"<sup>115</sup>

Apesar da história ocidental aparentar uma concatenação em cada um desses estágios, o que motivaria a ideia de uma teleologia da história das sociedades, das instituições e de suas economias, Douglass North ressalta que não há nenhuma força impulsionadora de cooperação e segurança jurídica na história de qualquer sociedade e nem há forças autônomas que mudam esses estágios. De fato, cada uma dessas etapas ainda encontra exemplos atuais: comercial tribal em caravanas no Oriente, por exemplo, representam o comércio inicial dependente de relações pessoais para se concretizar<sup>116</sup>. Dessa forma, cada estágio pode ser exemplificado em alguma sociedade contemporânea, apesar das várias mudanças tecnológicas ao longo dos séculos. Por isso, surgem questionamentos sobre o momento em que instituições se modificam ou desaparecem e constata-se que é falsa a crença que sociedades e indivíduos, espontânea e naturalmente, investirão tempo, energia e recursos materiais em atividades que promoverão a evolução institucional e econômica.

Douglass North esclarece a razão da diversidade de instituições mesmo em sociedades em estágios iniciais: "bandos e tribos enfrentavam problemas diferentes em climas diferentes, dotados de recursos diferentes e com capacidades humanas diferentes. Daí surgiam soluções

---

<sup>114</sup> Ibidem, p. 102.

<sup>115</sup> Ibidem, p. 102.

<sup>116</sup> Ibidem, p. 102.

diferentes para os problemas comuns de sobrevivência, compreendendo diferentes línguas, costumes, tradições”<sup>117</sup>.

A eficiência das instituições pode ser classificada em três dimensões: (i) facilitação da mobilidade de capital; (ii) redução dos custos de informação; (iii) diluição do risco<sup>118</sup>. Esses elementos foram perceptíveis na história econômica ocidental: o surgimento dos títulos de crédito, metodologias de auditoria e contabilidade, surgimento de empresas de seguro capazes de diversificar o risco, e os mercados de capitais<sup>119</sup>.

De fato, conforme afirma Douglass North, mercados idealmente eficientes são caracterizados pela acirrada competição entre os agentes econômicos e pelas transações cujo custo é zero, transações essas em contexto de informação plenamente disponível a todos os agentes econômicos<sup>120</sup>. Entretanto, esse mercado ideal não existe. De fato, o poder de barganha e o acesso a informações são relevantes nos mercados reais<sup>121</sup>.

Douglass North questiona qual ingrediente estava presente na Europa Ocidental, que levou à evolução das instituições para a facilitação da cooperação e o desenvolvimento enquanto em outros lugares as instituições ou sofreram poucas modificações ou evoluíram de forma a manter a economia estagnada. A resposta inicial seria a competição dos países e cidades européias para atrair comerciantes e investidores, desenvolvendo instituições em favor das garantias de propriedade privada e redução dos custos de transação<sup>122</sup>.

Essa resposta inicial, de que existiria uma busca racional para construção de instituições favoráveis ao desenvolvimento econômico e que, as instituições contrárias ao desenvolvimento econômico seriam eliminadas apresentada assemelha-se a um argumento de seleção natural e é refutada por Douglass North.

Primeiramente, North afirma que a evolução das instituições depende da interação entre elas e as organizações, sendo essas últimas as catalisadoras da evolução institucional. “It

---

<sup>117</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 157.

<sup>118</sup> NORTH, Douglass C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 5, n. 1, p. 97 - 112, jan. 1991, p. 105.

<sup>119</sup> Ibidem, p. 105 - 106.

<sup>120</sup> NORTH, Douglass C. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, v. 84, n. 3, p. 359 - 368, p. 360.

<sup>121</sup> Ibidem p. 361.

<sup>122</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 157 - 158.

is the interaction between institutions and organizations that shapes the institutional evolution of an economy.”<sup>123</sup> Para compreender como as organizações alteram as instituições, o autor aborda o processo de decisões e escolhas dos indivíduos.

Os agentes econômicos se comportam a partir de seus modelos mentais. Baseando-se em teorias do conhecimento e aprendizagem, Douglass North define modelos mentais como estruturas mentais elaboradas para compreender a realidade complexa mediante processos de memorização, classificação e organização de experiências. Esses modelos se sujeitam a processos de correção por *Feedback* que confirmam ou corrigem esses modelos.<sup>124</sup> Assim afirma Douglass e Arthur Denzau: “the entire structure of the mental model is derived from the experiences of each individual - experiences that are specific to the local physical environment and the socio-cultural linguistic environment”<sup>125</sup>

Valendo-se desses modelos mentais, os indivíduos são aptos a explicar a realidade e, pelo processo de retroalimentação, são capazes de aprender: “the mental modelo will evolve to reflect the Feedback derive from new experiencies - Feedback that may strengthen and confirm our initial categories and model or that may lead to modifications: in short, learning”<sup>126</sup>.

A elaboração dos modelos mentais não é um processo individual e isolado. Esses modelos são influenciados pelo que se herda com aprendizado linguístico e processo de transferência de normas, valores e crenças entre gerações; processo esse definido como “cultura” por Douglass North<sup>127</sup>.

O processo cultura de transferência de valores e normas, além de construir os modelos mentais individuais também aproxima os modelos dos diferentes indivíduos, construindo o que Douglass North chama de modelo mental compartilhado. Douglass North e Arthur Denzau resumem: “the cultura heritage provides a means of reducing the divergence in the

---

<sup>123</sup> NORTH, Douglass C. Economic Performance Through Time, **The American Economic Review**, v. 84, n. 3, p. 359 - 368, p. 361.

<sup>124</sup> NORTH, Douglass C. The Historical Evolution of Politics. **International Review of Law and Economics**. v. 14, p. 381 - 391, 1994, p. 383.

<sup>125</sup> DENZAU, A. T., & NORTH, D. C.. Shared Mental Models: Ideologies and Institutions. **Kyklos**, v. 47, n.1 , p. 3 - 31, 1994, p. 14.

<sup>126</sup> Ibidem, p. 13.

<sup>127</sup> NORTH, Douglass C. The Historical Evolution of Politics. **International Review of Law and Economics**. v. 14, p. 381 - 391, 1994, p. 384.



mental model that people in a society have and also constitutes a means for the intergenerational transfer of unifying perceptions”.<sup>128</sup> Esses modelos mentais compartilhados também facilitam a comunicação entre indivíduos, uma vez que tanto emissor quanto receptor apresentam modelos mentais semelhantes, a transmissão de informações é facilitada e reduz-se a divergência entre o que é emitido e o que é recebido<sup>129</sup>.

O mais importante para compreender a mudança institucional e perceber que esses modelos mentais compartilhados também resultam em compreensões e explicações da realidade coincidentes. Assim afirmar Douglass North e Arthur Denzau: “cultural learning (...) not only provided a means of internal communication but also provided shared explanations for phenomena outside of the immediate experience of the members of the society in the form of religious, myths and dogmas”<sup>130</sup>.

Poderia-se argumentar que os modelos mentais individuais e compartilhados seriam corrigidos pelos processos de *Feedback*, entretanto, Douglass e Arthur ressaltam a capacidade limitada dos indivíduos de processarem informações, o que torna os processos de retroalimentação incapazes de corrigir perfeitamente os modelos mentais<sup>131</sup>.

Os modelos mentais, individuais e compartilhados, definem a forma como compreende-se a realidade, resolve-se problemas e como indivíduos avaliam como a realidade deve ser. Dessa avaliação, indivíduos constroem e modificam as instituições, que são a forma externa dos agentes ordenarem a realidade que enfrentam - “the mental models are the internal representations that individual cognitive systems create to interpret the environment; the institutions are the external (to the mind) mechanism individuals create to structure and order the environment”<sup>132</sup>.

Percebe-se, portanto, um fenômeno cíclico: os modelos mentais - individuais e coletivos - são construídos sob a influência das instituições - valores, normas, taboos - e são a forma como indivíduos compreendem e alteram a realidade, mediante construção e modificação das instituições. Dessa forma, na medida em que indivíduos tentam alterar a

---

<sup>128</sup> DENZAU, A. T., & NORTH, D. C.. Shared Mental Models: Ideologies and Institutions. *Kyklos*, v. 47, n.1, p. 3 - 31, 1994, p. 15.

<sup>129</sup> *Ibidem*, p. 18.

<sup>130</sup> *Ibidem*, p. 15.

<sup>131</sup> *Ibidem* p. 4.

<sup>132</sup> *Ibidem*, p. 4.

realidade, acabam presos em uma armadilha e insistem no caminho já trilhado. Esse processo é denominado “dependência da trajetória” e é um dos conceitos mais importantes do ganhador do Nobel de Economia.

Por essa razão, as sociedades não apresentam instituições convergentes e não caminham todas juntas na direção do desenvolvimento econômico. Respondendo à pergunta apresentada por Douglass North e descrita neste trabalho: por que sociedades ocidentais evoluíram de forma a facilitar a cooperação e o desenvolvimento econômico enquanto outras sociedades não percorreram o mesmo caminho? A resposta são os modelos mentais iniciais e primários que reproduzem instituições desfavoráveis em razão dos processos de aprendizagem: “the presence of learning creates path - dependence in ideas and ideologies and then in institutions”<sup>133</sup>.

Em razão dos processos de aprendizagem e da transferência de valores mediante a hereditariedade cultural, afastar-se de uma trajetória pode ser difícil. Ademais, Douglass North ressalta que as mudanças institucionais não são repentinas ou fruto de uma revolução radical, mas graduais e lentas. Assim, as mudanças institucionais não decorrem de guinadas, mas em alterações incrementais graduais<sup>134</sup>. Ao mencionar o fim do feudalismo, Douglass North esclarece que é resultado de “uma agregação de literalmente milhares de pequenas alterações específicas nos acordos entre senhores e servos, que na totalidade contribuíram para uma fundamental mudança institucional”<sup>135</sup>.

Outro ponto relevante abordado por Douglass North é a relação de instituições formais e informais quanto à mudanças institucionais. Douglass afirma que mesmo com mudanças nas instituições formais, as instituições informais são tenazes em resistir à mudança, o que resultaria em mudanças menos drásticas do que inicialmente poderia-se imaginar<sup>136</sup>. Além disso, seguindo a terminologia de Douglass North, Gonzalo Caballero e David Soto-Oñate afirmam que a tentativa de transplante de instituições e leis “desejáveis” em países que

---

<sup>133</sup> Ibidem, p. 27.

<sup>134</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 151 - 153.

<sup>135</sup> Ibidem, p. 153.

<sup>136</sup> Ibidem, p. 156.

necessitam aprimorar suas instituições corre o risco de serem rejeitadas ou desvirtuadas em razão das diferenças de custos de transação, modelos mentais<sup>137</sup>.

Conforme Douglass North descreve, o leque de possibilidades para a mudança institucional é limitado pelas próprias instituições presentes no momento da mudança que, por sua vez, afetam os modelos mentais dos indivíduos. Assim afirma Douglass North: “a dependência da trajetória consiste em um modo de estreitar conceitualmente o conjunto de escolhas e encadear a tomada de decisões no decorrer do tempo”<sup>138</sup>.

Douglass North avalia a evolução institucional dos Países Baixos, Inglaterra e Espanha e constata que os dois primeiros países foram um sucesso no desenvolvimento econômico em razão do caminhar de suas instituições para redução da expropriação, proteção dos direitos de propriedade e liberdades individuais, redução dos gastos públicos, fortalecimento de transações impessoais, o que reduziu os custos de transação. Em contraposição, a Espanha permaneceu em um caminho de insucesso institucional, o que resultou em aversão à livre iniciativa, ao desenvolvimento econômico e em favor de benefícios pessoais, gerando elevação dos custos de transação. As instituições da Espanha se replicaram na América Latina<sup>139</sup>, conforme Douglass North afirma: “after Latin American countries became independent, they simply substituted centralized local bureaucratic controls for those from Madrid”<sup>140</sup>.

A explicação do subdesenvolvimento latino-americano em comparação com o sucesso norte-americano é um foco de Douglass North. O autor narra que as instituições britânicas nas colônias norte-americanas foram as precursoras do desenvolvimento institucional dos Estados Unidos pós-independência: a Constituição Americana, a regulamentação da aquisição de terras (Ordenança do Noroeste) e a regulamentação da navegação no Mississippi, foram consequentes da herança inglesa<sup>141</sup>.

---

<sup>137</sup> CABALLERO, G. SOTO-OÑATE, D. The diversity and rapprochement of theories of institutional change: original institutionalism and new institutional economics. **Journal of Economic Issues**. v.49, n. 4, p. 947 - 977, dez. 2015, p. 963 - 964.

<sup>138</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 168.

<sup>139</sup> NORTH, Douglass C. The Historical Evolution of Politics. **International Review of Law and Economics**. v. 14, p. 381 - 391, 1994, p. 386 - 390.

<sup>140</sup> Ibidem, p. 390.

<sup>141</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 164 - 176.

Em sentido similar, as instituições ibéricas centralizadoras e burocráticas foram deixadas aos países latino - americanos, que foram incapazes de alterar essa realidade, em que pese tentativas de construção de federações, que se mantêm e maximiza os custos de transação e, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico<sup>142</sup>. Assim afirma Douglass North:

A persistência do padrão institucional que fora imposto pela Espanha e por Portugal continuou a desempenhar um papel fundamental na evolução das polícias e percepções latino-americanas é a distinguir a historia da região, apesar da imposição, após a independência, de um conjunto de regras semelhante ao da tradição institucional britânica que conformou a trajetória da America do Norte<sup>143</sup>.

O pensamento de Douglass North é mais sofisticado do que o breve resumo apresentado aqui, entretanto, acredita-se que este tópico dedicado exclusivamente ao autor é o suficiente para compreensão de sua contribuição e aplicação neste trabalho. O tópico adiante ressalta um ponto importante para a teoria de Douglass North e toda teoria institucional: a mudança institucional.

## **2.5. Mudanças institucionais por Douglass North e pela Nova Economia Institucional**

Neste tópico serão apresentadas algumas teorias sobre mudança institucional, a posição do pensamento de Douglass North em relação às demais teorias institucionais e comentários sobre o pensamento do autor. Neste momento, retoma-se a importância da definição de instituição apresentada anteriormente,

A mudança institucional como objeto de pesquisa não tem relevância para o pensamento neoclássico em que os custos de transação são zero e em pensamentos que argumentam processo similar a "seleção natural" para instituições, em que as inadequadas e adversas ao desenvolvimento são eliminadas e substituídas por instituições eficientes<sup>144</sup> - argumentos já descritos neste trabalho e foram apresentados e refutados por Douglass North<sup>145</sup>. Entretanto, tratando-se da necessidade de teorias econômicas que esclareçam

---

<sup>142</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 175 - 176.

<sup>143</sup> Ibidem, p. 176.

<sup>144</sup> CABALLERO, G. SOTO-OÑATE, D. The diversity and rapprochement of theories of institutional change: original institutionalism and new institutional economics. **Journal of Economic Issues**. v.49, n. 4, p. 947 - 977, dez. 2015, p. 959 - 960.

<sup>145</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 157 - 158.

mudanças institucionais em países em desenvolvimento e economias de transição do socialismo para o capitalismo, as mudanças institucionais são tema relevante<sup>146</sup>.

Da mesma forma que existe variedade entre os conceitos de instituições, existe uma igual multiplicidade de teorias sobre as mudanças institucionais. Os institucionalistas Christopher Kingston e Gonzalo Caballero, estabeleceram uma tipologia de teorias econômicas sobre essas mudanças, em que as teorias institucionais podem focar: (i) nas ações coletivas que percebem a mudança como um processo político arquitetado por uma autoridade central ou um grupo político, ambos focados em maximização do bem-estar pessoal - Elinor Ostrom é uma representante dessa teoria<sup>147</sup>; (ii) em uma visão evolucionária, em que as mudanças institucionais são resultado de processos difusos, descentralizados, não intencionais, não previstos e não coordenados<sup>148</sup>; (iii) no equilíbrio entre crenças de como os agentes devem se comportar e como realmente se comportam, tendo como representantes Masahiko Aoki e Avner Greif; a essa abordagem dá-se o nome de “Equilibrium View”<sup>149</sup>. Primeiramente será esclarecida a visão baseada no equilíbrio e, em seguida, a mudança institucional focada no planejamento e a evolucionária, apresentando qual delas Douglass North se aproxima.

Masahiko Aoki, economista institucional representante da visão baseada no equilíbrio e crítico de Douglass North, afirma que a mudança institucional é a alteração das estratégias dos agentes que afetam e são afetadas pelas crenças desses mesmos agentes; assim afirma Aoki: “a change in institution is to be characterized by a quantum shift in the equilibrium constellation of agents’s strategies such as to generate, as well as be induced by, substantive changes in agents shared behavioral beliefs”<sup>150</sup>. Trata-se de um processo em que as crenças alteram a aprendizagem e o padrão de comportamento dos indivíduos, de forma que, coletivamente, reconheça-se que as regras do jogo mudaram; essa mudança de comportamento geraria um *feedback* que os indivíduos já esperavam. Finalmente, da mudança

---

<sup>146</sup> KINGSTON, C.; CABALLERO, G. Comparing Theories of Institutional Change. **Journal of Institutional Economics**, v. 5, n. 2, p. 151 - 180, 2009, p. 151.

<sup>147</sup> Ibidem, p. 155.

<sup>148</sup> Ibidem, p. 160 - 167.

<sup>149</sup> Ibidem, p. 170.

<sup>150</sup> AOKI, M. Endogenizing institutions and institutional change. **Journal of Institutional Economics**, v. 3, n. 1, p. 1- 31, 2007, p. 18.

institucional nasceria um novo equilíbrio entre crenças e comportamentos<sup>151</sup>. A visão baseada em equilíbrio aqui tratada, será resgatada no tópico seguinte ao referir-se as limitações da teoria de Douglass North e as críticas apresentadas por Avner Greif.

Para tratar das outras duas visões de mudança institucional, é preciso separar instituições formais - escritas e, em geral, emanadas do Estado - e instituições informais - valores, taboos, normas sociais. As instituições formais, tendem a ser alteradas por processos políticos, centralizados seja por uma autoridade ou por um grupo político, aproximando-se de uma visão de mudança institucional por ações coletivas. Por outro lado, instituições informais tendem a ser modificadas por processos difusos, descentralizados e mais próximo de um processo evolucionário.

Ja foi dito que a visão de Douglass North é evolucionária, mas não é apenas evolucionária.

O elemento evolucionário da teoria de Douglass North manifesta-se nos processos de aprendizagem dos indivíduos, resultando em modelos mentais errôneos que, por sua vez, afetam as escolhas individuais, inclusive, as escolhas para as mudanças institucionais, conforme já foi apresentado. Entretanto, Douglass North também ressalta a possibilidade de mudanças nas instituições formais mediante processos políticos coordenados por uma autoridade ou grupo político.

Segundo a leitura de Chistopher Kingston e Gonzalo Caballero do trabalho de Douglass North, da combinação de instituições formais e informais e de seus próprios processos de modificação resulta-se um equilíbrio institucional<sup>152</sup> (bem diferente do equilíbrio de Masahito Aoki apresentado anteriormente), conforme extraí-se de um fragmento de Douglass North:

por mais que ocorra uma mudança indiscriminada nas regras formais, ao mesmo tempo vai subsistir varias restrições informais bastante tenazes, ja que ainda resolvem problemas básicos de troca entre os particulares, sejam eles sociais, políticos ou econômicos. O resultado com o decorrer do tempo tende a ser uma reestruturação das restrições gerais - em ambas as direções - para que se gera um novo equilíbrio, bem menos revolucionário.<sup>153</sup>

---

<sup>151</sup> Ibidem p. 21.

<sup>152</sup> KINGSTON, C.; CABALLERO, G. Comparing Theories of Institutional Change. **Journal of Institutional Economics**, v. 5, n. 2, p. 151 - 180, 2009, p. 168.

<sup>153</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 156.

O equilíbrio mencionado por Douglass North é a ausência de desejos dos jogadores em alterar as regras do jogo, uma vez que o custo para alterar as regras é maior do que os eventuais benefícios gerados por eventual mudança. Dessa forma, a definição do autor é a seguinte: “seria uma situação na qual, considerando-se o poder de barganha dos atores e o conjunto de negociações contratuais que constituem a troca econômica total, nenhum dos atores acharia vantajoso destinar recursos para reestruturar os acordos”<sup>154</sup>.

A presença de elementos evolucionários, para tratar da mudança em instituições informais, e de elementos políticos, para abordar mudança de instituições formais, motivam os economistas institucionais Christopher Kingston e Gonzalo Caballero a caracterizar a teoria de Douglass North como uma mistura de evolucionismo e planejamento - “blending evolution and design”.<sup>155</sup>

Outro elemento importante para descrever o processo de mudança institucional é a sua origem. Masahiko Aoki questiona se as regras do jogo são modificadas pro eventos alheios ao jogo e os jogadores por sua vez apenas respondem a essas alterações ou se as regras são construídas enquanto as rodadas se sucedem e dentro do próprio jogo. Na primeira hipótese teríamos mudanças exógenas, ao passo que na segunda hipótese teríamos uma mudanças endógena<sup>156</sup>.

Conforme apresentado, a teoria de Douglass North aponta elementos endógenos e exógenos da mudança institucional. Como elemento endógeno de mudança, tem-se a formulação de leis, códigos, constituições e políticas públicas. Por outro lado, ele reconhece mudanças institucionais exógenas, como variações demográficas (natalidade, pandemias por exemplo) e inovações tecnológicas<sup>157</sup>.

Por fim, tratando de mudanças institucionais, os sujeitos que as promovem, segundo Douglass North, são os jogadores, ou seja, as Organizações.

Entre as mudanças promovidas pelas Organizações, tem-se as tecnologias que reduziram custos de transação, a exemplo dos títulos de crédito, letras de câmbio, tecnologia

---

<sup>154</sup> NORTH, Douglass C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 5, n. 1, p. 97 - 112, jan. 1991, p. 148.

<sup>155</sup> KINGSTON, C.; CABALLERO, G. op. cit, p. 167 - 168.

<sup>156</sup> AOKI, M. op. cit. p. 1-2.

<sup>157</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 148 - 149.

contábil e atuaria, mercado de capitais, conforme já apresentado por Douglass North<sup>158</sup> e já descrito em tópicos anteriores. Por outro lado, entre as mudanças endógenas que as Organizações promovem, o autor destaca o *lobby*, pressões políticas mediante organizações empresariais e associações comerciais. Na hipótese das Organizações vislumbrarem a possibilidade de modificar as regras do jogo para seu próprio benefício, “compensará constituir organizações intermediárias (associações comerciais, grupos de *lobby*, comitês de atuação política) entre as organizações econômicas e órgãos políticos para que se efetuem os eventuais ganhos com a mudança política”<sup>159</sup>.

Neste tópico foi apresentada a diversidade de teorias sobre as mudanças institucionais, foram retomados os conceitos de instituições, apresentada com maior detalhes a abordagem de Douglass North e sua posição em relação a outras visões teóricas.

Até este momento, houve maior foco em apresentar trabalhos pioneiros e os autores mais representativos de algumas linhas de pensamento institucional, esclarecer suas diferenças e abordar suas principais discussões. Dessa forma, a principal preocupação até aqui era esclarecer de forma pedagógica o pensamento institucional. Adiante serão apresentados trabalhos atuais que aplicam o pensamento de Douglass North e a abordagem institucional, especialmente para a realidade brasileira.

## **2.6. Aplicações, limitações e perspectivas do pensamento de Douglass North**

Neste capítulo foram apresentadas resumidamente as teorias institucionais na sociologia e na ciência política e, com maiores detalhes, também foi apresentada a economia institucional, centrando no trabalho do expoente do “velho” institucionalismo, Thorstein Veblen, e apontadas diferenças e semelhanças com o “novo” institucionalismo. Em seguida, foram discutidas definições de instituições, com foco na definição apresentada por Douglass North. Adiante, foi discutida a relação entre instituições e desenvolvimento, demonstrando a dificuldade do tema e ausência de consenso. Adiante, foi apresentada a teoria de Douglass North. Logo depois foi apresentada uma tipologia sobre a mudança institucional considerando a diversidade de trabalhos da economia institucional e como Douglass North se posiciona nessa classificação.

---

<sup>158</sup> NORTH, Douglass C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 5, n. 1, p. 97 - 112, jan. 1991, p. 105 - 106.

<sup>159</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 149 - 150.



No tópico final deste capítulo serão apresentados dois trabalhos que aplicam a teoria de Douglass North e, valendo-se do que foi discutido até agora, serão feitas ponderações sobre os dois trabalhos; inicialmente será apresentado um trabalho sobre o setor de óleo e gás no Brasil e outro trabalho sobre o desenvolvimento institucional colonial brasileiro, ambos utilizando o pensamento de Douglass North como sustentação teórica. Em seguida, serão descritas críticas e limitações ao pensamento de Douglass North, demonstrando os pontos que demandam maior desenvolvimento teórico.

María José Paz questiona a razão da manutenção da dominância da Petrobras no setor de óleo e gás, apesar do fim de seu monopólio legal. Inicialmente a autora avalia a evolução de algumas instituições brasileiras que regem o setor de petróleo e gás a partir da visão de Douglass North. Inicialmente descreve algumas mudanças institucionais: a quebra do monopólio' a lei 9.478/1997 (“lei do petróleo”); o surgimento da Agência Nacional do Petróleo (ANP); o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) vinculado ao Ministério de Minas e Energia. Em seguida a autora ressalta que, apesar das mudanças institucionais formais, não houve mudanças na relação do Estado com a Petrobras, a utilização da empresa para políticas públicas. Essa relação, por sua vez, afetaria o próprio setor, na medida em que a Petrobras gozaria de informações privilegiadas e isso interferiria no sucesso das rodadas de leilões das reservas de petróleo, que por sua vez reduziria a concorrência do setor de petróleo e manteria, na prática, o monopólio de petróleo pela Petrobras. Por fim, a autora ressalta relação mudanças institucionais formais com as instituições informais, no caso, a relação política da empresa com o Estado brasileiro<sup>160</sup>. Assim, ao afirmar que as reformas foram bem menos liberais do que aparentavam, a autora ressalta como causa a persistência das instituições informais que conectam a empresa com políticas energéticas: “the persistence of some informal rules that characterize the relationship between Petrobras and the state, especially the interdependence between Petrobras’s strategy and Energy policy”<sup>161</sup>.

O trabalho de María José Paz acerca do setor óleo e gás brasileiro com base na teoria de Douglass North merece ponderações. A autora reconhece (i) a proximidade da Petrobras com o Estado brasileiro; (ii) a possibilidade da empresa gozar de informações privilegiadas no caso dos leilões para exploração de petróleo; (iii) que a empresa é um instrumento da política

---

<sup>160</sup> PAZ, Maria Jose. Institutional change and state-owned enterprises: reflections from the Petrobras case study, *Public Management Review*, v. 17, n. 6, p. 791 - 811, 2015, p. 792 - 809.

<sup>161</sup> Ibidem, p. 807 - 808.

energética nacional e, por tudo isso, a empresa mantém o monopólio da exploração do petróleo, afastando eventuais concorrentes. Todas essas características apresentadas pela autora afastam a Petrobras de ser apenas uma simples jogadora e a aproxima da definição de ser uma regra do jogo. Talvez a teoria de Douglass North e suas definições de instituições e Organizações - ou “regras do jogo” e “jogadores” - não sejam as mais adequadas para abordar setores com pouca ou nenhuma concorrência ou para tratar de ambientes com empresas controladas pelo Estado em que é difícil separar as instituições das Organizações.

Outra limitação da teoria de Douglass North é a sua capacidade de explicar a replicação de instituições, com importante trabalho do historiador Luiz Paulo Ferreira Nogueirol.

Inicialmente o Luiz Nogueirol, com base no trabalho de Douglass North, relata a diferença de instituições da Holanda e dos países ibéricos - Portugal e Espanha - no século XVII. O autor afirma que os holandeses, naquele período, já apresentavam instituições como mercado de capitais, letras de cambio, títulos de crédito e já eram orientados por pensamentos e comportamentos liberais, enquanto Portugal e Espanha eram orientados pelo mercantilismo, por redução da liberdade de empreendimento em favor dos monopólios, excessiva burocracia e regulação econômica<sup>162</sup>.

Valendo-se de fontes primárias do século XVIII, o autor demonstra semelhanças entre as legislações comerciais de Salvador e Buenos Aires, e confirma que colônias ibéricas e apresentam quadros institucionais semelhantes, marcados pela centralização burocrática e alto custo de transação<sup>163</sup>. Em seguida, Luiz Paulo Ferreira Nogueirol, mediante fontes primárias, avalia as instituições deixadas pelos holandeses no Brasil após ocuparem Olinda e Recife no século XVII, mediante a Companhia Holandesa das Índias Orientais- entidade de moldes empresariais dos holandeses - e constata semelhanças com as instituições ibéricas. Adiante, o autor ressalta que após a expulsão dos holandeses do atual Pernambuco, os colonizadores se instalaram no Caribe, onde, novamente, reproduziram instituições semelhantes às ibéricas<sup>164</sup>. Em expressa referência ao Douglass North, o autor questiona: "Não se afirmava, até pouco

---

<sup>162</sup> NOGUEROL, Luiz Paulo Ferreira. Metrôpoles diversas e colônias semelhantes - uma análise crítica da hipótese das transferências institucionais entre metrôpoles e colônias. *Nova econ.*, Belo Horizonte, v. 26, n. 2, p. 465-490, ago. 2016, p. 475 - 477.

<sup>163</sup> Ibidem, p. 468 - 475.

<sup>164</sup> Ibidem, p. 478 - 484.

tempo atrás, que os mortos se agarram aos vivos, limitando-lhes a liberdade de movimento, e que a sociedade presente herdou elementos de sociedades passadas sem disso ter consciência?”<sup>165</sup>

De fato, conforme o historiador resgata do pensamento de Douglass North, os holandeses do século XVII construíram instituições "positivas", enquanto os portugueses e espanhóis desenvolveram instituições refratárias ao desenvolvimento nos modelos ocidentais. Dessa forma, a constatação de que os colonizadores holandeses desenvolverem regras semelhantes aos ibéricos em colônias no Brasil e, em seguida, aplicaram instituições nos moldes brasileiros no Caribe, após abandonarem Pernambuco, contradiz o argumento da dependência da trajetória de Douglass North e traz novos elementos sobre a difusão de instituições. O trabalho do historiador demonstra elementos não abordados por Douglass North, "mas se aponta também para as transferências de colônias para colônias, para o desenvolvimento de instituições coloniais ausentes nas metrópoles e enfatiza-se ainda a diferenciação institucional entre colônias de uma mesma metrópole".<sup>166</sup> Esse fragmento merece considerações.

O que Luiz Paulo Ferreira Nogueira aponta como uma lacuna do pensamento de Douglass North é a difusão de instituições: o processo em que uma instituição assentada em dado ambiente é transplantada para outro ambiente e lá prospera. No caso do trabalho do historiador brasileiro, reconheceu-se instituições brasileiras transplantadas no Caribe por colonizadores estranhos à essas instituições” tendo como vetor a Companhia Holandesa das Índias Orientais. Esse tema não é explorado por Douglass North, mas é explorado pelo Institucionalismo de Paul DiMaggio, John Meyer e Brian Rowan, os quais denominam esse processo como “institucionalização”<sup>167</sup>, conceito mencionado no tópico “definição de instituições” deste mesmo capítulo.

Conforme foram apresentados os conceitos de “instituições” em tópico anterior, foram descritas duas definições diferentes: instituições como “regras” (visão de Douglass North) e como “comportamentos” (visão de Masahiko Aoki e Avner Greif). Segundo Avner Greif e Christopher Kingston, como Douglass North define instituições como “regras”, torna-se difícil

---

<sup>165</sup> Ibidem, p. 478.

<sup>166</sup> Ibidem, p. 467.

<sup>167</sup> MEYER, J. ; ROWAN, B. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, v. 83, n. 2, sep. 1977, p. 340 - 363, p. 341.

observá-las na realidade e, em situações em que as regras informais não são respeitadas, atribui-se às informais a causa do descumprimento. Assim afirma Avner Greif: "if behavior does not conform to formal rules, by default it is attributed to – and assumed to be governed by – unobserved informal rules. Yet, since informal rules are generally implicit, it is hard to observe what these informal rules are".<sup>168</sup>

Essa atribuição presumida do descumprimento das regras formais em razão das regras informais é uma limitação da teoria de Douglass North, uma vez que torna o descumprimento como um elemento não aferível e representa um ponto cego da teoria. Assim avançam Avner Greif e Christopher Kingston: "attributing unexplained behavior to informal rules therefore amounts to a leap of faith that invokes a mysterious and scientifically untestable explanation for the observed behavior"<sup>169</sup>. Esse ponto cego do pensamento de Douglass North causa outro problema: mesmo ao reconhecer a importância das instituições informais, seus trabalhos quase não as abordam, o que esclarece o motivo do foco de Douglass North ser as instituições formais e, em especial, as referentes aos direitos de propriedade<sup>170</sup>.

A dificuldade de avaliar as instituições informais demonstraram falhas não apenas da teoria de Douglass North, mas de toda a economia institucional, por isso, esse campo teórico tem maior aplicação ao tratar da Europa Ocidental e dos Estados Unidos. De fato, o pequeno poder preditivo da economia institucional, inclusive a de Douglass North, foram evidenciadas com a transição dos países do Leste Europeu do socialismo para o capitalismo. Conforme aponta Alexandre Neuber, as teorias focaram em reformas em instituições formais e ignoraram as instituições informais bem como a infraestrutura institucional anterior à transição.<sup>171</sup>

Victor Nee, expoente da sociologia econômica, ressalta que, na tentativa de entender as instituições como endógenas aos processos sociais, os economistas institucionais se

---

<sup>168</sup> GREIF, Avner; KINGSTON, Christopher. Institutions: Rules or Equilibria? In: CABALLERO, Gonzalo; SCHOFIELD, Norman (org). **Political Economy of Institutions, Democracy and Voting**. Springer, 2011, p. 13 - 43, p. 25.

<sup>169</sup> Idem, p. 25.

<sup>170</sup> GREIF, Avner; MOKYR, Joel. Cognitive rules, institutions, and economic growth: Douglass North and beyond. **Journal of Institutional Economics**, v. 13, n. 1, p. 25 - 52, 2016, p. 24.

<sup>171</sup> NEUBER, Alexander. Towards a political economy of transition in Eastern Europe. **Journal of International Development**, v. 5, n. 5, p. 511 - 530, 1993, p. 515.

aprofundam e se aproximam da sociologia<sup>172</sup>. Entretanto, conforme o autor ressalta, essa aproximação ainda não foi concluída, especialmente por Douglass North. De fato, conforme afirma Mark Granovetter, representante da sociologia econômica, a visão individualista dos economistas institucionais é um obstáculo para efetivamente considerarem fatores sociais em suas abordagens. Há dois caminhos teóricos típicos: de um lado extremo teríamos uma visão do indivíduo supersocializado, em que os padrões comportamentais e as regras coletivas são plenamente interiorizadas e, em outro extremo, tem-se teorias de indivíduos subsocializados em que as estruturas e as relações sociais não tem impacto nas escolhas individuais. Curiosamente, ambas as abordagens adotam indivíduos atomizados e alheios às suas relações imediatas. “As soluções sub e supersocializadas para o problema da ordem convergem assim no fato de isolarem os atores do seu contexto social mais imediato”<sup>173</sup>. Conforme Mark Granovetter narra, na visão supersocializada, uma vez conhecidas as instituições a que os sujeitos estão submetidas, ou a classe social a que está inserido, suas escolhas são previsíveis e identificáveis. As “concepções supersocializadas do modo com a sociedade influencia o comportamento individual são um tanto quanto mecânicas: uma vez conhecida a classe social do indivíduo (...) todo o resto em termo de comportamento é automático, visto que eles são tão bem socializados”<sup>174</sup>. Nesse sentido, a visão de Douglass North não incorpora os elementos sociais e se limita a uma visão supersocializada dos indivíduos, em que as instituições se incorporam em seus modelos mentais e cerceiam-lhes a liberdade, conforme já descrito neste capítulo.

Todas essas críticas à economia institucional e ao pensamento de Douglass North são importantes para garantir clareza sobre eventuais falhas dessas teorias ao aplicá-las neste trabalho. De fato, não é possível ignorar as instituições informais ao tratar das mudanças no mercado de capitais brasileiro nas últimas décadas, também deve-se questionar se essas mudanças nasceram de efetivo debate político-econômico ou se representam “uma monocultura institucional”. A avaliação deste trabalho deve responder quem seriam os agentes

---

<sup>172</sup> NEE, Veitor. The New Institutionalism in Economics and Sociology. In: SMELSER, Neil. J.; SWEEDBERG, Richard (org). **The handbook of Economic Sociology**. Princeton University Press, 2005, p. 49 - 74, p. 54.

<sup>173</sup> GRANOVETTER, Mark. Ação Econômica e Estrutura Social: O problema da Imersão. In: MARTES, Ana Cristina Braga (org). **Redes e Sociologia Econômica**. Sao Carlos: Editora UFSCAR, 2014, p. 69 - 103, p. 37.

<sup>174</sup> Ibidem, p. 38.

da mudança e se a mudança seria endógena ou exógena, também deve ressaltar os pontos de ruptura e de continuidade institucional. Essas observações serão feitas no capítulo seguinte.

### 3. A PERSPECTIVA ESTÁTICA DAS CLÁUSULAS POR ATENDIMENTO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

#### 3.1. Tipologia do Controle na Sociedade Anônima e o controle societário no Brasil

Adolf Berle e Gardiner Means inauguraram a governança corporativa e expressamente ressaltam a influência do “velho” institucionalismo nos autores, com expressa citação de Veblen<sup>175</sup>. Entendem que o poder de controle na sociedade pode ser simplificado como a capacidade de eleição do conselho de administração e, a partir desse entendimento, o controle em uma sociedade anônima pode ser (i) através da propriedade quase total; (ii) através da propriedade majoritária; (iii) mediante mecanismo legal; (iv) através da propriedade minoritária ou (v) administrativo. Essas possibilidades vão do espectro da maior dispersão acionária para a menor dispersão acionária<sup>176</sup>. Conforme os autores ressaltam, baseando-se em teoria marxista, quanto maior a dispersão acionária, mais acentuada será a separação entre administração da companhia e propriedade da companhia. A partir dessa separação cria-se “uma grande massa de acionistas que não exercem virtualmente nenhum controle sobre a riqueza com que eles ou seus predecessores contribuíram para a empresa”<sup>177</sup>.

Seguindo a escala apresentada pelos autores, o controle pode dar-se através da propriedade quase total dá-se, em geral, em sociedades anônimas fechadas, em casos em que um indivíduo ou pequeno grupo<sup>178</sup>.

Já quanto ao controle majoritário, os autores apontam que é exercido pela titularidade da maioria das ações por um pequeno grupo ou um indivíduo, o qual é capaz de eleger os diretores. Nesse tipo de controle começa a desenhar-se a dicotomia entre propriedade e controle uma vez que os acionistas minoritários estão alheios ao controle da sociedade; nesse caso, a princípio, essa situação apenas seria prejudicial se seus interesses forem contrários aos do acionista majoritário ou quando não há nenhuma disposição legal que lhes resguarde. Ainda sobre essa situação, os acionistas minoritários, se capazes de organizarem-se em uma

---

<sup>175</sup> BERLE; Adolf A; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**, 2 ed., São Paulo, Nova Cultural, 1987, p. 33.

<sup>176</sup> Ibidem, p. 85

<sup>177</sup> Ibidem, p. 35.

<sup>178</sup> Ibidem, p. 86

unidade, podem resistir às decisões do acionista majoritário e, em casos deliberações que exigem mais do que o voto simples, podem obstruir as pretensões do grupo oposto<sup>179</sup>.

Seguindo a classificação apresentada por Adolf Berle e Gardiner Means, é possível garantir o controle de uma sociedade anônima valendo-se de mecanismos legais que amplificam o poder de controle. Os autores apontam nessa categoria a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, o que tornaria o poder de controle possível com poucas ações ordinárias e estruturas societárias piramidais<sup>180</sup>.

Outra vantagem do controle mediante mecanismo legal é tornar o controle mais barato e facilitado. Em uma hipotética empresa em que 50% das ações são preferencias e sem direito a voto e as outras 50% das ações são votantes, bastaria metade das ações votantes para assegurar o controle, ou seja, 25% do total de ações. Já em uma outra empresa hipotética com todas as ações votantes, seria necessário pelo menos 50% do total de ações.

A terceira forma de controle apontada pelos autores americanos, é o minoritário, o qual pode efetivar-se em situações que acionistas com uma pequena participação são capazes de reunir procurações de outros acionistas dispersos para representá-los em assembleias em quantidade suficiente para operar o controle. A estratégia de colecionar procurações ganha relevância em grandes companhias com milhares de ações, enquanto o controle majoritário é mais frequente em companhias menores<sup>181</sup>.

Por fim, na escala de dispersão acionária, os autores apresentam o controle administrativo ou gerencial; trata-se da forma máxima de separação entre propriedade e controle. Nesse caso, nenhum acionista ou grupo é capaz de eleger os administradores, os quais se perpetuam em seus cargos. Isso é possível uma vez que, em época de assembleia para eleição dos dirigentes, os executivos coletam procurações para conceder o voto para um comitê de procuradores, os quais foram escolhidos pelos próprios administradores<sup>182</sup>.

Já Fábio Konder Comparato, baseando-se no trabalho norte-americano de Adolf Berle e Gardiner Means, elabora uma tipologia de formas de controle interno nas Sociedades Anônimas considerando a realidade nacional e tendo como critério o grau de separação entre

---

<sup>179</sup> BERLE; Adolf A; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**, 2 ed., São Paulo, Nova Cultural, 1987, p. 86 -87

<sup>180</sup> Ibidem, p. 87 - 92

<sup>181</sup> Ibidem, p. 92 - 94

<sup>182</sup> Ibidem, p. 94 - 98



propriedade das ações e controle sobre a Companhia; há quatro tipos possíveis de controle: totalitário, majoritário, minoritário ou gerencial<sup>183</sup>.

Havendo coincidência entre propriedade e controle, configurar-se-á o controle totalitário, ocorrendo tipicamente em sociedades unipessoais e em caso de consenso absoluto entre os acionistas (bastante comum em empresas familiares)<sup>184</sup>.

Entretanto, a sociedade anônima foi idealizada para abrigar milhares de acionistas, não sendo aceitável a exigência de consenso decisório na Assembleia. Por isso, pode-se pensar em controle com a maioria do poder de voto: controle majoritário. Nessa situação, poderia um acionista individualmente ser titular da maioria das ações ou alguns acionistas, em conjunto e coordenados, exercerem o controle majoritário<sup>185</sup>.

Na tipologia de Fábio Konder Comparato, o controle minoritário manifesta-se pela titularidade de menos da metade do capital votante<sup>186</sup>. Finalmente, a última forma de controle, caracterizado pela completa separação entre propriedade de ações e efetivo controle, é denominado controle gerencial. Nesse caso, a dispersão acionária e ausência de minorias relevantes é tão acentuada que os administradores são os reais controladores da companhia<sup>187</sup>.

Percebe-se que a classificação de Fabio Konder Comparato afasta o tipo “controle mediante mecanismo legal” de Adolf Berle e de Gardnier Means. Entretanto, esse tipo elaborado pelos autores americanos tem uma utilidade prática importante para a realidade brasileira. De fato, no Brasil, os controladores utilizam de artifícios legais como (i) estruturas piramidais, (ii) emissão de ações preferenciais, (iii) acordo de acionistas e (iv) as *poison pills* brasileiras (ou “cláusulas por atingimento de participação relevante”).

Conforme apresentado por Ricardo Leal, André Luiz da Silva e e Silvia Valadares, em trabalho sobre estrutura de controle de empresas brasileiras, constata-se a pouca utilização de estruturas piramidais. Define-se como controle piramidal o seguinte exemplo apresentado pelos autores: "se um acionista possui 51% dos votos de uma companhia *holding* que detém 51% dos votos de uma companhia de capital aberto, o acionista é o controlador da companhia

---

<sup>183</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 67.

<sup>184</sup> *Ibidem*, p. 44 - 50.

<sup>185</sup> *Ibidem*, p. 52 - 54.

<sup>186</sup> *Ibidem*, p. 54 - 57.

<sup>187</sup> *Ibidem*, p. 60 - 61.

aberta com 26% do capital votante da companhia aberta (51% multiplicados por 51%).”<sup>188</sup> Os autores analisam 225 empresas brasileiras listadas na bolsa de valores no ano de 1998, excluídas as controladas pelo Estado, e constatam que apenas 36 empresas apresentavam acionistas controladores que utilizam desse artifício para manter o controle<sup>189</sup>.

Por outro lado, no mesmo trabalho de Ricardo Leal, André Luiz da Silva e e Silvia Valadares, os autores observaram que, tratando-se das empresas em que um único acionista é majoritário, em média, esse acionista apresenta 74% do capital votante e apenas 53% do capital total. A diferença entre o capital votante e o capital social deve-se à emissão de ações preferenciais, que permitem ao acionista concentrar poder de voto sem necessariamente concentrar capital social. Os autores ainda pontuam que, tratando-se das 225 empresas analisadas, os cinco maiores acionistas possuem, em média, 84% do capital votante e apenas 58% do capital social. Dessa forma, percebe-se que, no Brasil, a emissão de ações preferenciais é um artifício jurídico comum para manutenção de controle acionário<sup>190</sup>.

Outro instrumento jurídico tanto de manutenção do controle acionário quanto de defesa contra uma tomada hostil de controle é a articulação de blocos de ações em acordo de acionistas. Conforme esclarece João Pedro Scalzilli, como instrumento de defesa contra uma investida hostil, pensa-se, por exemplo, em uma companhia em que 30% do capital votante estaria vinculado a um acordo de acionistas, apenas os outro 70% do capital social seriam reais destinatários de uma oferta hostil para aquisição de controle, já que as ações em acordo de acionistas não podem ser negociadas em bolsa de valores. Isso, por si só, segundo o autor, limitaria a possibilidade de sucesso da mudança de controle<sup>191</sup>. Pode-se pensar além do que o autor afirmam. Considerando a regra do Novo Mercado que ao menos 25% do capital social da companhia deve permanecer em *free float* (livremente negociadas e não sendo de titularidade de acionista controlador ou a ele vinculado, administradores)<sup>192</sup>, o percentual de

---

<sup>188</sup> LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de administração contemporânea**, Curitiba, v. 6, n. 1, p. 7-18, Apr. 2002, p. 11.

<sup>189</sup> Ibidem, p. 15.

<sup>190</sup> Ibidem, p. 14.

<sup>191</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa**. São Paulo: Quatir Latin, 2015, p. 237.

<sup>192</sup> B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **O que é free-float?** Disponível em: <<http://vemprabolsa.com.br/2017/03/29/o-que-e-free-float/>>. Acesso em 21 jul. 2020.

ações que efetivamente estariam disponíveis para comporem o bloco do adquirente de controle é ainda menor, já que após a aquisição de controle o percentual de 25% deve ser reestabelecido. Agora, em outro sentido, os acordos de acionistas também são formas de manutenção do controle societário, na medida que vinculam e coordenam diferentes acionistas que, isoladamente, não apresentam participação majoritária, mas, em conjunto, são capazes de controlar a companhia. Observa-se o estudo de Érica Gorga elaborado tendo como referência empresas listadas no Novo Mercado no ano de 2007, totalizando 92 empresas. Segundo a autora, desse total, 65 empresas não apresentam acionista majoritário. Entretanto, quando considerados os acordos de acionistas, apenas 45 empresas não apresentariam um bloco de controle majoritário. Ressalta-se que o acordo de acionistas pode ser desnecessário tratando-se de uma empresa familiar em que os acionistas formariam um bloco de controle independentemente da formalização de um pacto. Outra constatação desse trabalho é que, ao considerar o acordo de acionistas como um bloco de ações coeso, em média, o controle das 92 companhias deixa de ser minoritário mediante 36% do total de ações e passa a ser minoritário, mediante 45% do total de ações<sup>193</sup>. A autora ainda esclarece que os acordos de acionistas são verdadeiros substitutos da emissão de ações preferenciais. Assim expressa a autora: "they work as substitute mechanisms to share ownership when shareholders have less ownership and control is more dispersed. They provide control concentration and coordination by regulating shared control among few shareholders"<sup>194</sup>.

Conforme Érica Gorga pontua, os raciocínios para compreender o controle societário das companhias brasileiras somando a participação acionária dos cinco maiores acionistas ou considerando o acordo de acionistas como um bloco unitário de controle não é completamente compatível com a tipologia de Adolf Berle e Gardiner Means apresentada anteriormente. A autora completa que os autores norte-americanos desconsideram as dinâmicas internas das companhias e formação de grupos e coalizões, o que é importante a ser considerado ao avaliar a realidade nacional<sup>195</sup>.

---

<sup>193</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019, p. 466.

<sup>194</sup>Ibidem, p. 467.

<sup>195</sup> GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015, p. 494.

Se os acordos de acionistas seriam um mecanismo substituto das ações preferenciais para manutenção do controle, as cláusulas de dispersão acionária também poderiam ser compreendidas de forma semelhante. O entendimento que essas cláusulas favorecem a manutenção do controle pelo acionista controlador é defendida por Calixto Salomão Filho e Fábio Konder Comparato<sup>196</sup>, nesse sentido, pensaria-se nas mencionadas cláusulas como um auxiliar à outros mecanismos para manutenção do controle. Não por acaso, a popularização das aparecimento das mencionadas cláusulas deu-se quase concomitante à popularização dos acordos de acionistas, no contexto de desenvolvimento do Novo Mercado na primeira década dos anos 2000, conforme observado pelos dados acima apresentados a partir do trabalho de Érica Gorga. Conclui-se, desse tópico, que o acionista controlador das companhias brasileiras diversificam as ferramentas para manutenção do controle e as “cláusulas de dispersão acionária” são só mais um mecanismo dentro de um leque de possibilidades.

Foi questionado, na introdução deste trabalho, a razão do surgimento das mencionadas cláusulas em um país com alta concentração acionária e quase ausência de experiências tomadas hostis de controle. A razão dá-se pela funcionalidade das mencionadas cláusulas como ferramenta a favor do controlador, o que não é estranho, mas coerente e harmônico com a experiência brasileira de utilização de ações preferenciais e acordos de acionistas. Nesse sentido, pode-se pensar efetivamente em uma trajetória institucional de utilização de mecanismos jurídicos para manutenção do controle societário.

### **3.2. Concentração das empresas listadas no Mercado Acionário Brasileiro**

Ricardo Leal, André Luiz da Silva e e Silvia Valadares identificaram elevada concentração acionária nas empresas brasileiras, especialmente se considerados os três maiores acionistas. Os autores analisaram 225 empresas brasileiras listadas na bolsa de valores no ano de 1998 e constataram que, do total, "155 (69%) têm um único acionista que possui mais de 50% do capital votante"<sup>197</sup>. Em uma segunda análise, os autores constataram que, das outras 70 companhias (31%) que não possuem um único acionista majoritário, a soma da participação dos cinco maiores acionistas é de 76% do capital votante<sup>198</sup>. Isso

---

<sup>196</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit, p. 215.

<sup>197</sup> LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de administração contemporânea*, Curitiba, v. 6, n. 1, p. 7-18, Apr. 2002, p. 13.

<sup>198</sup> Ibidem, p. 13.

demonstra que, mesmo companhias sem um único acionista majoritário, a concentração acionária é elevada o suficiente para que os cinco maiores acionistas possam coordenar o controle sem dificuldades.

André Luiz Carvalhal da Silva, ao analisar 225 companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no ano 2000<sup>199</sup>, observou que 203 (90%) tinham apenas um acionista detentor de mais de 50% do capital votante, ou seja, a quase totalidade de companhias brasileiras nesse período eram companhias com controle majoritário. No que diz respeito às 22 (10%) sociedades restantes, elas são caracterizadas pela existência de um único acionista detentor de 37% do capital vontade, o que reforça a constatação da grande concentração acionária<sup>200</sup>. Nesse mesmo estudo, foi demonstrado que do total de 225 companhias analisadas, "108 são controladas por grupos familiares, 60 por investidores estrangeiros, 19 por investidores institucionais e 16 pelo governo."<sup>201</sup>

O trabalho de Alexandre Silveira; Lucas Barros e Rubens Famá apresenta todas as empresas listadas na bolsa de valores brasileira entre os anos de 1998 e 2002, não distinguindo o segmento (Nível 1; Nível 2 ou Novo Mercado) das companhias. Nesse estudo, em 1998, pouco mais de 72% do total de companhias analisadas apresentavam concentração acionária média de 48,39% do capital social vontade. Ao passo que em 2002, mais de 75% apresentavam acionista controlador com, em média, 53,54% do capital votante. Esse dado demonstra que, no período analisado (1998 até 2002), a concentração acionária média aumentou<sup>202</sup>.

Já em trabalho com base em dados de 2007 elaborado por Érica Gorga, das 92 companhias listadas no Novo Mercado, 27 empresas apresentavam um acionista controlador majoritário, ao passo que 65 apresentavam acionistas exercendo um controle coordenado mediante, em média, 54,73% do capital votante.<sup>203</sup> Cabe uma ressalva importante. Os dados

---

<sup>199</sup> DA SILVA, André Luiz Carvalhal. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348 - 361, dez. 2004, p. 351.

<sup>200</sup> Ibidem, p. 353.

<sup>201</sup> Ibidem, p. 354.

<sup>202</sup> SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMA, Rubens. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2010, p. 58 - 59.

<sup>203</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019, p. 463.

sobre todas as companhias brasileiras, sem distinção em relação aos segmentos em que as companhias estão listadas e informações aglutinadas escondem a concentração acionária das companhias especificamente listadas no Novo Mercado.

Conforme os dados apresentados por Érica Gorga, em seu estudo com dados referentes a 2007, em média, os cinco maiores acionistas das companhias listadas no Novo Mercado detém 56% do capital votante. Já, na média, os cinco maiores acionistas das companhias listadas, respectivamente, no Nível 2, Nível 1 e segmento tradicional são de: 91,60%; 84,79% e 85,19%<sup>204</sup>. Nesse sentido, vislumbra-se uma tendência de dispersão acionária centralizada nas companhias listadas no Novo Mercado, enquanto o resto das companhias brasileiras permanecem com elevada concentração acionária. Mas, mesmo considerando essa tendência de dispersão acionária, a autora expressamente afirma que trata-se de uma alta concentração acionária para padrões internacionais<sup>205</sup>.

Em sentido semelhante, Marcos Pinto e Ricardo Leal, analisaram 315 companhias listadas na bolsa de valores brasileira, com dados referentes a 2010, e observou que, do total, apenas 49 empresas apresentam controle minoritário. Desse total, algumas (não informa quantos) apresentam acionistas cuja participação somada é superior a metade do capital votante<sup>206</sup>, o que, configuraria um controle em conjunto e majoritário.

Já o estudo de Elizabeth Krauter e Daniel Caixe abordou 237 companhias brasileiras não financeiras de capital aberto entre os anos de 2001 a 2010, resultando em 1199 observações<sup>207</sup>, que “ a concentração média de votos do maior acionista é de 56,18% na amostra total, sinalizando que, em média, as empresas estudadas estiveram sob controle majoritário ao longo de 2001 a 2010”<sup>208</sup>.

Por outro lado, Thiago Marques, Thayse Guimarães e Fernanda Peixoto analisaram o impacto da concentração acionária no desempenho, valor e risco de empresas brasileiras. O

---

<sup>204</sup> Ibidem, p. 523 - 525.

<sup>205</sup> GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015, p. 480.

<sup>206</sup> PINTO, Marcos Barbosa; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304–324, 2013, p. 311.

<sup>207</sup> CAIXE, Daniel Ferreira.; KRAUTER, Elizabeth. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle e o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142–153, 2013. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/cbdv.200490137/abstract>>.

<sup>208</sup> Ibidem, p. 148.

resultado do trabalho é irrelevante e ressalta-se apenas os dados quanto à concentração acionária<sup>209</sup>. As empresas estudadas foram as de capital aberto, não financeiras, listadas na bolsa brasileira no período de 2004 a 2012<sup>210</sup>. Em 2012, das 129 empresas analisadas, 70% apresentavam acionista controlador e, entre aquelas empresas sem acionista controlador, os três maiores acionistas somavam, em média, 31% do capital votante<sup>211</sup>. Ou seja, mesmo na ausência de controlador, as empresas brasileiras apresentam acionistas que, em conjunto, ostentam participações relevantes.

Esse dado se mantém semelhante e quase constante no período estudado. Em 2004, das 50 companhias estudadas, 47 apresentavam acionista controlador e, dessas 47 empresas, o somatório da participação acionária dos três maiores acionistas era, em média, 97% do capital social. Já as empresas sem controlador, o somatório de participação dos três maiores acionistas era, em média, 30,19% do capital votante<sup>212</sup>.

Por fim, Erivelto Sousa e Fernando Galdi analisaram todas as empresas listadas na bolsa de valores do Brasil entre os anos de 1999 e 2014 (excluídas as empresas do setor financeiro e securitário<sup>213</sup>), e perceberam que os cinco maiores acionistas eram, em média, titulares de 67% do capital social votante<sup>214</sup>. Isso demonstra alta concentração acionária e facilidade de coordenação do controle da companhia, mesmo sem um acordo de acionistas formalizado.

Não há como negar que houve uma substancial modificação desde o ano 2000, em que 90% das empresas listadas na bolsa de valores brasileira apresentavam acionista com participação acionária majoritária<sup>215</sup> para uma modificação de que, na média, os cinco maiores acionistas das companhias listadas com participação de 67% do capital votante<sup>216</sup> e,

---

<sup>209</sup> MARQUES, T. D. Á.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A Concentração Acionária No Brasil: Análise Dos Impactos No Desempenho, Valor E Risco Das Empresas. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100–133, 2015, p. 116.

<sup>210</sup> Ibidem, p. 111.

<sup>211</sup> Ibidem, p. 118 - 120.

<sup>212</sup> Ibidem, p. 118.

<sup>213</sup> SOUSA, E. F. de; GALDI, F. C. The relationship between equity ownership concentration and earnings quality: evidence from Brazil. **Revista de Administração**, v. 51, n. 4, p. 331–343, 2016, p. 336.

<sup>214</sup> Ibidem, p. 338.

<sup>215</sup> SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51–66, 2010, p. 58 - 59.

<sup>216</sup> SOUSA, E. F. de; GALDI, F. C. op. cit, p. 336.

considerando exclusivamente as companhias listadas no Novo Mercado, os cinco maiores acionistas teriam 56% do capital social<sup>217</sup>. Entretanto, também é inegável que a modificação não foi rápida e nem profunda o suficiente para descaracterizar a alta concentração acionária das empresas brasileiras.

Observando os dados concretos, é hialino que as empresas brasileiras estejam longe de serem caracterizadas pela dispersão acionária. Atualmente, os acionista controladores e acionistas com maior participação social, em geral, concentram relevante quantidade de ações. Em estudo tendo como referência os dados de 2013, Érica Gorga enumera quais companhias tem o seu maior acionista com participação inferior a 10% do capital social. A lista é tão curta que pode ser aqui transcrita: BR Malls S.A.; Kroton Educacional S.A.; Valid Soluções S.A.; Rossi Residencial S.A.; Embraer S.A., PDG Realty S.A.; Localiza Rent a Car S.A.; Cia Hering; Iochpe Maxion S.A.; BM&FBovespa S.A., Brasil Insurance S.A.; Gafisa S.A.; Even Construtora S.A.<sup>218</sup> Todas essas companhias estão listadas no Novo Mercado, entretanto, outras 129 companhias também estavam listadas nesse segmento no ano de 2013. Portanto, no Brasil, falar em dispersão acionária é tratar de pouco mais de uma dúzia de companhias, enquanto a realidade nacional das centenas de outras em todos os outro segmentos é marcada pela figura do acionista controlador, seja ele majoritário ou minoritário, seja ele composto por vários indivíduos atrelados a um acordo de acionistas ou seja ele individual.

Então percebem-se dois fenômenos concomitantes: a (lenta) tendência de dispersão acionária e a utilização e criação de estruturas jurídicas que favorecem o controle (emissão de ações preferenciais, acordo de acionistas e as cláusulas por atingimento de participação relevante). Essa conclusão é expressada também por Érica Gorga, ao afirmar que ao, mesmo tempo em que se reconheceu uma tendência de dispersão acionária, há um movimento para reconcentração mediante acordos de acionistas. “Therefore, at the same time that ownership became 'more dispersed', groups of relevant shareholders decided to aggregate their shares

---

<sup>217</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019, p. 52 - 525.

<sup>218</sup> GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015, p. 496 - 498.



and voting power in an effort to re-concentrate control through binding contractual agreements.”<sup>219</sup>

Pode-se pensar, inclusive, em dependência da trajetória. Recordar-se, na classificação dos tipos de controle societário desenvolvida por Adolf Berle e Gardiner Means, encontra-se o tipo “controle mediante mecanismos legais”, entre os quais encontram-se a emissão de ações preferenciais, o acordo de acionistas e também pode-se pensar nas cláusulas por atendimento de participação relevante. Nesse sentido, haveria uma trajetória brasileira de mudanças institucionais, criação e desenvolvimento de ferramentas jurídicas para facilitar o controle entre as companhias brasileiras.

Portanto, vislumbra-se uma trajetória institucional em que os agentes da mudança institucional sejam os acionistas controladores que desenvolvem mecanismos legais para garantir o controle, mesmo quando sua participação social tende a diminuir, como é o caso das companhias listadas no Novo Mercado. Essa é a trajetória institucional na qual as “cláusulas por atendimento de participação relevante” estão inseridas e com essa finalidade que elas nasceram no Brasil. As mencionadas cláusulas são apenas mais um mecanismo, entre outros já criados anteriores a ela, para manter um controle societário baseado em artifícios legais.

Entretanto, para definitivamente afastar dúvidas de que as instituições e, no caso deste trabalho, interferem na concentração acionária, deve-se desenvolver o tema com alguns detalhes. Veja-se adiante o trabalho de Lucian Bebchuck e Mark Roe.

### **3.3. A conservação da concentração do capital social**

Conforme Lucian Bebchuck e Mark Roe, a concentração acionária tende a se conservar ao longo do tempo por duas grandes razões: (i) a concentração acionária inicial em si mesma e (ii) pelas instituições. Dessa forma, ressalta-se que as instituições não são a única causa, mas, neste trabalho, merecem maior atenção em razão da proximidade com as cláusulas de dispersão acionária.

A concentração acionária inicial em si é fator de preservação por duas outras razões: a dificuldade de transição da concentração acionária para a dispersão acionária e os benefícios privados obtidos pelo controlador. A governança corporativa de uma companhia, seja ela uma companhia com alta concentração acionária ou alta dispersão de ações, pode ser

---

<sup>219</sup> Ibidem, p. 482.

compreendida como uma tecnologia social e seu desenvolvimento e implementação envolveram custos que não podem ser ignorados. Dessa forma, alterar a concentração acionária envolve abandonar uma tecnologia e adotar outra, o que envolve custos e perdas, bem como aprender a como lidar com uma tecnologia diferente. De fato, essa mudança afeta a relação da companhia com clientes, fornecedores, serviços de consultoria e demandaria habilidades tanto interna quanto externamente à companhia<sup>220</sup>.

Ainda em relação à concentração acionária inicial afetar o mudança para dispersão acionária, tem-se os benefícios privados gerados pelo controle. Conforme os autores postulam, quanto maiores os benefícios privados do controle, menor o incentivo ao controlador para democratizar a companhia, ainda que, globalmente, a companhia torne-se mais eficiente. Assim, caso a eficiência conquistada não resulte em ganhos ao controlador que superem os ganhos privados extraídos do controle, ele não alterará a estrutura de governança da companhia e nem a concentração acionária<sup>221</sup>.

Já com relação à conservação da concentração acionária pela legislação, os autores pontuam que os grupos por ela mais beneficiados apresentam maior capacidade de organizarem-se, promoverem sua agenda legislativa, maior acesso à mídia e a grupos organizados da sociedade civil, o que, combinado, influenciaria as mudanças legislativas. Além disso, alterar radicalmente uma estrutura legal é mais do que simplesmente mudar uma lei: é mudar diversas leis e interpretações legislativas, decisões judiciais reiteradas, alterar a prática jurídica e contábil. Dessa forma, alterações radicais dificilmente ocorreriam e, na verdade, as alterações são modestas e aproveitam a prévia estrutura legislativa<sup>222</sup>. Ambas as afirmações se aproximam muito do que foi desenvolvido por Douglass North conforme foi anteriormente apresentado.

Os autores ainda pontuam que a globalização e a maior abertura de mercados não são o suficiente para alterar a estrutura de governança corporativa, uma vez que empresas com alta concentração acionária e abusos ao investidor e acionistas minoritários também podem ser eficientes e competir globalmente<sup>223</sup>.

---

<sup>220</sup> BEBCHUCK, Lucian Arie.; ROE, Mark J. . A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, v. 52, n. 1 p. 127-170, 1999, p. 10 - 12.

<sup>221</sup> p. 13 - 19.

<sup>222</sup> p. 25 - 28.

<sup>223</sup> p. 20 - 21.

Neste momento devem ser aceitas, em breve resumo, algumas afirmações já desenvolvidas: (i) os acionistas controladores das companhias brasileiras tradicionalmente utilizam de mecanismos de legais para manutenção do controle, a saber, a emissão de ações sem voto e os acordos de acionistas; (ii) as cláusulas por atingimento de participação relevante auxiliam na manutenção do controle societário; (iii) as instituições interferem na concentração acionária; (iv) apesar da tendência de dispersão acionária, especialmente entre as companhias listadas no Novo Mercado, os mecanismos jurídicos para manutenção de controle permanecem e se popularizam.

Neste momento, deve-se desenvolver, brevemente, como alguns desses mecanismos legais utilizados para manutenção do controle societário de desenvolveram, a saber, o direito de emissão de ações sem voto, o acordo de acionistas e as próprias medidas defensivas contra tomadas hostis de controle no contexto do surgimento do Novo Mercado.

### **3.4. A dependência da trajetória da concentração acionária**

Neste tópico será tratada das motivações legislativas e políticas econômicas brasileiras que justificam o ambiente institucional brasileiro em favor da concentração acionária, da liberdade do acionista controlador, da falta de proteção ao acionista minoritário. Essa abordagem focará nos dispositivos que favorecem o exercício e manutenção do controle e que são tradicionalmente utilizados para manutenção do controle conforme os estudos empíricos anteriormente apresentados, por isso, o foco será nas trajetórias das regras de emissão de ações sem direito a voto e o acordo de acionistas.

Conforme ressaltado por Fábio Konder Comparado e Calixto Salomão Filho, a emissão de ações sem direito a voto é uma prática tradicional das companhias brasileiras. Os autores afirmam que a primeira disciplina sobre o tema remonta ao Decreto nº 21.536 de 1932 que permitia a emissão desse tipo de ações sem nenhuma restrição quanto a quantidade de ações sem voto emitidas. Entretanto, em 1940, para coibir os abusos, foi editado o Decreto-Lei 2.627 que estabelecia como limite máximo de ações sem voto a metade do capital social. Entretanto, a mencionada regra geral tinha diversas exceções, como as companhias que exploravam atividades de utilidade pública, como comércio de energia e aproveitamento de potencial hidrelétrico, companhias controladas pela União, estado e municípios<sup>224</sup>. Esse tema

---

<sup>224</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit, p. 157 - 158.

foi revisto com a edição da lei 6.404 de 1976, cujo contexto de elaboração merece considerações.

Na década de 70 do século XX, foi elaborado o II Plano de Desenvolvimento Nacional (IIPND), promovido pelo então presidente do regime militar, o general Ernesto Geisel, com auxílio do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), com diversas finalidades, entre elas, a elevação da renda média dos brasileiros, industrialização do país com foco em indústria de base internacionalmente competitiva, a qual exigiria elevado investimento e imobilização de capital<sup>225</sup>. Para alcançar essa finalidade, era necessário alterar o ambiente institucional brasileiro, mormente, a regulação sobre o mercado acionário e substituir a antiga legislação sobre a sociedade por ações.

Optou-se pelo incentivo às grandes empresas brasileiras para assumirem a forma de uma sociedade por ações e que a nova legislação deveria se harmonizar com a lei sobre mercados de capitais - Lei no 4.728 de 1965, vigente ainda hoje -, o que possibilitaria a construção de grupos econômicos e grandes empresas brasileiras capazes de competir internacionalmente e liderar a industrialização brasileira<sup>226</sup>. Com a liderança do então ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, e com a redação do projeto de lei por José Luiz Bulhões Pedreira e de Alfredo Lamy Filho, em 1976, nasceu a Lei 6.404 - a Lei sobre Sociedades por Ações. Em sua exposição de motivos: "o Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira"<sup>227</sup>.

Mário Henrique Simonsen ressaltou um desafio: conciliar a proteção aos acionistas minoritários sem prejudicar a liberdade empresarial. Assim expressamente afirmou na exposição de motivos da mencionada legislação: "o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e

---

<sup>225</sup> IPEA. **A maior e mais ousada iniciativa do nacional-desenvolvimentismo**. Disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com\\_content&view=article&id=3297&catid=28&Itemid=39](https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=3297&catid=28&Itemid=39)>. Acesso em 17 de jun. 2020.

<sup>226</sup> MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 18. mai. 2020.

<sup>227</sup> Ibidem.

rentabilidade”<sup>228</sup>. Percebe-se, pela exposição de motivos, que foi previsto que as companhias brasileiras seriam caracterizadas por um controlador definido e majoritário, responsável pelas iniciativas empresariais, enquanto os acionistas minoritários seriam meros investidores sem poder decisório. O objetivo da lei era fomentar grandes conglomerados empresariais com elevada concentração acionária, conforme afirma Sheila Cerezeti<sup>229</sup>. Segundo Calixto Salomão Filho, esse objetivo foi alcançado de duas formas: favorecendo a formação de empresas conglomeradas, “em prejuízo, muitas vezes, de uma proteção mais razoável dos interesses de terceiros”<sup>230</sup> e mediante o incentivo a capitalização das empresas pelo mercado acionário<sup>231</sup>.

Conforme afirmado por Calixto Salomão Filho, e ressaltado na própria exposição de motivos, a Lei 6.404 de 1976 regulamentou institutos jurídicos típicos das práticas societárias de economias dinâmicas com a, como "grupamento de sociedades, oferta pública de aquisição de controle, cisão de companhias”<sup>232</sup> de forma favorável ao controlador e sem grandes preocupações com os direitos dos minoritários e credores<sup>233</sup>.

Ainda sobre a legislação, Calixto Salomão afirma: “pode-se criticar o legislador brasileiro pela falta de idealismo, mas não pela ausência de realismo”. A afirmação do autor sintetiza um importante ponto: a trajetória institucional brasileira, que remonta ao Decreto nº 21.536 de 1932 citado anteriormente de favorecimento da concentração acionária e fortalecimento da figura do acionista controlador com centro decisório da companhia. Nesse tema, as mudanças legislativas não buscaram alterar a realidade, mas, ao contrário, a aprofundaram.

---

<sup>228</sup> Ibidem.

<sup>229</sup> CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: a look at the Pitfalls of the Brazilian Takeover Private Regulation. **The Internacional Lawyer, Chicago**, v. 46, n. 4, p. 959-985, 2013, p. 969 - 970.

<sup>230</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo, Editora Malheiros, 2015, p. 38.

<sup>231</sup> Ibidem, p. 38 - 39.

<sup>232</sup> MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 18. mai. 2020.

<sup>233</sup> PRADO, Viviane Muller. Grupos Societários: análise do modelo da lei 6.404/1976. **Revista Direito GV**, v. 1, n. 2, p. 5 - 28, 2005, p. 9.

A legislação foi alterada em diversos temas e em várias oportunidades, adiante, serão apresentada as mudanças em relação a emissão de ações sem direito a voto e ao acordo de acionistas.

Com relação à possibilidade de emissão de ações sem direito a voto, foi estabelecido na redação original que as sociedades anônimas poderiam emitir até 2/3 de suas ações sem direito a voto; (artigo 15 § 2º, Lei 6.404/1976). Essa disposição favoreceria o controle, uma vez que o controlador, com uma pequena parcela do capital social, deteria a maioria das ações com direito a voto, enquanto os demais acionistas ou não teriam ações votantes ou teriam sua minoria: trata-se de um mecanismo jurídico de manutenção de controle, conforme apresentado na classificação de Adolfe Berle e Gardiner Means. Essa redação permaneceu até a reforma legislativa em 2001.

Cabe pontuar que, desde o processo legislativo da lei 6.404/1976, houve discussões sobre os benefícios e malefícios da possibilidade de emissão de ações sem direito a voto. De fato, já se sabia, nas discussões legislativas da década de 70, do risco de permitir a emissão de ações preferenciais que favoreceriam acionistas controladores, em especial considerando a possibilidade de prejudicar os acionistas minoritários e investidores. Conforme esclarecem Ney Brito e Haroldo Portela em artigo contemporâneo ao surgimento da nova lei de S.A.: “à medida que a participação do empresário se reduz, mantendo maioria votante e controle da empresa, deve-se esperar que problemas de "perigo moral" comecem a aparecer afetando a eficiência de operações da empresa e da economia como um todo.”<sup>234</sup>. Nesse sentido, os autores esclarecem que o “perigo moral” é uma externalidade econômica e, no caso em questão, os acionistas controladores teriam mais informações sobre a companhia e sua gestão dos que os demais acionistas, o que possibilitaria abusos do controlador em prejuízo dos demais acionistas<sup>235</sup>.

Já na década de 90, a Lei 6.404/1976 foi objeto de discussão para posterior reforma mediante a Lei 10.303/2001. Essa última lei alterou o direito de *tag along*, benefícios aos acionistas preferenciais, votação para os conselhos de administração e fiscal e limites máximos para emissão de ações preferenciais. Neste momento, serão apresentadas algumas discussões sobre a possibilidade de emissão de ações preferenciais.

---

<sup>234</sup> BRITO, Ney O.; PORTELA, Haroldo S.. Mercados acionários: sua conceituação e a nova lei das sociedades anônimas. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 16, n. 5, p. 21-28, out. 1976, p. 27.

<sup>235</sup> *Ibidem*, p. 24.

Na discussão da reforma legislativa, cogitou-se na impossibilidade de emissão de ações preferenciais, entretanto, afastou-se essa hipótese em razão de que, caso fosse aprovada a proposta original de um voto por ação, as companhias brasileiras se sujeitariam ao risco de mudança de controle, altamente indesejável para os próprios controladores. Nesse sentido, preferiu-se manter a legislação favorável a esses atores do mercado acionário.<sup>236</sup>

Por isso, prevaleceu a possibilidade de emissão de ações preferenciais em até 1/2 do capital social, sendo que, conforme esclarecido anteriormente, a redação original da Lei 6.404/1976 permitia a emissão de até 2/3 do total de ações. Apesar de parecer um avanço, na verdade foi uma derrota, já que a regra não se aplicaria para empresas já existentes e empresas que já tivessem emitido o limite original de ações preferenciais e para aquelas que, mesmo não tendo atingido o limite legal anterior, ainda poderiam fazê-lo. Conforme esclarece Érica Gorga, suscitou-se o argumento de que as companhias abertas sob a vigência da legislação original teriam o direito adquirido em relação à possibilidade de emissão de até 2/3 de ações preferenciais. Desse argumento nasceu o inciso artigo 8º, § 1º, inciso III da Lei 10.303/2001, estabelecendo que as companhias que já apresentavam o limite da legislação original e aquelas que, mesmo não tendo alcançado o limite da legislação original, foram abertas na vigência da lei de 1976, poderiam emitir até 2/3 de ações preferenciais, apesar da alteração legal<sup>237</sup>. Após a reforma de 2001, o tema não foi revisto e ainda hoje prevalece o dispositivo legal aqui esclarecido.

Conforme pontuado por Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, enquanto a emissão de ações preferenciais seriam uma técnica estatutária de controle interno da companhia, os acordos de acionistas seriam uma técnica contratual com a mesma função<sup>238</sup>. O tema ganhou maior corpulência regulamentar com a lei 6.404/1976, entretanto, sua relevância e o contexto de seu surgimento não é exclusivamente em benefício de acionistas controladores.

---

<sup>236</sup> LEME, Maria Carolina da Silva; MÁLAGA, Guillermo Tomás. **Miopia e Controle de Capital no Brasil**. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/12263?locale-attribute=en>>. Acesso em: 28 de mai 2020, p. 2 - 3.

<sup>237</sup> GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.309-326, dez. 2004 p. 311 - 313.

<sup>238</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit, p.169.

Recorda-se que a lei 6.404/1976 foi elaborada no contexto do plano de desenvolvimento do regime militar e, essa mesma lei, regulamentou o tema do acordo de acionistas. Conforme ressalta Luiz Ferreira Xavier Borgese, essa mudança legislativa consolidou juridicamente os acordos de acionistas que por sua vez foram importante ferramenta de concessão de crédito para empresas sediadas no Brasil em um projeto desenvolvimentista do período. Conforme afirma, entidades controladas pelo Estado, como o então Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE, futuramente renomeado de BNDES), e as companhias Petrobras e a Vale do Rio Doce, financiavam projetos de desenvolvimento regional e nacional mediante participação minoritária em companhias sediadas no Brasil. Entretanto, para garantir que o projeto e que a companhia que recebesse os aportes de capital cumpriram os projetos de desenvolvimento, as entidades controladas pelo Estado celebravam acordos de acionistas com o controlador. O autor ainda narra que acordo de acionistas celebrados pelos entes públicos dispunham sobre o direito de eleição de membros do conselho de administração, direito de fiscalização de atos societários e mesmo veto de determinadas atividades e práticas<sup>239</sup>. O então BNDE, dois anos antes da Lei 6.404/1976, criou a subsidiária Ibase - Investimentos Brasileiros S.A. (atualmente denominada BNDESPAR), especificamente para participar como acionista minoritário em companhias sediadas no Brasil como forma de financiar os projetos de desenvolvimento. Nesse sentido, o acordo de acionistas serviu para trazer segurança jurídica para esses investimentos, conforme foi apontado anteriormente. Percebe-se, portanto, outra característica importante da trajetória institucional brasileira: a obtenção de crédito e investimento das empresas brasileiras pelo Estado. Essa característica, conforme será narrado adiante, também dificultou o desenvolvimento de mercado de capitais e a própria elaboração de mecanismos de proteção a investidores e acionistas minoritários.

Retomando-se os acordos de acionistas, a redação original de 6.404/1976 já previam sua existência, entretanto, não dispunha, especificamente, que os votos dos membros do conselho de administração estariam vinculados ao disposto previamente no acordo de acionistas. Essa disposição expressa apenas adveio com a reforma legislativa de 2001, em que introduziu-se parágrafos ao art 118 da mencionada lei que, expressamente dispunham a

---

<sup>239</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier. O acordo de acionistas como instrumento da política de fomento do BNDES: o pólo de Camaçari. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.14, n.28, p. 55-92, dez. 2007, p. 56 - 70.



observação do acordo de acionistas nas deliberações do Conselho de Administração, o que garantiria maior força executiva aos mencionados acordos<sup>240</sup>.

Essa mudança legislativa, na visão de Calixto Salomão Filho, tinha o único objetivo de esclarecer e expressar o que já era pacificado, a saber, a possibilidade de "organizar o poder de controle através do acordo de acionistas"<sup>241</sup>. Nesse sentido, o autor expressamente afirma que o instituto jurídico nasceu e se desenvolveu como ferramenta para amplificar o poder do acionista controlador. O efeito do acordo de acionistas em ampliar o poder de controle é reconhecido pela afirmação de Érica Gorga que pontua que até mesmo o termo "conselheiro independente" se mostra impreciso uma vez que mesmo o "independente" pode estar submetido ao acordo de acionistas<sup>242</sup>.

No século XXI, não foi apenas uma mudança legislativa em relação aos acordos de acionistas. Érica Gorga também pontua que a finalidade do acordo de acionistas afastou-se de mecanismo de assegurar investimentos, como foi esclarecido anteriormente em relação ao projeto desenvolvimentista brasileiro dos anos 70 e 80, e passou a ser um mecanismo de controle societário entre companhias com controladores que não gozam da maioria das ações<sup>243</sup>.

Discute-se, ainda hoje, sobre os efeitos econômicos e jurídicos do mencionado acordo. Se por um lado afirma-se que os acordos de acionistas estimulam a participação dos acionistas na administração da companhia, por outro lado, esses acordos sabotam os deveres fiduciários dos conselheiros, na medida que eles não mais estariam a serviço da companhia, mas dos acionistas atrelados ao acordo<sup>244</sup>.

Conforme foi esclarecido na introdução deste trabalho, as cláusulas por atingimento de participação acionária apresentam mais de uma funcionalidade: como mecanismo de controle interno e como mecanismo do mercado de controle societário. Os acordos de acionistas

---

<sup>240</sup> GELMAN, Marina; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de; SEIDLER, Valentin. Efeitos da Vinculação de Conselheiros ao acordo de acionistas. **RAE - Revista de Administração de empresas**, São Paulo, v. 55, n. 3, p. 345-358, 2015, p. 347.

<sup>241</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo, Editora Malheiros, 2015, p. 99.

<sup>242</sup> GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015, p. 505.

<sup>243</sup> Ibidem, p. 495.

<sup>244</sup> GELMAN, Marina; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de; SEIDLER, Valentin. op. citp. 348 - 350.

também apresentam essa pluralidade de funcionalidades. Viu-se o exemplo de sua importância na garantia de investimentos, também esclareceu-se mecanismo de controle societário. Mas há outras funcionalidades, conforme pontua Érica Gorga, os acordos de acionistas também podem atuar como mecanismo de mitigação de conflito entre os diferentes grupos e indivíduos que exercem o controle, facilitando o monitoramento e evitando abusos de qualquer das partes. Essa afirmação é corroborada pelo fato de que, em 2013, 48% das companhias do Novo Mercado (60 companhias) apresentavam acordo de acionistas. Dessas 60 companhias, 18 delas apresentavam um acionista majoritário<sup>245</sup>. No caso dessas 18 companhias, o acordo de acionistas não seria necessário para manutenção do controle, mas ainda se faz presente.

Deste tópico, percebe-se que o Brasil passou por uma trajetória institucional com duas tentativas: dinamizar a economia e promover o desenvolvendo sem tentativas de modificar a dinâmica de poder da companhia e sem mitigar a atuação do acionista controlador. Essa trajetória não se mostrou frutífera para construção do mercado de capitais brasileiro. Como se verá adiante, a trajetória brasileira efetivamente prejudicou a construção de um ambiente favorável a investidores e a captação de recursos por mercado de capitais.

### **3.5. Mercado acionário e o Novo Mercado**

O mercado acionário brasileiro não foi insensível a todas essas modificações institucionais. Desde a crise inflacionária do final do século XX até o surgimento dos novos segmentos de listagem de ações da bolsa de valores brasileira, o mercado acionário nacional pouco se desenvolveu. O baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro deve-se a razões econômicas e institucionais.

Entre as razões econômicas, em breve síntese, Gledson de Carvalho aponta a alta taxa de juros, a instabilidade econômica, geraram a preferência por investimentos de renda fixa e aversão ao risco e à renda variável. Além disso, o autor aponta que a tributação de operações financeiras mediante a Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF)

---

<sup>245</sup> GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015, p. 499.

também desincentivariam o desenvolvimento de mercado de capitais<sup>246</sup>, conforme também concorda Pedro Albuquerque<sup>247</sup>.

Já com relação às causas institucionais, aponta-se a a preferência das empresas brasileiras por financiar-se mediante empréstimos em detrimento de ações. A razão disso é que empresas brasileiras, especialmente na década de 90, eram altamente concentradas, o que afugentava investidores por medo de abusos do controlador, restando às empresas financiarem-se mediante empréstimos e pouco explorarem o mercado de capitais<sup>248</sup>.

O somatório desses fatores não poderia ser outro: o mercado acionário brasileiro encolhia e sua sobrevivência estava em risco<sup>249</sup>. Gledson de Carvalho constatou que a quantidade de empresas que transacionavam seus papéis na bolsa de valores cresceu na década de 70, saltando “de 200 empresas em 1970 para 404 em 1979. O crescimento na década de 80 foi mais moderado, atingindo 592 empresas em 1989. No entanto, desde 1990 este número tem caído monotonicamente, fechando 1999 com apenas 487”.<sup>250</sup> Pelos dados apresentados, percebe-se que o mercado acionário brasileiro encolheu 18% em 10 anos.

Os elementos econômicos foram corrigidos ao longo da década de 90, mas os institucionais não. A falta de perspectiva de mudança legal para reverter a apatia do mercado acionário brasileiro levou os agentes econômicos, mediante a autorregulação, alterar as instituições brasileiras em favor da proteção aos acionistas minoritários e investidores, da transparência e das melhores práticas de governança corporativa. Assim nasceu o Novo Mercado<sup>251</sup>.

A fim de alterar a realidade institucional desfavorável, em dezembro de 2000, mediante as resoluções nº 264 e nº 265, a Bovespa criou novos segmentos de listagem de ações, a saber, Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e o Novo

---

<sup>246</sup> DE CARVALHO, G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, v. 4, n. 3, p. 595 - 632, 2000, p. 605 - 606.

<sup>247</sup> ALBUQUERQUE, Pedro H. Os Impactos Econômicos da CPMF: Teoria e Evidência. In: **Finanças Públicas: VI Prêmio Tesouro Nacional**, p. 251-276, 2001, p. 26 - 29.

<sup>248</sup> DA SILVA, André Luiz Carvalho. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348 - 361, dez. 2004, p. 350.

<sup>249</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4 ed. São Paulo: Editora Malheiros, 2015, p. 69.

<sup>250</sup> DE CARVALHO, G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, v. 4, n. 3, p. 595 - 632, 2000, p. 606.

<sup>251</sup> CEREZETTI, Sheila. Christina. Neder. op. cit, p. 980 - 981.

Mercado. Para uma empresa ingressar em um desses segmentos é necessária a satisfação de diversas exigências, mormente a divulgação de informações em grande quantidade e qualidade, proteção dos acionistas minoritários e regras específicas quanto ao Conselho de Administração, como tempo de mandato dos conselheiros e conselheiros independentes.

Empresas listadas no segmento Nível 1 devem se comprometer a divulgar determinadas informações e manutenção de pelo menos 25% de suas ações em circulação. Já as empresas listadas no segmento Nível 2, devem atender aos mesmos requisitos que o Nível 1 e manterem Conselho de Administração com, no mínimo, cinco membros, tendo esses membros mandato unificado de até dois anos, sendo que, do total de membros, ao menos 20% devem ser independentes. Finalmente, o segmento Novo Mercado, deve apresentar, além dos requisitos anteriores, apenas ações ordinárias e na ocasião de uma alienação de controle, os minoritários tem direito a acompanhar o controlador, inclusive recebendo o mesmo valor que ele pelas ações (*tag along* de 100%). Calixto Salomão Filho aponta a exigência de que eventuais conflitos societários sejam resolvidos valendo-se da arbitragem como um avanço dos novos segmentos da Bolsa, o que traria maior efetividade, agilidade e proteção aos minoritários<sup>252</sup>. Curiosamente, a percepção de Calixto Salomão Filho não é um muito compartilhada. Em 2016, foi realizada consulta pública realizada pela B3 - Brasil, Bolsa e Balcão, na qual foi questionada “você considera que solução de conflitos por meio de arbitragem, da forma como atualmente proposta para o Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 é adequada?” tendo como resultado que: 54,5% dos respondentes afirmaram positivamente, 19,6% afirmaram negativamente e 25,9% não tinham opinião formada<sup>253</sup>.

Apesar de eventuais e pontuais questionamentos, de forma geral, foi um grande avanço institucional brasileiro para a proteção de acionistas minoritários, investidores e a favor da transparência. Conforme Érica Gorga aponta, as empresas que compõem a listagem do Novo Mercado são novos entrantes no mercado acionário, já que, para uma empresa tradicional migrar para o novo segmento de listagem da bolsa de valores, seriam necessárias profundas alterações, como por exemplo nas ações preferenciais, nos conselhos de

---

<sup>252</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit, p. 70.

<sup>253</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020.

administração e também na forma de lidar com investidores e acionistas minoritários. Por isso, segundo a autora, as empresas listadas no Novo Mercado são novos entrantes em um ambiente institucional favorável ao desenvolvimento econômico enquanto as demais empresas permanecem em um ambiente institucional refratário ao desenvolvimento do mercado acionário<sup>254</sup>.

mudança na dispersão acionária, acordo de acionistas, ações preferenciais, financiamento.

### **3.6. Abordagem Institucional do Mercado Acionário Brasileiro e as formas de controle societário**

Este capítulo tratou da tipologia do controle interno de companhias desenvolvida por Fábio Konder Comparato e a tipologia de Adolf Berle e Gardiner Means; em seguida foram apresentados trabalhos brasileiros sobre o tipo de controle predominante nas empresas brasileiras, dialogando com as tipologias dos autores apresentados. O tópico seguinte tratou do desenvolvimento da lei de sociedades anônimas brasileiras acerca da emissão de ações preferenciais, um mecanismo importante para manutenção da concentração acionária e da posição de acionistas controladores das empresas brasileiras. Em seguida, foram apresentadas as consequências dessa legislação no mercado de capitais brasileiros e a reação do mercado de ações mediante a autorregulação e a criação de segmentos diferenciados de listagem em bolsa de valores.

Conforme foi apresentado no tópico anterior deste capítulo, a lei 6.404/1976 foi elaborada com a finalidade de estimular a atividade empresarial brasileira e regulamentou operações societárias como o agrupamento de sociedades, oferta pública de aquisição de controle e cisão de companhias, tendo como norte a liberdade do acionista controlador, compatibilizando com a proteção aos investidores e acionistas minoritários. Nesse sentido, percebe-se que optou-se por companhia com alta concentração acionária e com acionistas controladores. Essa opção se repetiu ao longo da evolução institucional brasileira.

Igualmente foi descrito que, além da repetição da escolha do perfil empresarial, em 1997, a alteração da lei 6.404/1976 aprofundou o prejuízo aos acionistas minoritários e investidores, na medida em que retirou-se o dispositivo *tag along*, afastando esses segmentos

---

<sup>254</sup> GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and Consequences of Emerging Countries. **Cornell Law Faculty Publications**, p. 439 - 554, 2009, p. 448.

dos lucros obtidos pelas privatizações. Ademais, em 2001, quando o dispositivo foi reinserido na legislação, optou-se por minimizar os benefícios aos acionistas minoritários quando comparada com a legislação de 1976. Nessa mesma reforma de 2001, também foi privilegiado o direito das companhias permanecerem com a emissão de ações preferenciais em 2/3 do capital social, novamente prejudicando o direito dos investidores e acionistas minoritários. Em seguida, foi descrito o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ressaltando as mudanças promovidas pelos novos segmentos de listagem da bolsa de valores brasileira. Uma vez narradas essas mudanças legislativas, adiante, será dada a visão institucional sobre a trajetória brasileira.

Érica Gorga, orientada pela teoria de Douglass North, identifica uma continuidade institucional brasileira da época colonial até a reforma de 2001 da Lei 6.404/1976. A autora utiliza de autores da sociologia para esclarecer essa continuidade que iniciam-se com o latifundiário e desembocam no protagonismo do acionista controlador; entre os trabalhos citados tem-se “Casa Grande e Senzala”, “Raízes do Brasil”, “A ética protestante e o espírito do Capitalismo”, “A Revolução Burguesa no Brasil”, “Empresário Industrial e Desenvolvimento Econômico no Brasil” respectivamente de Gilberto Freire, Sérgio Buarque de Holanda, Max Weber, Florestan Fernandez e Fernando Henrique Cardoso. Nesse sentido, segundo a autora, o acionista controlador brasileiro é um desdobramento da figura aristocrática e patriarcal do senhor de engenho e do latifundiário, o que explicaria a aversão à distribuição de poder em companhias, a falta de transparência e o entendimento de que companhias são uma "propriedade pessoal a ser pessoalmente gerida"<sup>255</sup> seriam resquícios coloniais e aristocráticos brasileiros.

As afirmações de Érica Gorga são corroboradas pela constatação empírica de elevado percentual de empresas do Novo Mercado com controle familiar. De fato, conforme Ricardo Sampaio, Bruno Lima, Augusto Cabral e Álvaro de Paula que, com base em dados da BM&FBOVESPA e Economática referentes a novembro de 2010, das 107 empresas listadas

---

<sup>255</sup> GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.309-326, dez. 2004 p. 318.

no Novo Mercado, 48 (44,86%) foram identificadas como controle familiar. Desse grupo de empresas, 30 delas (62,5%) ostentavam um membro da família na diretoria da empresa<sup>256</sup>.

Érica Gorga continua sua argumentação acerca e pontua uma relação simbiótica entre o setor empresarial brasileiro e o Estado, de forma que o último financiou o primeiro, o que desestimulava o desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo a autora: "o absenteísmo da iniciativa privada, que contava com o próprio governo para prover-lhe capital subsidiado, garantindo a manutenção de práticas ineficientes e anticompetitivas"<sup>257</sup>. Dessa forma, o capital subsidiado contribuiu indiretamente para a manutenção de uma governança corporativa desvantajosa para investidores e acionistas minoritários.

A autora continua sua avaliação e afirma que essas mencionadas instituições informais refletem nas instituições formais, de maneira que as mudanças legislativas, em especial a Lei 6.404/1976 e suas posteriores reformas, favoreceram os acionistas controladores, os quais ostentam maior capacidade de *lobby* para conduzir as instituições formais a seu favor<sup>258</sup>.

Segundo Érica Gorga, essa trajetória institucional perdurou até o surgimento dos novos segmentos de bolsa de valores, o Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. Segundo a autora, o Novo Mercado inaugura um marco institucional a favor da transparência, melhores práticas de governança corporativa e maior proteção aos acionistas minoritários e investidores. Essa mudança institucional, segundo a autora, foi tão profunda, que inaugurou uma nova geração de empresas com melhores práticas de governança corporativa, enquanto as empresas listadas nos segmentos tradicionais permanecem com a governança corporativa limitada e defasada. Essa divisão se aprofunda pela dificuldade de companhias dos segmentos tradicionais migrarem para o Novo Mercado em razão das modificações necessárias: eliminar ações preferenciais, melhorar a relação com investidores e transparência, alterar a composição do conselho de administração.

Essas diferenças entre os dois segmentos e a dificuldade de migração para o Novo Mercado sugerem dois ambientes institucionais distantes: de um lado, o Novo Mercado, com

---

<sup>256</sup> SAMPAIO, Ricardo Bruno Queiroz et al. A Governança e o Retorno das Ações de empresas de controle familiar e de controle não familiar no Brasil. **Revista de Gestão - REGE**, São Paulo, v. 21, n. 2, p. 219-234, abr. 2014, p. 226 - 228.

<sup>257</sup> GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.309-326, dez. 2004 p. 320.

<sup>258</sup> Ibidem, p. 320.

instituições favoráveis ao desenvolvimento do mercado financeiro, e, de outro lado, as listagens tradicionais, com empresas em ambientes institucionais refratários ao desenvolvimento. Assim afirma a autora: “one world consists of new corporations that adopt better corporate governance patterns; the other consists of traditional corporations that have not changed their main patterns of corporate governance or ownership.”<sup>259</sup> Conforme interpreta a autora, as empresas limitadas nos segmentos tradicionais de listagem encontram-se em uma “dependência da trajetória” em desfavor do desenvolvimento do mercado acionário, ao passo que as empresas listadas no Novo Mercado estariam em uma trajetória favorável ao desenvolvimento. Dessa forma a autora se expressa: “so, while new entrants increase corporate governance quality and market competition, a significant group of corporations resist changes and act in a manner consistent with path dependence theory predictions”<sup>260</sup>. Assim, na leitura de Érica Gorga, o Novo Mercado representa um novo ambiente institucional radicalmente diferente das empresas submetidas às regras tradicionais do mercado acionário.

Essa interpretação leva em consideração o avanço que o Novo Mercado proporcionou na proteção aos acionistas, investidores e credores, mas desconsidera dois elementos importantes: (i) a afirmação da própria autora sobre os resquícios culturais patrimonialistas e coloniais brasileiros e (ii) a manutenção de empresas com acionistas controladores que também utilizam mecanismos jurídicos para defender o controle. Passa-se a desenvolver esses dois pontos.

A herança cultural colonial brasileira, já narrada neste tópico, foi ressaltada por Érica Gorga como um fator em prejuízo do desenvolvimento de mercado de capitais brasileiro, podendo ser considerado, a luz da teoria de Douglass North, como uma instituição informal. Nesse sentido, não seria razoável crer que as mudanças institucionais formais construídas com a criação do Novo Mercado seriam capazes de abolir as regras informais que acompanham o Brasil há tantos séculos. Nesse sentido, as empresas brasileiras listadas no Novo Mercado permanecem imersas na cultura brasileira da mesma forma que as empresas listadas em outros

---

<sup>259</sup> GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and Consequences of Emerging Countries. **Cornell Law Faculty Publications**, p. 439 - 554, 2009, p. 448.

<sup>260</sup> Ibidem, p. 448.



segmentos. Cumpre recordar as palavras de Douglass North a respeito da relação entre as instituições formais e informais:

por mais que ocorra uma mudança indiscriminada nas regras formais, ao mesmo tempo vai subsistir várias restrições informais bastante tenazes, já que ainda resolvem problemas básicos de troca entre os particulares, sejam eles sociais, políticos ou econômicos. O resultado com o decorrer do tempo tende a ser uma reestruturação das restrições gerais - em ambas as direções - para que se gera um novo equilíbrio, bem menos revolucionário.<sup>261</sup>

Nesse sentido, a cultura em comum entre as empresas listadas no Novo Mercado e as demais empresas brasileiras seriam um elemento que as aproxima, bem como o elevado percentual de companhias familiares; por isso, é esperado que os controladores das empresas brasileiras desenvolvam ferramentas para manter o controle acionário. Ferramentas essas já descritas neste capítulo: a emissão de ações preferenciais, os acordos de acionistas e as cláusulas por atingimento de participação relevante.

Assim, deve-se observar o segundo elemento mencionado que aproximaria as empresas registradas no Novo Mercado das demais empresas brasileiras: a presença de acionistas controladores e empresas com alta concentração acionária. De fato, observando os dados referentes

De fato, conforme será apresentado em tópico adiante, as empresas brasileiras listadas naquele segmento são refratárias a qualquer regulamentação e limitação às "cláusulas por atingimento de participação relevante" e, essas disposições estatutárias afetam a possibilidade de aquisição de ações e possibilitam o entrincheiramento dos acionistas controladores, que tornam-se incontestáveis, mesmo não sendo um controle majoritário, conforme já apresentado.

Se é verdade que as instituições informais afetam a governança corporativa das empresas brasileiras, é estranho afirmar que existiria uma radical separação entre aquelas listadas no Novo Mercado e as demais companhias. Essa separação entre esses dois grupos de empresas torna-se ainda menos nítida quando se reconhece que as "cláusulas por atingimento de participação relevante" favorecem o controlador e sabotam a formação de minorias nas companhias brasileiras.

---

<sup>261</sup> NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018, p. 156.

Com relação ao controle societário típico das empresas do Novo Mercado há ponderações a serem feitas. Apesar das empresas listadas no Novo Mercado não serem caracterizadas pelo controle majoritário, elas tendem a utilizar mecanismos que substituem a titularidade majoritária de ações, a exemplo do acordo de acionistas e das cláusulas de dispersão acionária. Dessa forma, a personagem do acionista controlador ainda permanece em grande parte nas companhias, mesmo que seja um controle minoritário. Também permanece o uso de mecanismos jurídicos para manutenção desse controle, o que, na classificação já mencionada de Adolf Berle e Gardiner Means, seria um controle baseado em mecanismos jurídicos.

De fato, Calixto Salomão Filho não demonstra otimismo em relação em ao Novo Mercado como uma nova trajetória institucional brasileira. Segundo o autor, a dispersão acionária presente em alguns companhias listadas no Novo Mercado não é uma característica do segmento da bolsa, mas das próprias empresas, que mesmo se não houvesse esse segmento, estariam na mesma situação. Assim afirma Calixto após expressamente referir-se ao trabalho de Érica Gorga: “o que provavelmente aconteceu foi que a maioria das companhias que participava do mercado comum da Bovespa e que já contava com capital disperso ou pretendiam ver seu controle diluído migraram para o Novo Mercado”<sup>262</sup>. Por outro lado, a autora também refuta esse argumento ao reconhecer a pequena quantidade de companhias que efetivamente migraram para o Novo Mercado, dada a dificuldade de adaptação às regras do segmento, conforme já esclarecido neste trabalho.

O fato de companhias listadas no Novo Mercado serem novos entrantes no mercado acionário é relevante, especialmente considerando as “cláusulas por atingimento de participação relevante”. Também é relevante observar a criatividade desses novos entrantes em formular essas cláusulas como uma nova ferramenta para proteção do controlador, o que corrobora o argumento de que o Novo Mercado não rompeu com a trajetória institucional de proteção ao controlador mediante artifícios jurídicos.

Neste capítulo, portanto, conclui-se que as cláusulas por atingimento de participação relevante podem ser compreendidas como um desdobramento institucional para manutenção do controle societário e preservação da figura do acionista controlador. De fato, foi demonstrada a opção brasileira pela manutenção da figura do acionista controlador, seja no

---

<sup>262</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit, p. 71 - 72.

momento da elaboração da lei 6.404/1976 e suas modificações, seja no momento das privatizações brasileiras na década de 90. Por isso, de forma harmônica também desenvolveram-se mecanismos jurídicos e institucionais para manter controle e favorecendo os controladores. Assim também esta inserida a mencionada cláusula estatutária, não como uma ferramenta estranha à realidade brasileiras, mas, ao contrário, uma ferramenta coerente e harmônica com a trajetória institucional nacional.

#### **4. A perspectiva dinâmica das cláusulas por atendimento de participação acionária**

No capítulo anterior, as cláusulas por atingimento de participação relevante foram inseridas em uma trajetória institucional de mecanismos jurídicos para preservação do controle em uma perspectiva estática e interna à companhia, pensando na relação de poder entre seus agentes. Nesse sentido, as medidas defensivas se aproximariam funcionalmente de outros mecanismos jurídicos de controle societário: a emissão de ações preferenciais e os acordos de acionistas.

Neste momento, as mencionadas cláusulas serão inseridas em uma trajetória institucional de mecanismos jurídicos que tratam da transferência de controle societário, ou seja, uma perspectiva dinâmica do controle e poder societário, o que, no caso, destaca-se um instituto: a *tag along*. Por isso, observando o desenvolvimento legal deste dispositivo, pode-se pensar em uma trajetória institucional de mecanismos jurídicos que tratam da transferência de controle e a quais agentes sociais essa trajetória favorece. Adianta-se: a trajetória institucional da *tag along* favorece o acionista controlador e favorece a extração de benefícios privados. Dessa forma, inicialmente, será tratado o que seriam esses benefícios privados do controle.

##### **4.1. Benefícios privados do controle**

Pode-se pensar que os benefícios gerados pelas ações se resumiria ao percentual de ações que o investidor deteria. Entretanto, se não houvessem benefícios privados do controle, acionistas não manteriam elevada participação acionária na companhia, já que prejudicaria a liquidez de seus recursos e prefeririam diversificar os investimentos para reduzir os riscos<sup>263</sup>. Por outro lado, se os benefícios privados do controle forem expressos e evidentes, os acionistas minoritários se mobilizariam contra práticas abusivas de forma incisiva. Portanto, os indícios de benefícios do controle são, em geral, indiretos<sup>264</sup>.

Como forma de quantificar os benefícios privados e valendo-se de indícios indiretos, avalia-se que, no caso de uma aquisição de um bloco de ações que garantiria o controle, o valor pago seria maior do que o valor pago por ações difusas que não garantiriam o controle. Esse valor a mais seria um bônus pelo controle. Essa foi uma constatação dos trabalhos de

---

<sup>263</sup> ZINGALES, L. The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience. **Review of Financial Studies**, v. 7, n. 1, p. 125 - 148, 1994.

<sup>264</sup> DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The journal of finance**, v. 59, n. 2, p. 537 - 600, abr. 2004, p. 537- 538.

Michael Barclay e Clifford Holderness<sup>265</sup> ; Luigi Zingales<sup>266</sup>; Alexander Dyck e Luigi Zingales<sup>267</sup>, que estimaram o chamado "prêmio pelo controle".

Evidentemente, os benefícios privados do controle não se limitam ao prêmio pago por eventual adquirente do bloco de ações que garantiria o controle. Destacam-se entre os benefícios a decisão sobre a remuneração de conselheiros, executivos e trabalhadores<sup>268</sup> - essa possibilidade ganha relevância tratando-se de empresas familiares<sup>269</sup> e lembrando que, no Brasil, o acionista controlador pode se auto-eleger membro da diretoria ou conselheiro da companhia. Além disso, controladores escolheriam onde e como investir os recursos da companhia e tirariam vantagem dessas escolhas e de seu conhecimento antecipado<sup>270</sup>.

Alexander Dyck e Luigi Zingales apontam que extração de benefícios privados do controle esta associada com ambientes institucionais com baixa transparência, resultando em maiores custos de monitoramento e controle dos controladores e em ambientes com baixa aplicação legal, em que os controladores são pouco responsabilizados por suas condutas antiéticas e ilegais. Os autores também correlacionam o baixo desenvolvimento de mercados de capitais à extração desses benefícios, uma vez que, em ambientes institucionais mais desenvolvidos, eventuais controladores infratores seriam mais penalizados por seus abusos, inclusive em sua reputação. Além disso, em mercados maduros, as instituições, as organizações civis e os trabalhadores fiscalizariam a atuação dos controladores, evitando práticas desleais<sup>271</sup>. Em outro estudo similar, ao avaliar o tema em empresas da Argélia, Marrocos, Tunísia e Egito entre os anos de 2000 e 2012, Bruce Harn identificou que

---

<sup>265</sup> BARCLAY, M. J.; HOLDERNESS, C. G. Private Benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 2, p. 371 - 395, 1989.

<sup>266</sup> ZINGALES, L. The value of the Voting Right: a study of the Milan Stock Exchange Experience. **Review of Financial Studies**, v. 7, n. 1, p. 125 - 148, 1994.

<sup>267</sup> DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The journal of finance**, v. 59, n. 2, p. 537 - 600, abr. 2004

<sup>268</sup> HEARN, B. Institutional impact on the expropriation of private benefits of control in North Africa. **Research in International Business and Finance**, v. 30, p. 1 - 23, 2014, p. 1 - 2.

<sup>269</sup> TISCINI, R.; RAOLI, E. Stock option plan practices in family firms: the idiosyncratic private benefits approach. **Journal of Family Business Strategy**, v. 4, n. 2, p. 93 - 105, 2013, p. 93 - 94.

<sup>270</sup> BALDENIUS, T. Delegated Investment Decisions and Private Benefits of Control. **The Accounting Review**, v. 78, n. 4, p. 909 - 930, 2003, p. 922 - 923.

<sup>271</sup> DYCK, A.; ZINGALES, L. op. cit, p. 576 - 579.

programas de combate a corrupção empresarial, a estabilidade política, e transparência evitariam a expropriação de benefícios privados pelo controlador<sup>272</sup>.

Dessa forma, pelos trabalhos mencionados anteriormente, nota-se que a extração de benefícios privados do controle resulta de uma combinação de falhas das instituições formais (sistema judiciário, entidades reguladoras, legislação que torna os minoritários desprotegidos; estabilidade política) e informais (interesse público na ética empresarial, proatividade de trabalhadores e organizações civis em fiscalizar a atividade empresarial). Em outro sentido, o desenvolvimento de ambientes institucionais levaria a redução desses benefícios, aumentaria a proteção aos acionistas não minoritários e afastaria abusos do controlador.

Percebe-se, portanto, que há benefícios do controle acionário, sendo melhor identificáveis em contexto de transferência de controle. As transferências de controle, por sua vez, podem ser compreendidas em um contexto maior denominado “mercado de controle societário” (*market for corporate control*). Segundo a definição da Organização para Cooperação e Desenvolvimento (OCDE), o mercado de controle societário consiste no processo de transferência de controle de uma companhia entre investidores, acionistas ou administradores<sup>273</sup>.

A compreensão desse mercado depende da premissa de que o preço de uma ação votante representa a eficiência da empresa em relação às similares do mesmo setor. No caso de uma empresa administrada de forma inadequada, suas ações se depreciariam mais do que de suas similares, o que motivaria uma mudança de controle em prol de uma gestão mais eficiente.

O controle corporativo pode ser adquirido de forma derivada, em que o novo controlador adquire o controle negociando com o antigo; ou de forma originária, em que o novo controlador reúne ações em quantidade suficiente para dirigir a companhia. Essa classificação tem repercussões legais importantes. Inicialmente serão tratadas das formas de aquisição originária e, em seguida, das formas de aquisição derivada.

---

<sup>272</sup> HEARN, B. op. cit, p. 17.

<sup>273</sup> OCDE. **Glossary of Statistical Terms: Market for Corporate Control**. Disponível em: <<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3255>> Acesso em 24 mai. de 2020.

Henry Mane ao tratar das formas originárias de obtenção de controle, descreve três opções operações básicas possíveis: fusões e aquisições; *proxy fight* e a compra de ações de uma companhia<sup>274</sup>.

A *proxy fight*, em uma tradução livre, seria uma “disputa por procurações”, em que descreve-se como uma disputa entre acionistas incapazes de adquirir ações e, por isso, optam por adquirir procurações dos demais acionistas para representá-los em assembleias. de forma que essas procurações c Adolf Berle e Gardiner Means descrevem que o processo de reunião dessas procuradores pode ser bastante caro e apenas acionistas em posições relevantes podem realizar a empreitada. Entre as estratégias para obtenção das procurações estariam a emissão de cartas, circulares e campanhas publicitárias. A disputa por procurações, segundo os autores, favorece os controladores<sup>275</sup>, uma vez que eles fariam “com que a empresa pague os custos da luta para manter sua posição, enquanto o intruso deve conduzir a luta às suas próprias expensas”<sup>276</sup>. Essa opção de obtenção de controle é menos frequente e mais arriscada. Nos Estados Unidos, após a *Securities Exchange Act* de 1934, uma disputa por procurações apenas ocorre mediante corretores, o que a tornaria ainda mais cara<sup>277</sup>.

Outra forma de obtenção de controle é a compra de ações. Pode-se comprar ações diretamente no mercado acionário, em que o adquirente do controle, adquire progressivamente ações até que seu controle seja assegurado (escalada acionária, na terminologia de Erik Frederico Oioli<sup>278</sup>) ou mediante uma oferta pública, que, no Brasil, chama-se Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)<sup>279</sup>.

Por fim, a terceira forma de aquisição de controle, segundo Henry Mane, é a fusão. A diferença da fusão das outras formas é que os acionistas serão pagos não com dinheiro, mas

---

<sup>274</sup>MANNE, H. G. Mergers and the Market for Corporate Control. **The Journal of Political Economy**, v. 73, n. 2, p. 110 - 120, abr. 1965, p. 112 - 114.

<sup>275</sup> BERLE; Adolf A; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**, 2 ed., São Paulo, Nova Cultural, 1987, p. 92.

<sup>276</sup> Idem.

<sup>277</sup> MANNE, H. G. op. cit, p. 114 - 115.

<sup>278</sup> OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das Sociedades Anônimas**. 2013. p. 291.

<sup>279</sup> Idem, p.116 - 117.

com ações da nova companhia resultante. Caso a fusão seja precedida de uma compra de ações, então, a operação de aquisição de controle não será uma fusão e sim uma aquisição<sup>280</sup>.

No Brasil, em razão da alta concentração acionária, as formas originárias de aquisição de controle são pouco tratadas pela doutrina<sup>281</sup> e pela legislação, sendo que o foco de ambas é a aquisição derivada de controle, em que o antigo controlador transfere o controle ao novo. Cumpre esclarecer que não se admite a aplicação da *tag along* nos casos de uma aquisição originária de controle. Dessa forma, o tema de aquisição de controle originário merece melhor tratamento na doutrina e na legislação brasileira, conforme ressalta Sheila Cerezetti<sup>282</sup>.

A razão da ausência legislativa sobre o tema será tratada no tópico seguinte. Adiante, Também serão tratadas a política estatal brasileira que motivou a atual legislação societária e suas consequências para o mercado de controle, para proteção aos acionistas minoritários e para a atuação dos controladores.

#### **4.2.O desenvolvimento da *tag along* na Lei de Sociedade Anônima**

Neste tópico será tratada das motivações legislativas e políticas econômicas brasileiras que justificam o ambiente institucional brasileiro em favor da concentração acionária, da liberdade do acionista controlador, da falta de proteção ao acionista minoritário. Essa abordagem focará em dois dispositivos que gravitam no tema do "mercado de controle societário": a cláusula *tag along* (artigo 254 - A da atual Lei 6.404/1976) e a "cláusula de atingimento de participação relevante" (tema pouco regulado no direito brasileiro). O primeiro dispositivo é bastante simbólico na trajetória institucional brasileira, uma vez que foi objeto de disputas e modificações ao longo de décadas. Em outro sentido, as "cláusulas de atingimento de participação relevante" carecem de regulação tanto estatal quanto privada.

O dispositivo *tag along* é uma modalidade de direito de retirada dos acionistas dá-se em caso de alienação de controle, denominada *tag along*. Nesse caso, na hipótese de alienação de controle, ou seja, caso o controlador da companhia aliene sua parcela de ações, os acionistas minoritários teriam o direito de também abandonar a companhia. Assim, o novo controlador, adquirente das ações, teria obrigação de comprar as ações dos demais acionistas,

---

<sup>280</sup> Idem, p. 117.

<sup>281</sup> OIOLI, Erik Frederico. op. cit. p. 286.

<sup>282</sup> CEREZETTI, Sheila Chirstina. Neder. Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: a look at the Pitfalls of the Brazilian Takeover Private Regulation. **The Internacional Lawyer, Chicago**, v. 46, n. 4, p. 959-985, 2013, p. 970 - 973.



conforme interpreta-se da Lei de S.A., em seu artigo 254, revogado posteriormente em 1997. Ressalta-se que, pelo mencionado artigo revogado, a oferta do adquirente do controle aos minoritários deve ser nos mesmos termos que a oferta realizada pelo adquirente ao controlador. A *tag along* tem duas finalidades: a distribuição do prêmio pelo controle entre os demais acionistas e o direito dos acionistas se retirarem da companhia por não desejarem permanecer ao lado do novo controlador. Assim, entende-se que o prêmio pelo controle não é propriedade privada do controlador<sup>283</sup>. Esse dispositivo, como regra do mercado de controle societário, é aqui estudado com uma finalidade: demonstrar uma trajetória institucional de mudanças das regras do mencionado mercado que favorecem o acionista controlador. Nessa mesma trajetória pode ser compreendida outra importante regra: a cláusula de atingimento de participação relevante. Por isso, inicialmente, será tratada da *tag along*, em especial a sua alteração tendo como contexto o processo de desestatização dos anos 90.

A desestatização foi um processo comum a diversos países, ocidentais e orientais, de alienação de empresas controladas pelo Estado; no Brasil, foi elaborado, na década de 90, o Programa Nacional de Desestatização (PND). Entretanto, há diversas formas desse processo ser realizado, sendo as principais: distribuição de ações à população; oferta pública de ações (o Estado põe a venda suas ações a um preço determinado e eventuais compradores oferecem o valor); venda a empregados (similar à oferta pública, mas, nesse caso, apenas trabalhadores da estatal poderiam celebrar a compra); venda de ativos (liquidação da companhia, enquanto seus ativos são desmembrados e alienados); oferta particular de ações (o Estado estabelece a quantidade de ações e o preço mínimo, ao passo que investidores selecionados realizam ofertas de compra)<sup>284</sup>, nesse último caso, é similar a um leilão. Tratando-se de empresas que o Estado era um sócio minoritário ou um sócio não controlador, as desestatizações não chamam atenção neste trabalho; ao contrário, sobre a desestatização de empresas em que o Estado era o controlador, há ponderações. Havia um empecilho para a transferência de controle das empresas controladas pelo Estado para algum investidor privado: o artigo 254 da Lei 6.404 de 1976, a cláusula *tag along*.

No contexto das privatizações lideradas pelo então Presidente da República, Fernando Henrique Cardoso, o mencionado artigo 254 da Lei 6.404/1976 foi revogado pela Lei 9.457

---

<sup>283</sup> Ibidem, p. 969 - 970.

<sup>284</sup> MOREIRA, Terezinha. O processo de privatização mundial: tendências recentes e perspectivas para o Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 97 - 112, jun. 1994, p. 97 - 101.

de 1997. A finalidade dessa alteração foi a facilitação das privatizações, em que as empresas controladas pelo Estado poderiam ser alienadas sem a obrigatoriedade do novo controlador adquirir as ações dos acionistas minoritários; uma expressa redução à proteção aos investidores e acionistas minoritários em razão da retirada da mencionada cláusula *tag along*. Naquele momento, conforme narra Érica Gorga sobre o processo legislativo da reforma, suscitou-se a possibilidade de que o direito de saída dos acionista minoritários em razão da alienação de controle seria um direito adquirido e não passível de alteração legislativa, entretanto, o argumento não prevaleceu<sup>285</sup>.

A alteração legislativa tinha uma finalidade política-econômica e foi bem expressa nas palavras de Francisco Costa e Silva, então presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Francisco preocupava-se com a privatização da então Companhia Vale do Rio Doce e com a cláusula de proteção aos acionistas minoritários, conforme esclareceu: "o reconhecimento formal do *tag along* obrigaria o governo a reduzir o preço mínimo de venda do controle da Vale, porque os compradores teriam de estender a oferta aos minoritários, nas mesmas condições em que batessem o martelo no leilão"<sup>286</sup>. Essa preocupação o motivou a procurar o então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, que por sua vez articulou a elaboração da Lei 9.457 de 1997<sup>287</sup>, responsável pela retirada de direitos dos minoritários e investidores dos direitos decorrentes da alienação de controle. Conforme afirma Licínio Velasco Júnior, naquela época, essa retirada aumentaria os ganhos do Estado brasileiro com as privatizações, ganhos esses importantes tanto para legitimar a desestatização quanto para melhorar a saúde fiscal da União<sup>288</sup>.

Para este trabalho que demonstra a tendência institucional de favorecimento do acionista controlador em prejuízo dos minoritários, a retirada da *tag along* demonstraria a mencionada trajetória. Entretanto, há um outro ponto importante no contexto das

---

<sup>285</sup> GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.309-326, dez. 2004 p. 312.

<sup>286</sup> GEORGE, Vitor. **A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, p. 84.

<sup>287</sup> LEME, Maria Carolina da Silva; MÁLAGA, Guillermo Tomás. **Miopia e Controle de Capital no Brasil**. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/12263?locale-attribute=en>>. Acesso em: 28 de mai 2020, p. 2 - 3.

<sup>288</sup> VELASCO JUNIOR, Licínio. Privatização: mitos e falsas percepções. In: GIAMBIAGI, Fabio; MOREIRA, Maurício Mesquita (Org). **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1999. p. 183-216. p. 193 - 196.

privatizações, a saber, a forma como elas foram promovidas. Conforme foi ressaltado, optou-se pelo modelo semelhante a um leilão, o que supostamente garantiria melhores valores, já que o Estado alienaria o controle da companhia e não meramente suas ações. Nesse sentido percebe-se outro elemento da trajetória institucional brasileira a favor do acionista controlador: após as privatizações as companhias permaneceram com um acionista controlador majoritário, a única diferença é que não era mais a União.

Dessa forma, novamente, optou-se pela conservação da concentração acionária e novamente o desenvolvimento empresarial brasileiro ficou a cargo do acionista controlador majoritário. Revive-se, portanto, o que foi construído na elaboração da lei 6.404/1976 em que expressamente foi entendido que caberia ao controlador majoritário a liderança empresarial econômica brasileira, conforme já esclarecido no capítulo anterior.

Após a conclusão do programa de desestatização a cláusula foi reinserida na Lei de S.A. mediante a Lei 10.303/2001, estabelecendo que o adquirente do controle deveria realizar uma oferta pela aquisição das ações dos minoritários por, pelo menos, 80% do valor do valor por ação pago para aquisição das ações do controlador, sendo que a proposta legislativa inicial era de 100% do valor, exatamente como era na redação original da lei de 1976. Mas, novamente, os acionistas minoritários e investidores foram prejudicados em benefício do acionista controlador.

A lei 6.404/1976 sofreu duas alterações relevantes em período próximo, em 1997 foi retirado o direito de *tag along* e em 2001 foi reduzida a quantidade de ações preferenciais possíveis de emissão pelas companhias brasileiras. Curiosamente, no caso dos acionistas minoritários quanto à cláusula *tag along*, no momento da retirada do direito, não foi reconhecido o direito adquirido. Entretanto, no caso da reforma legal em que reduzia-se o direito a emissão de ações preferenciais, foi plenamente reconhecido o direito adquirido das companhias que foram fundadas sob a lei anterior. Por isso, as duas reformas legislativas (Lei 9.457/1997 e Lei 10.303/2001) foram vitórias pela manutenção da legislação favorável ao controlador, na medida em que retiraram direitos dos minoritários e conservaram direitos dos acionistas controladores.

Essa mesma reforma tratou das alterações na emissão de ações preferenciais e o retorno do dispositivo *tag along* e também foram ampliados os direitos aos dividendos pelos acionistas preferenciais, maior representatividade dos acionistas minoritários e o acordo de

acionistas<sup>289</sup>. As alterações foram um avanço na proteção aos acionistas minoritários e investidores, entretanto, foram tímidas em relação às necessidades institucionais e em relação ao projeto de lei inicial<sup>290</sup>, além disso, a reforma não surtiu efeito quanto a crise do mercado de capitais brasileiro naquele período, conforme já descrito em tópico anterior.

Ainda sobre o momento da desestatização cabem apontamentos.

Deste tópico, em resumo, deve ser ressaltado que a trajetória institucional brasileira de favorecimento ao acionista controlador levou ao estabelecimento de regras favoráveis ao controlador para regular a transferência de controle, por isso, a cláusula *tag along* foi retirada e, posteriormente, reinserida de forma mitigada. Outra regra importante sobre o mercado de controle societário seriam as cláusulas por atingimento de participação relevante que tiveram a mesma trajetória que a *tag along* na direção favorável ao controlador. Veja-se com maior clareza no tópico seguinte.

#### **4.3. Mercado do controle societário e o Novo Mercado**

Sheila Cerezetti reconhece o sucesso do Novo Mercado, mas afirma que falta uma infraestrutura institucional capaz de regular o mercado de corporativo de controle, proteger investidores e acionistas minoritários. Por um lado, há uma (lenta) tendência de dispersão acionária que demanda desenvolvimento institucional de regulação do mercado de controle corporativo; por outro lado a grande maioria das empresas brasileiras apresentam controle majoritário, o que exigiria regras claras sobre transações de ações dos controladores<sup>291</sup>.

A ausência de regulação sobre o mercado de controle societário possibilitou que as próprias companhias, em seus estatutos sociais, regulassem parte do tema. Entre as formas de regulação estão as cláusulas por atingimento de participação relevante. Entretanto, a regulamentação estatutária foi além da transação de controle e também abarcou situações de simples formação de uma minoria de acionistas<sup>292</sup>.

De fato, as medidas defensivas prosperaram sob o argumento de que garantiria uma dispersão acionária, e, posteriormente, elas tornaram-se um mecanismo dos controladores

---

<sup>289</sup> GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.309-326, dez. 2004 p. 312 - 315.

<sup>290</sup> Ibidem, p. 320.

<sup>291</sup> CERZETTI, Sheila Christina Neder. op. cit. p. 976.

<sup>292</sup>Ibidem, p. 976.

para manutenção de suas posições ao tornar excessivamente onerosa qualquer aquisição acionária relevante, tendo ou não o efeito de adquirir o controle. Dessa forma, ao invés de proteção aos investidores, tem-se um abuso patrocinado pelo controlador<sup>293</sup>.

Nesse sentido, admitir a autorregulação das companhias em seus próprios estatutos sociais favorece controladores e aprofunda o desequilíbrio entre minoritários e controladores. Considerando a ampla adoção das *poison pills*, esse desequilíbrio torna-se um problema estrutural do mercado acionário brasileiro e sabota as tentativas de desenvolvimento institucional, de proteção aos investidores e minoritários, gerando uma distorção do ambiente institucional de mercado de capitais brasileiro<sup>294</sup>.

Demonstra-se também que a autorregulação não tem capacidade para corrigir as distorções sobre a proteção aos investidores e acionistas minoritários provocadas pelas *poison pills brasileiras*. Observando as tentativas de alteração das regras do Novo Mercado, percebe-se a limitação da capacidade da autorregulação em favor da proteção dos acionistas minoritários. Essa afirmação pode ser melhor elucidada pelas tentativas de reforma das regras de listagem do Novo Mercado em 2011 e 2017.

A fim de garantir a proteção aos investidores, as regras dos segmentos do Novo Mercado. As eventuais modificações devem ser aprovadas pelas empresas listadas no Novo Mercado em audiência restrita, sendo que a proposta de alteração pode negada caso mais de 1/3 das empresas listadas expressamente se manifestem contra o tema, conforme dispõe o artigo 76 do Regulamento do Novo Mercado<sup>295</sup>. Em razão dessa disposição regulamentar do Novo Mercado as tentativas de alteração das *poison pills brasileiras* foram frustradas. Em 2006 houve uma alteração do regulamento do segmento Novo Mercado, mas as alterações não trataram do tema das medidas defensivas contra tomadas hostis de controle ou atingimento de participação relevante<sup>296</sup>.

A alteração do regulamento do Novo Mercado em 2011 foi resultado de um processo de revisão iniciado em 2008, entretanto, apenas em 2009 iniciaram-se os encontros de revisão,

---

<sup>293</sup> Ibidem p. 977.

<sup>294</sup> Ibidem, p. 984 - 985.

<sup>295</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento Novo Mercado**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/)>. Acesso em: 24 de mai 2020.

<sup>296</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020.

que totalizaram, em 2010, 27 fóruns compostos de mais de 300 representantes das 159 empresas listadas<sup>297</sup>. Em 2011 foi proposta a alteração das regras do Novo Mercado para expressamente vedar cláusulas estatutárias que dificultem à própria assembleia de acionistas a alteração estatutária. Também foi estabelecida a vedação de que, no âmbito do Estatuto Social, estabeleça-se ônus ao acionista que votar pela retirada de determinada cláusula. O objetivo dessa alteração é evitar a restrição do livre exercício do voto do acionista e o estabelecimento de cláusulas de legalidade duvidosa<sup>298</sup>. Essa alteração expressamente veda as chamadas cláusulas pétreas das *poison pills* brasileiras, em que companhias dispunham que os acionistas que votassem pela retirada da defesa estariam obrigados a realizar uma OPA direcionada à todos os acionistas. A alteração do regimento do Novo Mercado foi aprovada e é importante, mas apenas reafirma o que já fora estabelecido pela própria CVM em seu Parecer de Instrução Normativa nº 36. Dessa forma, a medida foi tardia e demonstra a dificuldade da autorregulação em coibir ilegalidades e abusos das empresas listadas e de seus controladores.

Outra alteração proposta e aprovada foi a obrigação do conselho de administração emitir parecer direcionado aos acionistas em razão de qualquer oferta pública para aquisição de ações emitidas pela companhia<sup>299</sup>. A medida busca garantir que os acionistas sejam orientados quanto a viabilidade e adequação do preço ofertado pelas ações, entretanto, questiona-se se a capacidade do acionista controlador estabelecer o mencionado parecer a seu favor e contra os interesses dos acionistas e da companhia.

Já quanto a alteração do regulamento do Novo Mercado chamada “OPA 30”, não teve a mesma sorte. A proposta estabeleceria que “atingimento de participação relevante” consiste na aquisição de ao menos 30% das ações da companhia<sup>300</sup>. Nesse caso, instituiria-se a todas as companhias uma “*poison pill* regulamentar”, de forma que todas as companhias, independente de seus Estatutos Sociais, estariam protegidas contra uma tomada hostil de controle ou aquisição de participação relevante. Entretanto, as companhias não poderiam dispor de

---

<sup>297</sup> Ibidem.

<sup>298</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Minuta do Regulamento de Listagem do Novo Mercado elaborada pela BM&FBovespa: audiência restrita: 07 de julho a 08 de setembro de 2010**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020, p. 12.

<sup>299</sup> Ibidem, p. 21.

<sup>300</sup> Ibidem, p.7.

percentual inferior aos 30% estabelecidos no regimento, o que, nesse caso, seria uma restrição aos acionistas controladores e seus abusos ao estabelecerem as cláusulas estatutárias. Essa alteração foi recusada pelas empresas listadas no Novo Mercado<sup>301</sup>.

Já a alteração do regulamento em 2017 foi resultado de uma primeira consulta pública, seguida de duas audiências públicas e duas audiências restritas, sendo a segunda audiência realizada a votação. O início do processo deu-se em 2016 e a votação, terminando o processo, em 2017; portanto, percebe-se maior agilidade que na alteração anterior<sup>302</sup>.

A consulta pública foi realizada mediante questionário, em que os três principais respondentes foram, em ordem decrescente, (i) companhias abertas listadas em algum segmento especial; (ii) investidores profissionais e (iii) acadêmicos. Também responderam representantes de entidades e associações do mercado; escritórios de advocacia e companhias abertas em listagem básica. Dos respondentes, 63,6% consideraram "que o Novo Mercado necessita urgentemente de atualização para o alinhamento com as melhores práticas de governança corporativa internacionais", o que demonstraria insatisfação com as regras vigentes<sup>303</sup>.

Em outro questionando, 73,4% dos respondentes consideraram "importante a criação de regras distintas para companhias com controle definido ou com capital disperso". Em questionamento similar, 67,1% dos respondentes entenderam "importante que os segmentos especiais prevejam regras distintas para itens da mesma natureza (e.g. percentuais de conselheiros independentes distintos, percentuais de free-float distintos, etc), apresentando-se como segmentos escalonados em relação às melhores práticas de governança corporativa". Nesse sentido, constata-se que o tipo de poder de controle da companhia e sua concentração acionária são importantes para definir regras que melhor se adequem à proteção aos investidores e minoritários<sup>304</sup>.

Já na fase de de votação em audiência restrita, foi apreciada pelas empresas listadas no Novo Mercado a obrigação da companhia prever em seu estatuto social uma medida contra

---

<sup>301</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/visao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/visao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020.

<sup>302</sup> Ibidem.

<sup>303</sup> Ibidem.

<sup>304</sup> Ibidem.

atingimento de participação relevante com percentual entre 20% e 30% do total de ações da companhia<sup>305</sup>. Também foi estabelecido que a obrigação da medida defensiva não se aplicaria caso "houver outro acionista ou grupo de acionistas que atuem em conjunto titular de percentual superior ao previsto no estatuto social da companhia"<sup>306</sup>. Nenhuma das duas alterações propostas foi aprovadas<sup>307</sup>.

A proposta de que os acionistas da companhia estariam livres da realização da OPA caso atingissem o percentual disposto na cláusula estatutária é interessante, na medida em que possibilitaria que outros acionistas adquirissem ações e formassem participações relevantes a fim de contestar eventual controlador. Nesse caso, a medida defensiva não mais serviria para que o controlador se perpetuasse e permitiria disputas de poder internas na companhia. Dessa forma, a alteração proposta seria um evidente prejuízo aos acionistas controladores e um ganho aos acionistas minoritários caso fosse aprovada.

As empresas “Lojas Renner S.A.”, “TIM Participações S.A.”, “Ultrapar Participações S.A.”, “Somos Educação S.A.”, valendo-se de seus diretores de relações com investidores, esclareceram algumas razões contrárias à proposta de alteração das regras do Novo Mercado. Ressalta-se que as empresas “Lojas Renner S.A.” e “Ultrapar Participações S.A.” já apresentam as medidas defensivas.

Tanto a empresa “Somos Educação S.A.” quanto a empresa “Ultrapar Participações S.A.” identificam nas cláusulas contra atingimento relevante uma proteção aos acionistas, que estariam protegidos contra um novo acionistas que adquira ações da companhia em percentual suficiente para interferir nas decisões da Assembleia Geral. Entretanto, os diretores das companhias divergem quanto ao percentual adequado, mas concordam que caberia a cada companhia definir o seu próprio percentual.

O representante da empresa “Ultrapar Participações S.A.” expressamente afirma: “o atingimento de participação relevante significa que o adquirente poderá influenciar materialmente nas decisões da assembleia geral, podendo alterar a administração e modificar

---

<sup>305</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento do Novo Mercado**: Revisão de 2017, Segunda Fase da Audiência Pública. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020, p. 22 - 24.

<sup>306</sup> Idem, p. 24.

<sup>307</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores**: Revisão de 2017. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020.



o direcionamento das atividades da companhia”<sup>308</sup>. Por essa razão, segundo o representante da companhia, a cláusula seria um suposto direito de saída dos acionistas minoritários, conforme esclarece que, em companhias com capital pulverizado, "o percentual de 30% (trinta por cento) poderá ser muito alto para cumprir com o objetivo de oferecer a oportunidade aos demais acionistas que não concordem com os novos rumos da companhia de alienarem suas ações pelo mesmo valor pago pelo adquirente”<sup>309</sup>.

Por sua vez, o representante da companhia “Somos Educação S.A.” reconhece a alta concentração acionária típica das empresas brasileiras e que o percentual de 30% como “gatilho” não protegeria os acionistas contra uma mudança de controle na companhia, uma vez que “a titularidade de 30% (trinta por cento) do capital, ainda que represente isoladamente a maior participação individual na companhia, não assegurará uma posição de controle.”<sup>310</sup> Por isso, caberia “a cada companhia a liberdade de estipular as regras sobre concentração acionária apropriadas à sua situação específica”<sup>311</sup>. Essa é uma afirmação que merece ênfase e será melhor tratada no tópico seguinte.

Curiosamente, na visão do representante da companhia “Somos Educação S.A.”, a cláusula de atingimento de participação relevante tem a finalidade de proteção semelhante à cláusula *tag along* disposta no artigo 254 - A da Lei 6.404/1976 já descrita anteriormente. Assim afirma o representante da companhia: “em termos conceituais e substanciais, trata-se de regra equivalente ao que já prevê o artigo 254-A da Lei 6.404/1976 e o item 8.1 do atual regulamento do Novo Mercado.”<sup>312</sup>

Já Diretor de Relações com Investidores da empresa “TIM participações S.A.”, Rogério Tostes Lima, ressalta que a regra teria finalidade de garantir maior circulação de ações das companhias, ao limitar o percentual de capital social passível de compra por cada indivíduo e, conseqüentemente, melhorando a circulação de ações desenvolvimento o

---

<sup>308</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Ultrapar. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 25 de mai 2020.

<sup>309</sup> Idem.

<sup>310</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Somos Educação. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 25 de mai 2020.

<sup>311</sup> Idem.

<sup>312</sup> Idem.

mercado acionário brasileiro. Entretanto, a companhia se posicionou contrária a adoção de uma regra geral da listagem do Novo Mercado<sup>313</sup>.

Em sentido semelhante, Laurence Beltrão Gomes, Diretor de Relações com Investidores das Lojas Renner, argumentou que a companhia já ostenta cláusula estatutária contra aquisição relevante com "gatilho" de 20% e que seria útil flexibilidade para alterar a regra sem as restrições do Novo Mercado. O mesmo diretor critica o "gatilho" de 30% por ser excessivamente elevado em razão de perda de liquidez das ações. Segundo ele, caso a regra seja aprovada, as ações das companhias que atraem investidores de perfil “com longo prazo” “perderiam liquidez com apenas três acionistas com tal perfil se suas participações fosse (sic) próximas a 30% cada um. Assim, sugerimos que esse percentual seja reduzido para 20%”<sup>314</sup>.

Percebe-se das tentativas de aprovação das alterações do regulamento do Novo Mercado a limitação da autorregulação para proteger os acionistas minoritários e investidores e uma demonstração de que os interesses dos acionistas controladores orientam as regras dos segmentos da bolsa de valores brasileira. Mais do que isso, pode-se pensar, em uma “dependência da trajetória” das regras da bolsa de valores que se conectam com a própria lei 6.404/1976. Esse é o tema do tópico adiante.

#### **4.4. Abordagem Institucional do Mercado Acionário Brasileiro e da Regulação do Mercado do Controle Societário**

Pela perspectiva do mercado de controle societário, há uma aproximação entre duas regras brasileiras: a cláusula *tag along* e a cláusula de dispersão acionária. Essa aproximação é teórica, ressaltada por Sheila Cerezetti, e prática, apontada pelos representantes das empresas listadas no Novo Mercado, conforme já apresentado neste capítulo.

Por uma perspectiva institucional orientada por Douglass North, a modificação legislativa em 1997 de retirada o direito de *tag along* para facilitar a desestatização em prejuízo dos acionistas minoritário e, em 2001, o retorno do dispositivo legal de forma mitigada e piorada em relação à redação legislativa original da década de 70 demonstram uma trajetória institucional de benefícios aos controladores. Nesse contexto, também representam

---

<sup>313</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Rogerio Tostes Lima - TIM. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 25 de mai 2020.

<sup>314</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Laurence Beltrão Gomes - Renner. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020.

uma tendência de favorecimento ao controlador no contexto do mercado do controle societário, na medida em que as modificações facilitam a extração de benefícios privados do controle e, mitigam os benéficos dos acionistas minoritários no contexto do mercado de controle acionário.

Além disso, as medidas defensivas contra tomadas hostis de controle também foram apontadas neste trabalho como uma regra do mercado do controle societário. De fato, ao proteger o controle acionário evitando uma modificação de controle não negociada, obriga eventuais adquirentes de controle a negociar com o controlador da companhia-alvo, o que inflaciona o poder desse controlador. Portanto, as cláusulas estatutárias mutilam o mercado de controle societário em favor do acionista controlador.

Dessa forma, vislumbra-se uma trajetória institucional, iniciada na década de 90, de favorecimento do controlador em relação ao mercado de controle acionário, marcada pelos episódios de retirada da *tag along*, a sua reinserção mitigada e, mais recentemente, as tentativas frustradas de regulação da cláusula por atingimento de participação relevante resultando na liberdade irrestrita das companhias e controladores tratarem do tema.

Também foi narrado neste capítulo que, no processo da desestatização brasileira, na década de 90, a modalidade de leilão das empresas controladas pelo Estado novamente promoveu empresas caracterizadas pela concentração acionária e pelo acionista controlador. Essa deliberada opção pode ser compreendida como "dependência da trajetória", na medida em que a escolha do perfil empresarial que garantiria o desenvolvimento econômico brasileiro da década de 70 se repetiu na década de 90: acionista controlador liderando o desenvolvimento econômico brasileiro.

Entretanto, é difícil dizer se o resultado da concentração acionária brasileira seria diferente caso fosse feita outra opção de privatização diferente do leilão e que promove-se a dispersão acionária das companhias estatais. Conforme Calixto Salomão Filho ressalta, outros países como a Polônia e Checoslováquia promoveram diluições acionárias no contexto da privatização e, posteriormente, testemunharam o retorno da alta concentração acionária<sup>315</sup>. Entretanto, o que é relevante neste momento, é ressaltar a *opção* brasileira que privilegiou a manutenção da figura acionista controlador e, ao mesmo tempo, optou por prejudicar os minoritários retirando a cláusula *tag along*. Essa constatação no contexto brasileiro de

---

<sup>315</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. op.cit, p. 93.

décadas de outras modificações legais pintam um quadro de dependência da trajetória a favor da figura do acionista controlador.

Porém, percebe-se uma dificuldade na aplicação da teoria de Douglass North nessa leitura. Conforme afirma o ganhador do Nobel e descrito no capítulo um, as instituições são as regras do jogo e os empreendedores são os jogadores e agentes das mudanças institucionais, o que seria o Estado brasileiro? De fato, pela trajetória narrada neste capítulo, a retirada da *tag along* foi promovida no contexto das privatizações pelo Estado brasileiro, seria ele então um jogador? Entretanto, o Estado atuando como empresário no mercado brasileiro e, posteriormente, ao optar pelas privatizações, não seriam mudanças nas regras do jogo e o Estado, portanto, não seria uma instituição? Nota-se novamente, conforme já foi descrito em capítulo próprio, uma dificuldade na teoria de Douglass North que ressalta a diferença de instituições e organizações ao separar as regras dos jogadores. De fato, essa abordagem encontra dificuldade ao ser aplicada em contextos de participação do Estado na economia e isso já foi bem explorado anteriormente.

Por fim, também foi narrado neste capítulo o processo frustrado de regramento das cláusulas por atingimento de participação relevante promovido pela bolsa de valores brasileiras. Foi demonstrada a resistência dos representantes das companhias em assumir uma regulamentação sobre o tema e as justificativas apresentadas por eles. Ressalta-se que a ausência de regulação estatal e a dificuldade da autorregulação indicam a quem essas cláusulas servem: ao acionista controlador. No vazio regulatório são os controladores que realmente decidem a respeito das mencionadas cláusulas estatutárias das companhias, o que resulta, na prática, que a regulação exista e ela é ditada pelo acionista controlador em benefício próprio.

Regular o tema da aquisição de controle acionário e da tomada de controle parece uma necessidade no Brasil, especialmente considerando a (lenta) tendência de dispersão acionária, conforme foi narrado no capítulo anterior. Inserida no tema de regulação da tomada de controle, está o tema das cláusulas por atingimento de participação relevante. Entretanto, em razão da tradicional concentração acionária brasileira o tema foi pouco explorado. Mas, neste momento, percebe-se um outro e novo obstáculo: os acionistas controladores e as próprias companhias. Na medida que resistem a uma regulamentação geral, eles próprios o regulam com as mencionadas cláusulas estatutárias. Não por acaso, o representante da companhia

“Somos Educação S.A.” expressamente defendeu que o tema deva ser tratado internamente em cada companhia<sup>316</sup>, onde, naturalmente, os acionistas controladores apresentam maior capacidade de fazer valer sua vontade.

De fato, esse é um problema do Novo Mercado: qualquer evolução em seu regulamento depende da não rejeição de um terço das companhias listadas, o que dificulta qualquer avanço em governança corporativa. Érica Gorga também reconhece a mesma dificuldade: "one problem with BM&FBovespa's regulatory model is that once it empowered the listed companies themselves to approve any changes in the corporate governance requirements of the special listing segments, it also reduced its ability to continually enhance governance practices."<sup>317</sup>

Importante observar que a regulação específica do tema das cláusulas por atingimento de participação relevante ou a regulação do mercado de controle societário, na verdade, pouco ou nada adiantaria para a realidade brasileira. De fato, mudanças e regulações pontuais em direito societário não terão o condão de alterar a disfunção causada por toda a legislação e regulação brasileira. Conforme pontua Calixto Salomão Filho, o direito societário brasileiro, centrado no acionista controlador, é uma disfunção legislativa e institucional que não será corrigida com alterações pontuais. O autor afirma problema brasileiro não é a concentração acionária, mas a concentração de poderes na figura do acionista controlador<sup>318</sup>. Nesse sentido, alterar pontualmente a liberdade de estabelecimento de cláusulas por atingimento de participação relevante não será capaz de efetivamente limitar o acionista controlador ou fortalecer outros órgãos societários, como o Conselho de Administração. Por essa razão, a regulamentação do tema também seria tímida para as necessidades nacionais e pouco eficiente se for uma alteração isolada.

---

<sup>316</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Somos Educação. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 25 de mai 2020.

<sup>317</sup> GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015, p. 485.

<sup>318</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit, p. 98.

## 5. A REVISÃO DA LITERATURA DAS CLÁUSULAS POR ATINGIMENTO DE PARTICIPAÇÃO RELEVANTE

O objetivo desta etapa é identificar e aquilatar quais as conclusões dos trabalhos quantitativos e populacionais e quais metodologias foram utilizadas. A importância dessa etapa é evitar que este trabalho repise o que já foi estudado, descrito e explorado, bem como distanciar esta pesquisa das variáveis já conhecidas e correlacionadas. Os principais trabalhos encontrados sobre a correlação entre as cláusulas por atingimento de participação relevante e a concentração acionária das companhias que delas utilizam, são dos autores e autoras : (i) Eliseu Martins; Jorge Vieira e Luiz Fávero<sup>319</sup>; (ii) Marco Monteiro<sup>320</sup> (iii) Érica Gorga<sup>321</sup> , (iv) Paloma de Souza<sup>322</sup> e (v) Marcelo Ambrozini, Tabajara Pimenta Junior, Luiz Eduardo Gaio<sup>323</sup> e (vi) Marcelle Rigodanzo Mocha<sup>324</sup>. Por outro lado, outros trabalhos empíricos trataram de outras perguntas relevantes, como a correlação entre a presença das cláusulas estatutárias e a divulgação de dados contábeis (trabalho de Henrique Portulhak; Viviane Theiss; Marcos Roberto Kühl e Romulado Douglas Colauto<sup>325</sup>; Yuri Gomes Azevedo<sup>326</sup> e o de Yuri Gomes Azevedo e Silvio Nakao<sup>327</sup>) e a correlação entre o desempenho econômico das

---

<sup>319</sup> VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; FAVERO, Luiz Paulo Lopes. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 6-24, Aug. 2009. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772009000200002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772009000200002&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em 22 Aug. 2019.

<sup>320</sup> MONTEIRO, Marco Antônio Papera. **Um Estudo sobre a Utilização de "Poison Pill" no Brasil**. Dissertação (Mestrado) - Universidade Cândido Mendes, 2008.

<sup>321</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019.

<sup>322</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle das Companhias Abertas: a poison pill à brasileira**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2011, p. 165.

<sup>323</sup> AMBROZINI, M. A.; PIMENTA JÚNIOR, T.; GAIO, L. E. As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o Takeover Hostil. **Revista de Administração IMED**, v. 5, n. 1, p. 59-69, 2015.

<sup>324</sup> MOCHA, Marcelle Rigodanzo. **Poison Pills - Análise da sua aplicação nas sociedades anônimas brasileiras**. Monografia (graduação) - Universidade Federal do Paraná, 2015. 3 <<https://www.acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/42339/74.pdf?sequence=1>>. Acesso em 14 jul. 2020.

<sup>325</sup> PORTULHAK; Henrique; THEISS, Viviane; KÜHL, Marcos Roberto; COLAUTO, Romulado Douglas. **Poison Pills e gerenciamento de resultados em companhias brasileiras que negociam na BM&FBovespa**. XVI Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2016.

<sup>326</sup> AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva. **Poison Pills e gerenciamento de resultados: um estudo das companhias listadas na B3**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Ciências Contábeis. Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2018.

<sup>327</sup> AZEVEDO, Y. P.; NAKAO, S. H. The influence of poison pills on executive compensation. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 39 - 61, dez. 2019.

companhias e as referidas cláusulas estatutárias (pesquisa de Jorge Veira; Eliseu Martins e Luiz Paulo Lopes Favero<sup>328</sup>)

Inicialmente, serão tratados os trabalhos sobre a correlação entre a concentração acionária e a presença das cláusulas por atingimento de participação relevante, em seguida, serão tratados os demais trabalhos.

Em resumo, de forma comum, todos os trabalhos sobre a correlação entre a concentração acionária e a presença das cláusulas por atingimento de participação relevante identificam a presença da cláusula estatutária em companhias do segmento Novo Mercado, descrevem as cláusulas de acordo com o percentual do “gatilho”, o preço mínimo a ser oferecido em caso de ativação da cláusula estatutária e, por fim, estabelecem eventual correlação entre a mencionada cláusula e a concentração acionária da companhia. Assim como as semelhanças metodológicas, as conclusões também convergem: companhias não vulneráveis à tomadas hostis de controle, em razão da presença de acionista controlador ou grupo de acionistas com participações relevantes, apresentam medidas defensivas com gatilhos em percentuais baixos.

Antônio Papera Monteiro analisou 99 companhias, das quais 56 apresentavam medidas defensivas contra tomadas hostis de controle. Dessas 56 companhias, o autor descreve que metade apresentavam controlador majoritário e, expressamente conclui, que não poderiam ser objeto de uma tomada hostil de controle<sup>329</sup>. Segundo o autor, a presença de medidas defensivas em companhias que não passíveis de tomada hostil de controle demonstraria “que os controladores podem estar prevendo um momento futuro, em que possam eventualmente alienar um percentual de suas ações da firma, sem se sujeitar à possibilidade de uma eventual aquisição hostil de controle futuramente”. Em síntese, o autor entende que as medidas defensivas em companhias que não precisam se defender demonstraria um comportamento preventivo dos acionistas controladores.

Os dados encontrados por Antonio Papera Monterio se assemelham aos encontrados por Érica Gorga. O trabalho da autora destaca-se dos demais por englobar diversas variáveis: acordo de acionistas; tipologia de acionista controlador (familiar, institucional, estatal ou estrangeiro), estudo de populações de empresas listadas no Nível 1 e Nível 2 da Bolsa de

---

<sup>328</sup>VIEIRA, Jorge, MARTINS, Eliseu e FÁVERO, Luiz Paulo. op. cit, p. 7 - 10.

<sup>329</sup> MONTEIRO, Marco Antônio Papera. op. cit, p. 52 - 54.

Valores. Dessa forma, o estudo, cujos dados se referem ao ano de 2007, avaliou, no total, 156 empresas. A autora demonstrou que do total de companhias do Novo Mercado (92 companhias), 56% apresentavam medidas defensivas contra tomadas de controle, sendo que algumas também apresentavam acionista controlador majoritário<sup>330</sup>. Dessa forma, pelos estudos da autora, a conclusão é semelhante: a presença de cláusulas por atingimento de participação relevante não está relacionada com a vulnerabilidade à uma tomada hostil de controle.

Pelo trabalho de Eliseu Martins, Jorge Vieira e Luiz Fávero, valendo-se da "base de dados do sistema IPE, desenvolvido e administrado pela Bovespa e compartilhado com a Comissão de Valores Mobiliários, com corte em junho de 2006"<sup>331</sup>, foram encontradas sete companhias com medidas defensivas, das quais três apresentavam acionista controlador majoritário<sup>332</sup>.

Paloma Souza, em dissertação de mestrado, assumiu como variáveis a posição acionária da companhia, à presença da pílula, de cláusula pétrea, a possibilidade de remoção da pílula ou afastamento da oferta pública por ela determinada e coletou as mencionadas variáveis em 2010 pela página virtual da então BM&F-Bovespa. A autora ressalta que, das 112 empresas do Novo Mercado estudadas, 66 ostentam acionista com mais de 50% das ações. Dessas 66 empresas, 28 apresentavam medidas defensivas contra tomadas de controle<sup>333</sup>. Essa afirmação vai ao encontro dos demais trabalhos na questão da presença de cláusulas por atingimento de participação relevante em companhias não sujeitas a eventuais tomadas hostis de controle.

Já o trabalho de Eduardo Gaio, Marcelo Ambrozini e Tabajara Junior, demonstra que os percentuais de disparo (gatilhos) baixos revelam “um apego maior ao controle da companhia por parte dos atuais donos”<sup>334</sup>. Neste trabalho, também foi observado que os mencionados percentuais são excessivamente baixos. Assim afirma os autores: “em geral, os

---

<sup>330</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019, p. 480 - 483.

<sup>331</sup> VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; FAVERO, Luiz Paulo Lopes. op. cit, p. 17.

<sup>332</sup> Ibidem, p. 17 - 23.

<sup>333</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. op. cit, p. 163 - 165.

<sup>334</sup> AMBROZINI, M. A.; PIMENTA JÚNIOR, T.; GAIO, L. E. op. cit, p. 66.



percentuais de disparos são muito baixos. 41 empresas, do total de 51 da amostra, adotam uma obrigatoriedade de compra para o total das ações em circulação sempre que o acionista adquirente obtenha 25% ou menos das ações<sup>335</sup>. Dessa forma, segundo os autores, percentuais de disparo menos que 25% seriam excessiva e desnecessariamente baixos, dessa forma, a avaliação dos valores dos gatilhos indicaria que a medida defensiva não tem finalidade de proteção contra tomada hostil de controle, mas para entrincheirar os acionistas controladores. De fato, os autores expressamente afirmam: "quanto menor o percentual de disparo, mais rapidamente a empresa fica ciente de uma possível aquisição hostil. Isso revela um apego maior ao controle da companhia por parte dos atuais donos"<sup>336</sup>. Cumpre esclarecer que, infelizmente, não foi possível precisar o momento em que os dados deste artigo foram coletados e quais as fontes que os autores utilizaram para coleta das variáveis.

Já Marcelle Rigodanzo Mocha, em sua monografia, tendo como referência o ano de 2015 e com base em dados da então BM&FBovespa, enumerou as companhias do segmento Novo Mercado que apresentam medidas defensivas contra tomadas hostis de controle, o valor percentual do "gatilho" e em qual tipo de controle a companhia é classificada. A autora analisou 183 companhias dos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, das quais 78 apresentavam as mencionadas cláusulas estatutárias<sup>337</sup>.

Todos os trabalhos demonstram falta de correlação entre medidas defensivas com a forma de controle da companhia e, também demonstram que apesar de identificar variabilidade entre as medidas defensivas, todas são tratadas como se idênticas fossem.

Além das metodologias, as conclusões também são semelhantes: companhias brasileiras com acionistas controladores majoritários apresentam medidas defensivas, o que sugere a funcionalidade das cláusulas como um incremento ao exercício do poder pelo controlador, evitando a formação de qualquer minoria qualificada capaz de contestar hegemonia do acionista majoritário. Companhias com controle minoritário também se beneficiam das cláusulas estatutárias, na medida que evitaria a formação de outras minorias capazes de contestar o controle. Nesse sentido, os dados empíricos dos trabalhos apresentados corroboram a afirmação deste trabalho de que as cláusulas estatutárias são um mecanismo

---

<sup>335</sup> Ibidem, p. 67.

<sup>336</sup> Ibidem, p. 66.

<sup>337</sup> MOCHA, Marcelle Rigodanzo. op. cit. p. 50 - 72.

auxiliar do controle societário, e, sob a perspectiva do controle, se aproximariam da função das ações preferenciais e da função do acordo de acionistas.

Com relação às companhias que efetivamente poderiam sofrer uma tomada hostil de controle, a cláusula também favoreceria o acionista controlador, ainda que minoritário, uma vez que obrigaria o eventual adquirente do controle a negociar com o atual controlador ao invés de, simplesmente, realizar uma investida hostil pela quantidade de ações que garantiria o controle. Nesse sentido, o controlador se beneficiaria ao mitigar a possibilidade do controle ser adquirido em um "mercado de controle societário".

Uma vez apresentados os trabalhos sobre a concentração acionária e as mencionadas cláusulas, passa-se a descrever os achados de outros trabalhos empíricos que também tratam das defesas contra tomadas hostis de controle, mas com objetivos e metodologias.

O trabalho de Jorge Veira; Eliseu Martins e Luiz Paulo Lopes Favero<sup>338</sup> se classifica como hipotético-dedutivo, uma vez que testa duas hipóteses antagônicas: (i) as medidas defensivas prejudicam o desempenho das empresas por entrincheirar os administradores e controladores, já que mesmo se as ações da companhia caírem excessivamente em razão de péssima gestão, eles ainda estariam seguros contra uma tomada hostil de controle ou (ii) as medidas defensivas melhoram o desempenho das companhias por garantir que os administradores e controladores não busquem resultados imediatos e possam projetos de longo prazo para implementar estratégias de longo prazo. Os autores testaram sete companhias com cláusulas por atingimento de participação relevante (Submarino S.A.; Lojas Renner S.A.; Embraer S.A.; Perdigão S.A.; DASA S.A.; Natura S.A. e Ideiasnet S.A.) e compararam com outras empresas de mesmo setor sem as mencionadas cláusula. A comparação deu-se pelos critérios "EBIT ("Earnings Before Interest"), dividido pelo Ativo Total e EBIT Anormal dividido pelo Ativo Total. O EBIT Anormal é resultado da diferença entre o EBIT individual e o EBIT médio do setor"<sup>339</sup>. O resultado do trabalho não foi conclusivo.

Já Henrique Portulhak; Viviane Theiss; Marcos Roberto Kühl e Romulado Douglas Colauto iniciam o trabalho esclarecendo "gerenciamento de resultados", que é a alteração contábil, seja melhorando ou piorando os resultados contábeis em benefício próprio e em

---

<sup>338</sup>VIEIRA, Jorge, MARTINS, Eliseu e FÁVERO, Luiz Paulo. op. cit, p. 7 - 10.

<sup>339</sup> Ibidem, p. 8.

detrimento da veracidade dos dados. O trabalho aponta que, na eminência de uma mudança de controle, os administradores e controladores tem incentivos para melhorar os dados contábeis. Por isso, o trabalho avalia se a presença das cláusulas por atingimento de participação relevante afetaria na gestão dos resultados contábeis. Os autores analisaram 99 companhias e seus dados contábeis referentes aos exercícios de 2009 até 2014 e observaram que as companhias com as mencionadas cláusulas apresentam dados contábeis mais confiáveis e precisos do que as que não apresentavam cláusulas por atingimento de participação relevante<sup>340</sup>. A conclusão parece razoável: companhias com as medidas defensivas estariam menos vulneráveis à mudanças de controle, independente do desempenho da companhia, o que reduziria incentivos para alterar os dados contábeis.

Entretanto, em trabalho com exatamente a mesma pergunta encontrou resultados diferentes. Yuri Paiva Azevedo definiu sua pesquisa como descritiva, com procedimentos documentais e abordagem quantitativa, o autor utilizou a base de dados da Bloomberg®, com referência aos anos de 2010 até 2016, o autor analisou dados de 225 companhias listadas em todos os segmentos da B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. O autor, ao observar os dados contábeis das companhias<sup>341</sup>, observou não haver diferença estatística entre as companhias com medidas defensivas e as companhias sem as mencionadas cláusulas<sup>342</sup>.

Por fim, em outro estudo empírico com companhias brasileiras, Yuri Paiva Azevedo e Sílvio Hiroshi Nakao avaliaram eventual correlação entre a presença de cláusulas por “atingimento de participação relevante” e a compensação de administradores. A pesquisa avaliou 217 companhias, listadas em todos os segmentos de listagem da B3 - Brasil, Bolsa e Balcão e acessaram os dados das companhias valendo-se da base de dados da Bloomberg®<sup>343</sup>. Os autores concluem que existe uma correlação positiva entre a presenças das mencionadas cláusulas e elevações anormais dia remuneração de administradores, o que indicaria a possibilidade de que as medidas defensivas entrincheiram os administradores, permitindo a

---

<sup>340</sup> PORTULHAK; Henrique; THEISS, Viviane; KÜHL, Marcos Roberto; COLAUTO, Romulado Douglas. **Poison Pills e gerenciamento de resultados em companhias brasileiras que negociam na BM&FBovespa**. XVI Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2016.

<sup>341</sup> AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva. **Poison Pills e gerenciamento de resultados: um estudo das companhias listadas na B3**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Ciências Contábeis. Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2018. p. 31 - 37.

<sup>342</sup> *Idem*, p. 51 - 53.

<sup>343</sup> AZEVEDO, Y. P.; NAKAO, S. H. The influence of poison pills on executive compensation. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 39 - 61, dez. 2019, p. 44 - 45.

bonificação anormal. Assim afirmam os autores: "these results are consistent with the entrenchment perspective that the adoption of anti-takeover defenses exacerbates the executive compensation levels, supporting our first hypothesis that poison pills are positively associated with executive compensation"<sup>344</sup>.

### **5.1. Trabalhos dogmáticos, direito comparado e estudos de caso**

Outro grande grupo de produções acadêmicas sobre as cláusulas por atingimento de participação relevante são os trabalhos com estudos de casos, direito comparado ou puramente teóricos. Apesar da diferença de metodologias, as questões trazidas são bastante semelhantes: (i) discussão dos regulamentos da União Européia e o modelo inglês sobre tomadas hostis de controle e suas defesas; (ii) discussão de casos norte-americanos sobre as tomadas hostis de controle e suas defesas; (iii) apresentação de trabalhos empíricos sobre os impactos econômicos das *poison pills* norte-americanas nas companhias e no próprio mercado de capitais; (iv) esclarecimentos doutrinários sobre o Parecer de Orientação nº 361 de 2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre registro e procedimento de ofertas públicas de aquisição de ações; (v) análise do Parecer de Orientação nº 36 de 2009 da CVM, sobre as medidas defensivas com “cláusulas pétreas” de algumas “cláusulas por atingimento de participação relevante”; (vi) conflito de interesses, poderes e deveres dos acionistas controladores e administradores em razão das medidas defensivas; (vii) apontamentos sobre as medidas defensivas considerando a realidade acionária brasileira marcada pela presença de acionista controlador; (viii) apresentação de algumas táticas contra tomadas hostis de controle, tipicamente norte-americanas e, por fim, (ix) discussão sobre natureza jurídica das medidas defensivas, parassociais ou organizativas.

Uma vez enumerados os principais tópicos tratados pela literatura, deve-se, breve e resumidamente, desenvolvê-los adiante. Ressalta-se, que essas questões são praticamente pacíficas na doutrina com pouca ou nenhuma discordância.

#### **5.1.1. Regramento da União Européia e Inglês sobre as tomadas hostis de controle e suas defesas**

Alguns autores nacionais constroem essa abordagem em torno da regulação das tomadas hostis de controle e suas defesas na Europa Ocidental, entre esses autores encontra-

---

<sup>344</sup> AZEVEDO, Y. P.; NAKAO, S. H. op. cit, p. 57.

se: Carvalhosa<sup>345</sup>; Paulo Toledo<sup>346</sup>; Ernesto Vaz e João Nascimento<sup>347</sup>; João Nascimento Vaz<sup>348</sup>; Plínio Shiguematsu<sup>349</sup> e a dissertação de mestrado de Paloma dos Reis Souza. Apesar das defesas contra tomadas hostis de controle não serem o centro do trabalho de Sheila Cerezetti, a autora também trata do tema.

Conforme esclarecido por Paloma dos Reis Souza, tanto o regulamento europeu (*European Takeover Directive 2004/25*) quanto o inglês (*City Code*) se aproximam ao prever uma postura passiva dos administradores em relação à uma eventual tomada hostil de controle. Em ambos os modelos, os administradores limitam-se ao dever de informar aos acionistas e, caso seja o desejo desses últimos, seria possível a adoção de alguma forma de defesa contra a investida hostil. Na diretiva europeia essa prescrição se manifesta no princípio da neutralidade da administração diante de uma *hostile takeover*<sup>350</sup>.

Sheila Cerezetti faz uma importante ponderação: as companhias típicas desses países, em especial as inglesas, apresentam dispersão acionária maior que no Brasil e, em geral, não apresentam acionistas controladores ou acionistas majoritários; assim, o problema de agência naquelas companhias envolve os administradores e os acionistas. Por outro lado, aqui no Brasil, em razão da alta concentração acionária típica, o conflito de agência se estabelece entre acionistas não controladores e acionistas controladores. Por essa razão, simplesmente transplantar a regra da neutralidade da administração em caso de uma tomada hostil de controle não resolveria as dificuldades nacionais ou poderia até agravá-las<sup>351</sup>. A afirmação da

---

<sup>345</sup> CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática: alguns aspectos de sua legalidade. Em: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.) **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin. 2009, p. 22 - 23.

<sup>346</sup> TOLEDO, Paulo. Poison Pill: modismo ou solução? Em: CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 158 - 159.

<sup>347</sup> VAZ, Ernesto Luís Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Poderes da Administração na Oferta Hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills). Em: FRANÇA, Novaes; AZEVEDO, Erasmo Valladão (coord.) **Direito Societário Contemporâneo I**, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 387 - 481.

<sup>348</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. op. cit, p. 84 - 92.

<sup>349</sup> SHIGUEMATSU, Plínio. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. Em CASTRO, CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 390 - 392.

<sup>350</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle das Companhias Abertas: a poison pill à brasileira**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2011, p.84 - 87.

<sup>351</sup> CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: a look at the Pitfalls of the Brazilian Takeover Private Regulation. **The Internacional Lawyer, Chicago**, v. 46, n. 4, p. 959-985, 2013, p. 966 - 968.

autora é importante. Antes de se pensar em uma regulação a ser estudada para desenvolver uma regulação, deve-se pensar qual conflito há de ser atendido e, então, pensar em uma regulação adequada para isso. Por essa razão, entende-se que a utilidade do direito comparado tratando-se de tomadas hostis de controle e suas defesas deve ser repensada a partir de estudos empíricos nacionais.

### **5.1.2. Discussão de casos norte-americanos sobre as tomadas hostis de controle e suas defesas**

Provavelmente em razão da diversidade de casos e da corpulência teórica, muitos autores brasileiros desenvolvem trabalhos com base em estudos de casos norte-americanos e da doutrina que a partir deles se desenvolveu. Entre os vários autores que trabalharam nesse sentido tem-se: Modesto Carvalhosa<sup>352</sup>; Paulo Toledo<sup>353</sup>; Ernesto Vaz e João Nascimento<sup>354</sup>; Plínio Shiguematsu<sup>355</sup> e, um dos melhores trabalhos nesse campo, é o de João Pedro Scalzilli.

Antes de tratar brevemente de alguns desses casos, é preciso ressaltar que os casos paradigmáticos deram-se na década de 80 e que, naquela época, os conflitos norte-americanos se desenvolvem entre os administradores e os acionistas em companhias de alta pulverização do capital social. Também cabe pontuar, conforme demonstrado por João Scalzilli, que a doutrina norte-americana diverge com relação à postura dos administradores em relação à eventual tomada hostil de controle e a adoção de medidas defensivas. O autor aponta três posições principais: a passividade total (administradores devem abster-se de realizar qualquer ato que prejudique a investida hostil, com exceção de opinar acerca da adequação das condições da oferta); passividade moderada (administradores devem atuar para garantir o maior lucro possível aos acionistas, inclusive estimular a celebração de ofertas concorrentes); regulação diferenciada (a atuação dos administradores deve ser regulada considerando as peculiaridades de cada caso, sendo possível que utilizem medidas defensivas contra a

---

<sup>352</sup> CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática: alguns aspectos de sua legalidade. Em: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.) **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin. 2009, p. 22 - 23.

<sup>353</sup> TOLEDO, Paulo. Poison Pill: modismo ou solução? Em: CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 158 - 159.

<sup>354</sup> VAZ, Ernesto Luís Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. op. cit, p. 387 - 481.

<sup>355</sup> SHIGUEMATSU, Plínio. op. cit, p. 390 - 392.

investida hostil em alguns casos, desde que a defesa seja lícita e adequada para o caso concreto)<sup>356</sup>.

Conforme João Scalzilli ressalta que, para compreender a regulação das defesas contra tomadas hostis de controle nos Estados Unidos, deve-se atentar para os cinco principais casos julgados pela Suprema Corte do Estado de Delaware: *Unocal v. Mesa Petroleum Co*; *Moran v. Household International, Inc.*; *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.*; *Blasius Industries v. Atlas Corp.*; *Cheff v. Mathes*. Segundo o autor, esses casos compõem o “núcleo duro do posicionamento da Corte acerca do assunto”<sup>357</sup>. Os quatro casos tratam de um conflito em razão de uma investida hostil contra uma companhia e a defesa que os administradores utilizaram para afastar a agressão.

Em síntese, a partir do caso *Unocal v. Mesa Petroleum Co*, a Suprema Corte de Delaware compreendeu que, para determinar a licitude de uma medida defensiva contra uma tomada hostil de controle deve se questionar se a oferta hostil é um real perigo para a companhia e se a defesa utilizada é proporcional e razoável diante da mencionada ameaça. No caso em questão, a *Mesa Petroleum Co*, inicialmente, concretizou uma oferta de parte das ações da companhia e, em um segundo momento, ofereceu um valor irrisório pelo restante das ações. Esse valor irrisório foi considerado inadequado pela administração da companhia-alvo (*Unocal*) que, por sua vez, reagiu mediante uma oferta de compra das próprias ações restantes, excluindo a *Mesa Petroleum Co* desse programa de recompra<sup>358</sup>. A exclusão da *Mesa Petroleum Co* motivou a disputa judicial e a tomadora hostil de controle foi derrotada no litígio. Pelo entendimento da corte americana, os administradores, nessa situação, tem o dever de atuar em benefício dos acionistas e protegê-los de uma investida desvantajosa. Portanto, não caberia ao judiciário interferir na decisão financeira-econômica dos administradores da companhia.<sup>359</sup>

Ressalta-se um elemento importante desse caso: a medida defensiva foi reativa contra a investida da *Mesa Petroleum Co*; ela apenas foi formulada quando a tomada hostil de

---

<sup>356</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa**. São Paulo: Quatir Latin, 2015, p. 159 - 167.

<sup>357</sup> Ibidem, p. 169.

<sup>358</sup> Ibidem, p. 170 - 171.

<sup>359</sup> ESTADOS UNIDOS. Supreme Court of Delaware. **Unocal v. Mesa Petroleum Co**. 493 A.2d 946 (1985). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/493-a-2d-946-9.html>>. Acesso em: 18 jul. 2020.

controle já estava em curso. Por essa razão, o caso *Moran v. Household International, Inc* é paradigmático: a Suprema Corte de Delaware, pela primeira vez, em 1985, aceitou que uma defesa contra uma tomada hostil de controle poderia ser estabelecida de forma preventiva, sem uma real tomada hostil em curso. No mencionado caso, o Conselho de Administração da *Household International, Inc*, tendo consciência da depreciação do valor das ações da companhia e, portanto, da atratividade da companhia como vítima de investida hostil, contratou o advogado Martin Lipton e o banco Goldman Sachs para formular uma defesa contra uma hipotética *takeover*. O conselho da companhia, por maioria, aprovou o plano defensivo, entretanto, um dos conselheiros (John A. Moran) postulou judicialmente pela ilegalidade do plano. A Suprema Corte do Estado de Delaware compreendeu que não existiria um direito dos acionistas de receberem uma investida hostil e que, caso os acionistas estivessem descontentes com a atuação do conselho, poderiam, oportunamente, substituí-lo<sup>360</sup>. Esse caso mereceria mais detalhamento do que algumas linhas neste trabalho, inclusive a respeito da possibilidade de alteração estatutária pelo membros do conselho de administração, o que é expressamente vedado no Brasil. Entretanto, debruçar-se nesse caso fugiria ao escopo desta pesquisa.

Já no caso *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.* o papel da administração da companhia-alvo é novamente revisto. A empresa Revlon foi alvo de uma tentativa hostil de tomada de controle pela Pantry Pride, a qual estava interessada em alguns ativos valiosos da companhia-alvo. Em razão disso, a Revlon adotou uma medida defensiva que repeliu a agressão inicial e, em seguida, transacionou seus valiosos ativos com uma terceira companhia, a Forstman Little. O acordo privilegiando a Forstman prejudicou a possibilidade de qualquer outra companhia tentar adquirir o controle da Revlon, o que, conseqüentemente, impossibilitou que os acionistas obtivessem o maior valor possível pelas ações da companhia mediante ofertas concorrentes. Nesse sentido, conforme Scalzilli afirma, uma vez aceita a aquisição da Revlon, o papel da administração deveria ser próxima a de um leiloeiro, em busca do melhor valor pelas ações e não privilegiar um adquirente em especial<sup>361</sup>. Conforme observado na decisão, o caso tem elementos importantes sobre a relação de amizade entre os

---

<sup>360</sup> ESTADOS UNIDOS. Supreme Court of Delaware. **Moran v. Household International, Inc.** 500 A.2d 1346 (1985). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/500-a-2d-1346-1.html>>. Acesso em: 18 jul. 2020.

<sup>361</sup> SCALZILLI, João Pedro. op. cit, p. 174 - 175.



administradores da Revlon com os administradores Forstman Little e de inimizade entre os administradores da Revlon e da Pantry Pride<sup>362</sup>, entretanto, os detalhes deste conflito não cabem nesta pesquisa.

O quarto caso a ser abordado é o *Blasius Industries v. Atlas Corp.* A Companhia Blasius adquiriu ações da Atlas e tornou-se sócia minoritária, com pouco menos de 10% do capital social; nesse momento, a empresa Blasius não escondeu sua intenção de, futuramente, tomar o controle da Atlas. Em outra oportunidade, a companhia Blasius requereu a ampliação dos membros do conselho de administração da Atlas Corp de 07 membros para 15, o que foi entendido como uma tentativa de tomada de controle da companhia. Antes da aprovação do requerimento da Blasius, os membros do conselho de administração aumentaram o número de conselheiros de 07 para 09, sendo as cadeiras ocupadas por administradores contrários à Blasius. Além disso, foi estabelecido um mandado escalonado entre os membros do conselho de administração, de forma que, mesmo que a Blasius consiga indicar os outros 06 conselheiros, os demais conselheiros permaneceriam na Atlas e a Blasius ainda não teria o controle da companhia. Inconformada, a Blasius questionou judicialmente as ações do conselho da Atlas Corp. A Suprema Corte do Estado de Delaware compreendeu que o conselho de administração extrapolou a mera administração da empresa e assumiu funções e poderes dos acionistas.<sup>363</sup> A medida defensiva utilizada pela Atlas Corp denomina-se *staggered board* (escalonamento do prazo dos mandatos dos membros do conselho de administração) e consiste em um desestímulo a uma tomada de controle, uma vez que, mesmo se o adquirente consiga as ações da companhia que garantam o controle, apenas será possível exercer o poder de forma muito lenta, conforme os mandatos perderem validade. Por disposição legal expressa do Estado de Delaware, cabem apenas três classes distintas de mandatos dos membros dos conselhos de administração (expressamente disposto no Delaware General Corporate Law - DGCL: §141 (d) “The directors of any corporation organized under this chapter may, by the certificate of incorporation or by an initial bylaw, or by a bylaw adopted by a vote of the stockholders, be divided into 1, 2 or 3 classes”).

---

<sup>362</sup> ESTADOS UNIDOS. Supreme Court of Delaware. **Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.**. Disponível em: <<https://h2o.law.harvard.edu/cases/2967>>. Acesso em 18 jul. 2020.

<sup>363</sup> SCALZILLI, João Pedro. op. cit, p. 175 - 177.

Antes de tratar do quinto e último caso, esclarece-se a medida defensiva denominada *greenmail*. Conforme descrito por Plínio Shiguematsu<sup>364</sup>, a medida configura-se em situação em que, após um tomador hostil de controle adquirir ações da companhia-alvo, essa última as recompra mediante um pagamento de preço extra pelas ações. Edward Freeman esclarece que o nome *greenmail* é uma analogia ao termo inglês para chantagem (*blackmail*) e diversos investidores e empresas famosas já foram vítimas dessa prática, por exemplo, em 1984, Walt Disney Co. sofreu uma perda milionária em razão da recompra de suas ações por Saul Steinberg nesse contexto<sup>365</sup>. O caso *Cheff v. Mathes* é um exemplo dessa prática. Conforme narrado por Scalzilli, o especulador financeiro Maremont adquiriu parte das ações da companhia Holland Furnace Company e, para evitar uma virtual mudança de controle hostil, os administradores recompraram as ações de Maremont mediante o pagamento de um prêmio extra. Insatisfeito, um acionista minoritário da Holland postulou pelo ressarcimento dos acionistas pelos administradores da companhia que cederam à chantagem de Maremont. A Suprema Corte do Estado de Delaware compreendeu que a atuação dos administradores foi razoável diante da ameaça real apresentada pelo especulador<sup>366</sup>.

Dezenas de casos igualmente interessantes foram debatidos nos Estados Unidos ao longo de décadas sobre as tomadas hostis de controle e suas defesas. Entretanto, o conflito de interesses entre administradores e acionistas é uma constante nesses casos e as decisões que favorecem os administradores (reais controladores das companhias no contexto norte-americano da década de 80) se mostraram vitoriosos nas disputas judiciais, de forma que as decisões tenderam por favorecê-los ao reconhecer a legalidade de suas condutas na defesa contra as tomadas hostis de controle. Além disso, conforme afirma o professor da Universidade de Standford, Joseph Grundfest, naquele contexto, diversas companhias já apresentavam medidas defensivas e, aquelas que ainda não as apresentavam, poderiam desenvolvê-las rápida e facilmente. Além disso, até 1990, mais de 40 estados norte-americanos já apresentavam legislações regulamentando as tomadas hostis de controle, o que dificultava ainda mais sua operação. O autor ainda ressalta que, no início dos anos 90, havia ainda a dificuldade em obter crédito entre instituições financeiras para promover uma tomada

---

<sup>364</sup> SHIGUEMATSU, Plínio. op. cit., p. 412 - 417.

<sup>365</sup> FREEMAN, R. E.; GILBERT, D. R.; JACOBSON, C. The ethics of greenmail. **Journal of Business Ethics**, v. 6, p.165–178, 1987, p. 165 - 168.

<sup>366</sup> SCALZILLI, João Pedro. op. cit, p. 171 - 172.

hostil de controle. Todo esse contexto criou um ambiente econômico, político e jurídico hostil à uma tomada hostil de controle, o que, favoreceu imensamente os administradores<sup>367</sup>. Por essa razão, o mencionado autor resumiu o período da seguinte forma: “the take over wars are over. Management won”<sup>368</sup>.

Todos esses casos apresentados e outros não esclarecidos, mas abordados pela doutrina, tem uma finalidade: construir uma teoria sobre os deveres fiduciários dos administradores das companhias sem acionista controlador. A partir disso, a literatura brasileira repensa os deveres fiduciários dos controladores das companhias brasileiras diante de uma eventual tomada hostil de controle ou mesmo uma mudança de controle, consciente das diversas diferenças entre a realidade dos dois países.

### **5.1.3. Enumeração de vantagens e desvantagens geradas pela adoção de cláusulas por atendimento de participação relevante e apresentação de trabalhos empíricos sobre os impactos econômicos das *poison pills* norte-americanas nas companhias que as adotam**

Diversos trabalhos, ainda que brevemente, tratam dos efeitos positivos e negativos das medidas defensivas, como por exemplo, o trabalho de Modesto Carvalhosa<sup>369</sup>; Plínio Shiguematsu<sup>370</sup>; Roberta Prado<sup>371</sup>; Jorge Lobo<sup>372</sup>; André Marques Francisco<sup>373</sup>. Em breve síntese, conforme afirmado por Camila Lisboa Martins, em razão da obrigatoriedade de realizar uma oferta para aquisição da totalidade das ações caso atinja-se participação social relevante, haveria igualdade entre acionistas em receber um preço idêntico por suas ações. Outro benefício apontado pela autora, seria a tranquilidade da administração da companhia em realizar os projetos de longo prazo sem preocupação constante com o valor das ações da

---

<sup>367</sup> GRUNDFEST, Joseph. A minimalist strategy for dealing with barbarians inside the gate. **Law Review**, v. 45, n. 4, p. 857-937, 1993, p. 858 - 861.

<sup>368</sup> Ibidem, p. 858.

<sup>369</sup> CARVALHOSA, Modesto. op. cit., p. 29.

<sup>370</sup> SHIGUEMATSU, Plínio. op. cit., p. 408 - 412.

<sup>371</sup> PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro. Em: CASTRO, Rodrigo Monteiro; AZEVEDO, Luiz André. (Coord.) **Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. Quartier Latin, São Paulo, 2010, p. 387.

<sup>372</sup> LOBO, Jorge. op. cit., p. 123.

<sup>373</sup> FRANCISCO, André Marques; BORGES, Fernanda de Fátima; MADUREIRA, Maiara. Análise Jurídica das Chamadas Poison Pills Brasileiras. Em: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi. (Coord.) **Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Case & Material**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 83.

companhia no curto prazo, permitindo geração de valor de forma sustentável e prolongada<sup>374</sup>. Otávio Yazbek pontua o benefício estabelecimento do preço das ações previamente, o que supostamente garantiria que os acionistas não seriam prejudicados em razão de momentâneas quedas no valor de mercado da companhia; o autor também ressalta o aumento do poder de barganha para negociar a melhor transação possível, já que a medida defensiva estimularia o eventual tomador hostil de controle a valer-se da via amigável<sup>375</sup>.

Como pontos contrários à medida defensiva, Otávio Yazbek ressalta a perda do efeito disciplinador nos administradores das companhias, uma vez que não mais haveria um risco de tomada hostil de controle caso os administradores promovam uma gestão ineficiente, o que, conseqüentemente, aumentaria os custos de agência<sup>376</sup>.

Há poucos trabalhos brasileiros que tratam dos efeitos econômicos em razão da adoção das mencionadas cláusulas estatutária; essas poucas pesquisas já foram aqui discutidos neste capítulo, a saber, o trabalho de Henrique Portulhak; Viviane Theiss; Marcos Roberto Kühl e Romulado Douglas Colauto<sup>377</sup> (acerca da eventual correlação entre a alteração de demonstrativos contábeis e a presença de medidas defensivas); o de Jorge Vieira; Eliseu Martins e Luiz Paulo Lopes Favero<sup>378</sup> (avaliação de eventual correlação entre desempenho econômico de uma companhia em relação à presença de cláusula por atingimento de participação relevante) e os trabalhos de Yuri Paiva Azevedo e Silvio Nakao<sup>379</sup> e de Yuri Paiva Azevedo<sup>380</sup> (ambos tratam da correlação entre a presença de medidas defensivas e a bonificação de administradores). Entretanto, o trabalho de Paul Malatesta e Ralph Walkling de 1988 talvez seja o mais citado, mencionado, para dizer apenas alguns trabalhos, por Antônio Papera Monteiro<sup>381</sup>; Eliseu Martins, Jorge Vieira e Luiz Favero<sup>382</sup>; Hugo Cruz

---

<sup>374</sup> MARTINS, p. 29 - 32.

<sup>375</sup> CVM. **Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otávio Yazbek**, 14/04/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6491-0.pdf>>. Acesso em: 19 jul. 2020, p. 1 -3

<sup>376</sup> Idem, p. 3.

<sup>377</sup> PORTULHAK; Henrique; THEISS, Viviane; KÜHL, Marcos Roberto; op. cit .

<sup>378</sup>VIEIRA, Jorge, MARTINS, Eliseu e FÁVERO, Luiz Paulo.op. cit.

<sup>379</sup> AZEVEDO, Y. P.; NAKAO, S. H. op. cit.

<sup>380</sup> AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva. op. cit.

<sup>381</sup> MONTEIRO, Marco Antônio Papera. op. cit., p . 29.

<sup>382</sup> VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; FAVERO, Luiz Paulo Lopes. op. cit., p. 13

Maestri<sup>383</sup>; Henrique Portulhak; Viviane Theiss; Marcos Roberto Kühl e Romulado Douglas Colauto<sup>384</sup>; Yuri Paiva Azevedo<sup>385</sup>; Eirk Frederico Oioli<sup>386</sup> e João Paulo Braga<sup>387</sup>.

Os autores postulam duas hipóteses sobre os efeitos das *poison pills* nas companhias norte-americanas: (i) hipótese do interesse do *stockholder*, em que as defesas aumentariam os ganhos dos acionistas na medida em que favorecem a possibilidade negociação e evita aquisições oportunistas; (ii) hipótese de entrincheiramento da administração, em que as medidas defensivas dificultam a retirada de administradores, já que os gestores ineficientes estariam ameaçados por tomadas hostis caso seu desempenho seja insatisfatório<sup>388</sup>.

Os pesquisadores americanos inicialmente identificaram 132 companhias que, entre os anos de 1982 e 1986 anunciaram a inserção de uma *poison pill*, em seguida, analisaram o valor das ações das mencionadas companhias<sup>389</sup> e, pela análise dos dados, os autores afastaram a hipótese do interesse do *stockholder* e aceitaram a hipótese de entrincheiramento da administração<sup>390</sup>.

O trabalho dos autores americanos deve ser visto com ressalvas. Primeiramente, deve-se pensar que estudos americanos foram elaborados em contexto bastante distinto da realidade brasileira, especialmente quando se avalia um publicado há mais de 30 anos. Em segundo momento, não é razoável adotar uma visão binária de que as *poison pills* norte-americanas ou as cláusulas por atingimento de participação relevante sejam catalogadas como simplesmente “boas” ou “ruins”, é necessário pensar em seus efeitos para acionistas, trabalhadores, para o mercado acionário e para os administradores, considerando a dinâmica de poder interna em

---

<sup>383</sup> MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a Aplicabilidade das Poison pills no direito brasileiro e norte-americano. **Revista Direito em (Dis)Curso**, Londrina, v. 4, n. 1, p. 64- 73, jan. 2011, p. 70.

<sup>384</sup> PORTULHAK; Henrique; THEISS, Viviane; KÜHL, Marcos Roberto; COLAUTO, Romulado Douglas. P op. cit., p. 5.

<sup>385</sup> AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva. op. cit, p. 25.

<sup>386</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Anotações sobre o Regime de Aquisição do controle na lei das S.A.: o caso das companhias de capital disperso**. Disponível em: <<http://www.vbso.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Artigo-RDSVM-Anotações-sobre-regime-de-aquisição-e-transferência-de-controle-v2.pdf>>. Acesso em 16 jul. 2020.

<sup>387</sup> BRAGA, João Paulo Almeida. **Estratégias defensivas em contexto nacional e comportamentos acionistas das empresas em situação de OPA**. Dissertação (Mestrado) - Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto, 2015, p. 32.

<sup>388</sup> MALATESTA, P. H.; WALKING, R. A. Poison pills securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, n. 20, p. 347-376, 1988, p. 356.

<sup>389</sup> Ibidem, 357 - 358.

<sup>390</sup> Ibidem, p. 366.

cada companhia, o tipo de controle presente na companhia e o segmento de listagem que a empresa se encontra. Também deve-se pensar além do simples valor econômico das ações e refletir em questões como a transparência de dados contábeis e a própria função social das companhias. Dessa forma, mais do que simplesmente citar trabalhos norte-americanos, é necessário desenvolver trabalhos brasileiros que considerem esses fatores.

#### **5.1.4. O Parecer de Orientação nº 361 de 2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

O mencionado parecer é mais amplo do que o tema das “cláusulas por atingimento de participação relevante”, uma vez que trata dos procedimentos para realizar de uma oferta pública de aquisição de ações, bem como seu registro. Também trata da oferta pública para cancelamento de registro da companhia aberta e para aquisição de controle da companhia<sup>391</sup>. Diversos trabalhos tratam desse tema ao também tratar das “cláusulas por atingimento de participação relevante”, para mencionar alguns, cite-se Erik Oioli<sup>392</sup>; Roberta Prado<sup>393</sup>, Paulo Toledo<sup>394</sup>, André Marques Francisco<sup>395</sup>; Jorge Lobo<sup>396</sup>.

#### **5.1.5. As “cláusulas pétreas” de algumas “cláusulas por atingimento de participação relevante” e o Parecer de Orientação nº 36 de 2009 da CVM**

Conforme esclarece Jorge Lobo, as "cláusulas pétreas" são uma disposição presente em algumas “cláusulas por atingimento de participação relevante” que estabelecem um ônus ao acionistas que, em assembleia geral de acionistas, votar pela retirada da medida defensiva. Em geral, estabelece-se que, o acionista que postular pela supressão da cláusula, deverá realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade de ações da companhia por um preço já estabelecido pela própria cláusula<sup>397</sup>.

---

<sup>391</sup> CVM. **Instrução CVM 361**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html>>. Acesso em: 19 jul 2020.

<sup>392</sup> OIOLI, Erik Frederico. op. cit.

<sup>393</sup> PRADO, Roberta Nioac. op. cit., p. 398 - 408.

<sup>394</sup> TOLEDO, Paulo. op. cit., p. 158.

<sup>395</sup> FRANCISCO, André Marques; BORGES, Fernanda de Fátima; MADUREIRA, Maira. Op. cit. p. 83 - 84.

<sup>396</sup> LOBO, Jorge. **Direitos dos Acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 119.

<sup>397</sup> LOBO, Jorge. op. cit., p. 121.

O dispositivo foi amplamente atacado pela literatura, a saber, Roberta Prado<sup>398</sup>; Carvalhosa<sup>399</sup>; Jorge Lobo<sup>400</sup>. Francisco Müssich e Vitor Lobão Melo postulam pela nulidade da “cláusula pétrea” por estabelecer um ônus impossível de ser cumprido para a quase totalidade dos investidores brasileiros. Além disso, os autores também postulam pela liberdade de exercício do voto do acionista e pelo princípio da soberania absoluta da Assembleia Geral de Acionistas para deliberar acerca de qualquer tema, inclusive a alteração do estatuto social, o que motiva, para os mencionados autores, o reconhecimento da ilegalidade do dispositivo estatutário<sup>401</sup>. Esses também foram os argumentos da Comissão de Valores Mobiliários no Parecer de Orientação nº 36 de 2009 para definir que não sofrerá nenhuma sanção o acionistas que não cumprir o disposto na “cláusula pétrea”.<sup>402</sup>

O tema foi superado definitivamente em 2011, no momento em que a B3 - Brasil, Bolsa e Balcão realizou uma consulta pública entre as companhias listadas no Novo Mercado para alteração de suas regras, envolvendo empresas dos segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado e foi deliberada a proibição das chamadas “cláusulas pétreas”<sup>403</sup>.

Há estudos interessantes sobre o tema. Gustavo de Carvalho Bezerra analisou a quantidade de companhias que realizaram uma IPO (*Initial Public Offer*) de 2009 até 2015. O autor observou, ao total, 49 companhias que ingressaram no mercado acionário, desse total, 14 utilizaram medidas defensivas e nenhuma companhia utilizou “cláusulas pétreas” após o parecer de orientação da CVM<sup>404</sup>. Outro estudo igualmente interessante, é o de Marcelle Mocha, que avaliou companhias brasileiras listadas nos segmentos Novo Mercado e Nível 2 da bolsa de valores e observou que, em 2015, ainda persistiam 18 companhias com as

<sup>398</sup> PRADO, Roberta Nioac. op. cit., p. 398 - 408.

<sup>399</sup> CARVALHOSA, Modesto. op. cit., 26.

<sup>400</sup> LOBO, Jorge. op. cit., p. 121.

<sup>401</sup>MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise Prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos das companhias abertas brasileiras (*brazilian pills*). Em: SILVA, Alexandre Couto. **Direito Societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo, Editora Saraiva, 2013, p. 264 - 267.

<sup>402</sup> CVM. **Parecer de Orientação CVM 36**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>. Acesso em: 19 jul 2020.

<sup>403</sup> B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **Revisão dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem**. <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em 19 jul. 2020.

<sup>404</sup> BEZERRA, Gustavo de Carvalho Zaramba. **Poison Pills pétreas: uma análise dos efeitos do parecer de orientação CVM nº 36/2009 e das cláusulas obrigatórias dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA**. Monografia (graduação) - Fundação Getúlio Vargas, 2016, p. 46 - 49.

mencionadas cláusulas pétreas, apesar da ilegalidade do dispositivo estar reconhecido tanto pela CVM quanto pela bolsa de valores desde 2011.<sup>405</sup>

### **5.1.6. Apresentação de algumas táticas contra tomadas hostis de controle, tipicamente norte-americanas**

Apesar de popularmente entender-se que qualquer medida defensiva contra uma tomada hostil de controle poderia ser denominada como *poison pill*, isso não é verdade nos Estados Unidos. De fato, conforme esclarece João Pedro Scalzilli, há uma infinidade de medidas defensivas e a *poison pill* é apenas a mais famosa delas<sup>406</sup>.

Exemplificar algumas dessas estratégias norte-americanas é outro tema bastante explorado pela literatura brasileira, especial aquelas batizadas pelos norte-americanos de forma mais criativa e lúdica. O trabalho que apresenta a lista mais completa de todas as estratégias de defesa contra uma tomada hostil de controle é o de João Pedro Scalzilli<sup>407</sup>, mas, para citar alguns autores que também enumeram algumas delas, tem-se Plínio Shiguematsu<sup>408</sup>, Modesto Carvalhosa<sup>409</sup>; Paulo Toledo<sup>410</sup>; Jorge Lobo<sup>411</sup>, Antonio Papera Monteiro.

Algumas delas já foram apresentadas nos tópicos em que se apresentaram os principais casos norte-americanos. No caso já apresentado da *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.*, a companhia Revlon, diante da ameaça hostil de tomada de controle pela Pantry Pride, recorreu à uma companhia parceira para celebrar um contrato de alienação de ativos atraentes para desestimular a investida acionária da Pantry Pride. Essa é a defesa denominada *Crown Jewel Defense*, e seria como alienar “as jóias da coroa” para desestimular a tomada hostil de controle. No mesmo caso, a empresa Revlon recorreu à sua parceira, Forstman Little, para que realizasse uma oferta para aquisição de ações concorrente à oferta da Pantry Pride, o que configurou a defesa *White Knight* (“cavaleiro branco”), em uma analogia da companhia-alvo que é resgatada da tomada hostil de controle. Já em outro caso apresentado, *Blasius Industries*

---

<sup>405</sup> MOCHA, Marcelle Rigodanzo. op. cit., p. 52.

<sup>406</sup> SCALZILLI, João Pedro. op. cit., p. 239.

<sup>407</sup> SCALZILLI, João Pedro. op. cit., p. 197 - 237.

<sup>408</sup> SHIGUEMATSU, Plínio. op. cit., p. 412 - 417.

<sup>409</sup> CARVALHOSA, Modesto. op. cit., p. 28 - 29.

<sup>410</sup> TOLEDO, Paulo. op. cit., p. 175 - 176.

<sup>411</sup> LOBO, Jorge. op. cit., p. 120 - 121.



v. *Atlas Corp*, para evitar a tomada hostil de controle da Atlas Corp pela Blasius, a última estabeleceu um conselho de administração escalonado, de forma que, mesmo que a tomada de controle seja bem sucedida, apenas se efetivaria anos após a operação, com o fim do mandato de todos os conselheiros ; nesse caso, foi utilizada a medida defensiva denominada *staggered board*<sup>412</sup>. Por mais prazeroso que seja tratar dessas medidas defensivas, seriam necessárias diversas páginas para apenas mencioná-las brevemente, o que foge ao escopo deste trabalho.

### 5.1.7. Natureza jurídica das medidas defensivas: parassociais ou organizativas

Esse é outro tema abordado pela literatura sobre as medidas defensivas, de um lado há quem entenda que as medidas defensivas seriam cláusulas parassociais e, de outro, entendimentos que tratam-se de disposições organizativas. Como esclarece Mariana Craveiro em sua tese de doutorado, enquanto os dispositivos parassociais seriam acordos entre os sócios, vinculando apenas as partes na relação jurídica, como por exemplo os acordos de acionistas; em sentido contrário, as disposições organizativas atingem todos os acionistas, independente do consentimento. A autora ainda esclarece a diferença entre ambos: enquanto as disposições organizativas buscam regular estruturas e regras internas à companhia ou mesmo em relação à terceiros; as cláusulas parassociais tratam da relação entre sócios<sup>413</sup>. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho ressaltam o caráter geral e impessoal das disposições organizativas e o caráter pessoal e vinculativo entre as partes das cláusulas parassociais<sup>414</sup>.

Pelo entendimento de Modesto Carvalhosa, as mencionadas cláusulas seriam parassociais, atingindo exclusivamente os acionistas que a ela se vincularem<sup>415</sup>. Paulo Toledo, em sentido contrário e em expressa citação contrário ao doutrinador anterior, entende tratar-se de uma norma organizativa, vinculando todo e qualquer acionistas<sup>416</sup>. Sem grandes reflexões a respeito tende-se pelo entendimento de Paulo Toledo. Porém, não cabe, neste trabalho,

---

<sup>412</sup> SCALZILLI, João Pedro. op. cit., p. 204 - 237.

<sup>413</sup> CRAVEIRO, Mariana Conti. **Pactos Parassociais Patrimoniais: elementos para sua interpretação no direito societário brasileiro**. Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, 2012. Disponível em: <[https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-18112016-113723/publico/Tese\\_final\\_para\\_digital\\_Mariana\\_Conti\\_Craveiro.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-18112016-113723/publico/Tese_final_para_digital_Mariana_Conti_Craveiro.pdf)> Acesso em 14 jul. 2020, p. 27.

<sup>414</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p.169.

<sup>415</sup> CARVALHOSA, Modesto. op. cit., 26 - 27.

<sup>416</sup> TOLEDO, Paulo. op. cit., p. 160.

discutir as razões de cada entendimento. Por fim, cabe um último apontamento sobre o tema: essa discussão não é muito explorada entre os demais autores sobre as medidas defensivas que, tacitamente, tratam como se nem dúvida existisse a respeito e assumem as “cláusulas por atingimento de participação relevante” como dispositivos organizativos.

## 6. SÉRIE HISTÓRICA DAS CLÁUSULAS POR ATINGIMENTO DE PARTICIPAÇÃO RELEVANTE

### 6.1. Necessários esclarecimentos metodológicos

Antes de tratar dos dados empíricos propriamente, devem ser feitas ponderações metodológicas (i) acerca do que foi considerado uma cláusula por atingimento de participação relevante neste trabalho; (ii) a exclusão de algumas companhias por falta de dados a respeito; (iii) o nome da companhia. Ressalta -se que, conforme já exposto na metodologia do trabalho, os dados foram coletados dos *sites* das próprias companhias e dos *sites* da Comissão de Valores Mobiliários e da B3 - Brasil, Bolsa e Balcão.

Definição de cláusula por atingimento de participação relevante.

O conceito de medida defensiva deste trabalho é mais restrito do que o utilizado pelos demais trabalhos. Conforme esclarecido no tópico “Da Definição de Medida Defensiva”, este trabalho registrou como *poison pill* apenas as cláusulas estatutárias que geram a obrigação de realização de uma oferta pública em razão da aquisição de participação relevante por um comprador de ações. Essa modalidade de defesa é chamada por Érica Gorga, Paloma dos Reis e João Pedro Barroso Nascimento<sup>417</sup> de “tipo A”.

Outra vertente possível é a denominada “*poison pill* Tipo B”, descrita como a obrigação do adquirente de determinado percentual do capital social de comunicar a intenção de aquisição de mais ações a algum órgão da companhia-alvo previamente determinado<sup>418</sup>.

Não seria possível para este trabalho analisar as duas modalidades concomitantemente sem que gerasse alterações, confusões e sobreamentos, especialmente considerando que as duas modalidades estão condicionadas a aquisição de percentuais de ações (“gatilhos”) que poderiam ser diferentes. Por isso, optou-se pela modalidade mais agressiva, predominante e objeto de maiores discussões.

De fato, conforme apresentado por Paloma Souza<sup>419</sup>, uma mesma empresa poderia apresentar uma “*poison pill* Tipo A”; “*poison pill* Tipo B” ou ambas ao mesmo tempo. A distribuição dessas modalidades, no ano de 2010 e de 2007, encontra-se representada na tabela 13 abaixo.

---

<sup>417</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle.** Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2010, p. 135.

<sup>418</sup> Ibidem, p. 136.

<sup>419</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle das Companhias Abertas: a *poison pill* à brasileira.** Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2011, p. 169 - 175.

Observa-se que há concomitância entre as duas modalidades e a defesa “tipo B” não foi registrada isolada no ano de 2010. Já para o ano de 2008, foram registradas 04 companhias com, exclusivamente, a defesa “tipo B”, conforme estudo de Érica Gorga<sup>420</sup>.

Dessa forma, ainda que este trabalho não tenha considerado essa forma de defesa, o que poderia afetar a variável “presença de medida defensiva”, a alteração é mínima ou mesmo inexistente.

**Tabela 4 - Concomitância das Modalidades de Medidas Defensivas**

|                           | TIPO A | TIPO B | TIPO A e TIPO B | Ano  |
|---------------------------|--------|--------|-----------------|------|
| Quantidade de Ocorrências | 29     | 0      | 25              | 2010 |
| Quantidade de Ocorrências | 43     | 4      | 12              | 2008 |

Elaboração própria a partir dos dados de Paloma Souza e Érica Gorga

Em razão da falta de dados nos *sites* da CVM, B3 e da própria companhia, a empresa DASA S.A. teve seus os dados extraídos de outros trabalhos acadêmicos, a saber, os de Eliseu Martins; Jorge Vieira e Luiz Fávero<sup>421</sup>; (iii) Marco Monteiro<sup>422</sup> (iv) Érica Gorga<sup>423</sup>, (v) Paloma de Souza<sup>424</sup> e (vi) Marcelo Ambrozini, Tabajara Pimenta Junior, Luiz Eduardo Gaio<sup>425</sup>. Já a empresa IdéiasNet S.A. foi excluída do estudo em razão de inconsistências entre os dados encontrados no *site* da companhia e os dados encontrados em outros estudos. Outras companhias também foram excluídas da pesquisa por não apresentarem dados completos ao logo de todos os anos analisados, a saber, RedeCard S.A.; Vigor Alimentos S.A., Construtora

<sup>420</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019, p. 545 - 548.

<sup>421</sup> VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; FAVERO, Luiz Paulo Lopes. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 6-24, Aug. 2009. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772009000200002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772009000200002&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em 22 Aug. 2019, p. 22.

<sup>422</sup> MONTEIRO, Marco Antônio Papera. **Um Estudo sobre a Utilização de "Poison Pill" no Brasil**. Dissertação (Mestrado) - Universidade Cândido Mendes, 2008, p. 62.

<sup>423</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019, p. 546.

<sup>424</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle das Companhias Abertas: a poison pill à brasileira**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2011, p. 165.

<sup>425</sup> AMBROZINI, M. A.; PIMENTA JÚNIOR, T.; GAIO, L. E. As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o Takeover Hostil. **Revista de Administração IMED**, v. 5, n. 1, p. 59-69, 2015, p. 63.

Company S.A., Banco Nossa Caixa S.A. e Bolsa de Mercadorias e Futuros BM&F S.A. (que se fundiu com a Bovespa Holding em 2008, sendo essa última presente no trabalho).

Em relação à forma como os dados foram dispostos cabem esclarecimentos. Caso a companhia feche capital, seja adquirida, celebre uma fusão ou por alguma outra razão deixe de operar no segmento Novo Mercado, estará disposto, na tabela, que a empresa “saiu NM”. É o caso da companhia Somos Educação S.A., adquirida pela Kroton S.A. o que motivou o registro da primeira como se tivesse saído do Novo Mercado em 2019. Em sentido similar a empresa Fibria S.A. em 2019, realizou uma fusão com a Suzano S.A., o que motivou o registro da Fibria S.A. como se tivesse saído do Novo Mercado. Também, no caso das empresas Aliansce Shopping Centers S.A. e a Sonae Sierra Brasil S.A. que celebraram uma fusão em 2019, foi registrado que a Sonae Sierra Brasil S.A. saiu do Novo Mercado, enquanto manteve-se na tabela registrada a companhia Aliansce Shopping Center S.A. Já a empresa Droga Raia S.A. ingressou no Novo Mercado em 2010 e, em 2011, celebrou uma fusão com a Drogasil S.A. (listada em outro segmento da B3). Por isso, foi registrada a Droga Raia S.A. como se ela tivesse saído do Novo Mercado e registrado o ingresso da Raia Drogasil S.A. como se ela tivesse ingressado no Novo Mercado em 2011. De forma semelhante, a companhia Rumo S.A. foi fundida com a companhia All S.A. em 2015, sendo essa última ingressado no Novo Mercado em 2004; na tabela está registrada a companhia Rumo S.A. ingressado em 2016. Em outro sentido, a construtora Tenda S.A. realizou uma IPO em 2007 e em 2008 foi adquirida pela Gafisa S.A. e fechou capital, entretanto, em 2017 a fusão foi desfeita e a companhia realizou nova IPO e retornou ao Novo Mercado.

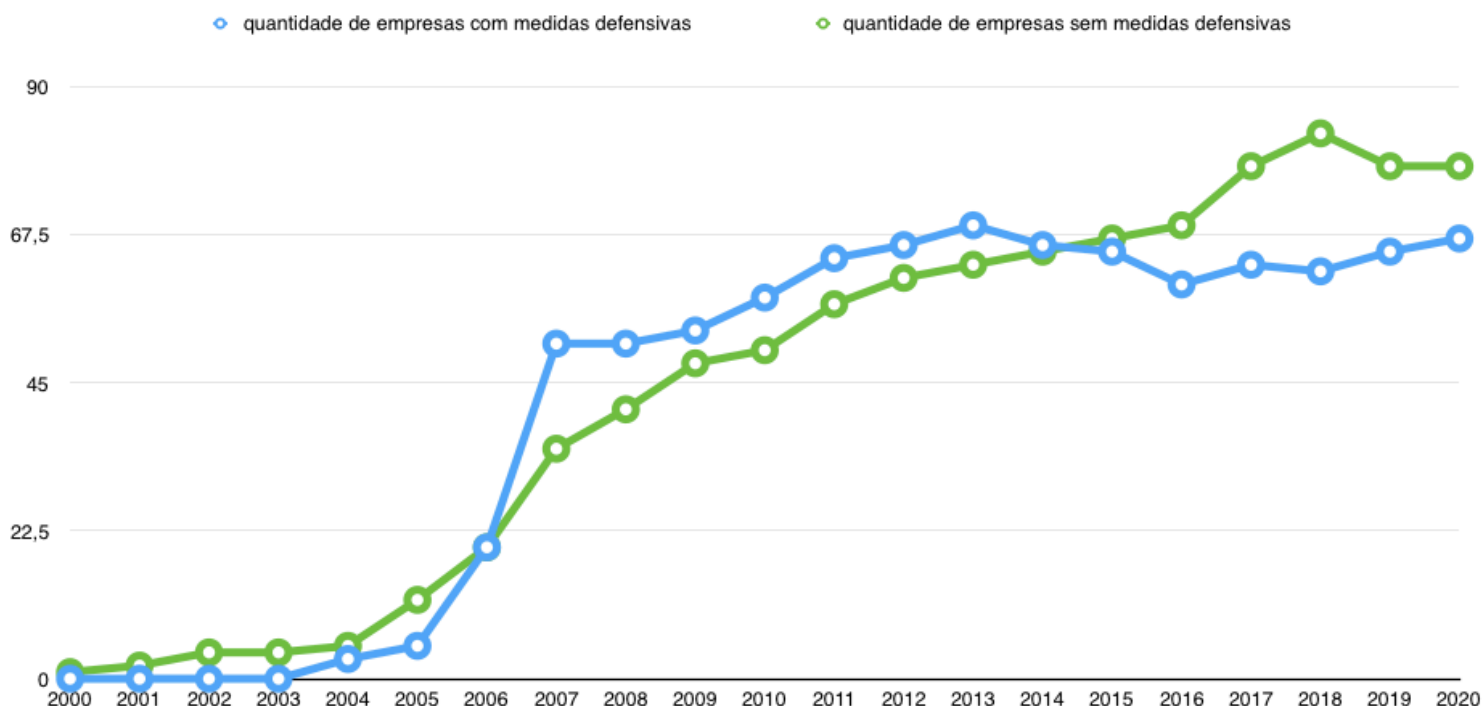
A fim de facilitar eventuais comparações entre os dados coletados neste trabalho com os dados coletados de outros trabalhos acadêmicos e outras fontes de dados, deve ser registrado que algumas companhias alteraram suas razões sociais ao longo dos anos. Por exemplo, a empresa Arteris S.A., era anteriormente denominada OHL Participações S.A.; BHG Brasil Hospitality S.A., originalmente denominada InvestTur S.A.; a Companhia de Locação das Américas atualmente é denominada Unidas S.A.; a Duratex S.A., é originalmente denominada Satipel S.A.; a Eneva S.A., originalmente é denominada MPX Energia S.A.; a empresa Engie Brasil Energia S.A. originalmente é denominada Tractebel S.A.; a antiga Estácio Participações S.A. atualmente é denominada YDUQS S.A.; a atual Hypera S.A. inicialmente era denominada Hypermarcas S.A.; a atual LLX Logística S.A. hoje

é denominada Prumo Logística S.A.; a antiga OGX S.A. atualmente é denominada Dommo Energia S.A.; a antiga Portobello S.A. atualmente é denominada PBG S.A.; a atual Pomifrutas S.A. era denominada Renar Maças S.A.; o que hoje é registrado como Restoque S.A., já foi denominado Le Lis Blanc Deux Com Confec Roupas S.A.; a antiga Rodobens Negócios Imobiliários S.A. é atualmente denominada RNI S.A. ; a atual Terra Santa Agro S.A. já atuou sob os nomes Brasil Ecodiesel S.A. e Vanguarda Agro S.A.; a atual Viver Incorporadora e Construtora S.A. era denominada Inpar S.A.; a FPC Participações e Corretora de Seguros S.A. atualmente é denominada Wiz Soluções e Corretagem de Seguros S.A..

Feitos esses devidos esclarecimentos, passa-se a apresentação e descrição dos dados coletados.

## **6.2. Quantidade de companhias listadas no Novo Mercado com cláusula por atingimento de participação relevante**

A tabela disposta no Anexo 01 demonstra a série histórica de adoção das cláusulas por atingimento de participação relevante. Entretanto, o Gráfico 01 abaixo é mais representativo visualmente.

**Gráfico 01 - Série Histórica da Adoção das Companhias Listadas no Novo Mercado**

Elaboração própria

A linha em azul representa a quantidade de empresas com cláusulas estatutária por atingimento de participação relevante e a linha em verde representa a quantidade de companhias sem as mencionadas cláusulas. Observando o gráfico 1, percebe-se que, até 2005, a quantidade de companhias com medidas defensivas era bastante reduzido, entretanto, em 2006 e 2007, houve um crescimento bastante substancial na quantidade de companhias com essas cláusulas. Adiante, de 2008 até 2013, a quantidade de empresas de utilizavam dessas medidas teve um crescimento constante, porém menos acentuado que no período anterior. Então, de 2013 até 2016 nota-se que a quantidade de companhias com medidas defensivas tende a diminuir e, em sentido contrário, a quantidade de companhias sem medidas defensivas tende a aumentar. Os dados não são suficientes para sustentar a afirmação de que os mencionados declínio e crescimento devem-se às mudanças institucionais já descritas, a saber, o Parecer de Orientação nº 36 da CVM e a reforma das regras do Novo Mercado proibindo as cláusulas pétreas. De fato, a redução das medidas defensivas poderia ser afetada por diversos fatores: redução do crescimento econômico, por exemplo. Finalmente, a partir de 2017 até 2020, a quantidade de companhias com as referidas cláusulas oscilou positivamente, mas pouco variou no período.

Ressalta-se que, de 2006 até 2014, a quantidade de companhias com medidas defensivas era superior a quantidade de empresas sem medidas defensivas, o que demonstraria a popularidade da cláusula entre as empresas listadas no Novo Mercado. Entretanto, a partir de 2015 e até 2020, essa tendência se inverteu e a quantidade de empresas sem as mencionadas cláusulas nesse período é superior ao outro grupo com as cláusulas estatutárias. Essa última tendência indicaria a perda de popularidade das cláusulas por atingimento de participação relevante. Veja-se, em valores percentuais, a quantidade de companhias com e sem medidas defensivas, considerando o total de companhias listadas no Novo Mercado observando a Tabela 5 abaixo.

**Tabela 5 - Percentual de companhias com e sem cláusulas estatutárias por atingimento de participação relevante**

| <b>Ano</b>  | <b>Percentual de empresas sem cláusulas por atingimento de participação relevante</b> | <b>Percentual de empresas com cláusulas por atingimento de participação relevante</b> |
|-------------|---|---|
| <b>2000</b> | 100%  | 0   |
| <b>2001</b> | 100%  | 0   |
| <b>2002</b> | 100%  | 0   |
| <b>2003</b> | 100%  | 0   |
| <b>2004</b> | 62,5%   | 37,5%   |
| <b>2005</b> | 70,58%  | 29,42%  |
| <b>2006</b> | 50%   | 50%   |
| <b>2007</b> | 40,69%  | 59,31%  |
| <b>2008</b> | 44,56%  | 53,44%  |
| <b>2009</b> | 47,52%  | 52,48%  |
| <b>2010</b> | 46,29%  | 53,71%  |
| <b>2011</b> | 47,10%  | 52,9%   |
| <b>2012</b> | 48%   | 52%   |
| <b>2013</b> | 47,72%  | 52,28%  |
| <b>2014</b> | 49,61%  | 50,39%  |
| <b>2015</b> | 50,75%  | 49,25%  |
| <b>2016</b> | 53,48%  | 46,52%  |
| <b>2017</b> | 55,32%  | 44,68%  |



| <b>Ano</b>  | <b>Percentual de empresas sem cláusulas por atingimento de participação relevante</b> | <b>Percentual de empresas com cláusulas por atingimento de participação relevante</b> |
|-------------|---|---|
| <b>2018</b> | 57,24%  | 42,76%  |
| <b>2019</b> | 54,54%  | 45,46%  |
| <b>2020</b> | 53,79%  | 46,21%  |

Elaboração própria

A primeira coluna indica os anos correspondentes a cada valor percentual entre os dois grupos e, a segunda e terceira coluna, respectivamente, indicam a quantidade percentual de companhias sem cláusulas estatutárias e com as cláusulas. Observando as linhas da tabela, percebe-se que, a partir de 2004, as medidas defensivas passam a ser adotadas e são cada vez mais aderidas pelas companhias do Novo Mercado até atingir o pico em 2007 de 59% das companhias listadas no Novo Mercado adotarem as mencionadas cláusulas. Após esse pico, a adoção proporcional teve um decréscimo iniciado em 2008 até que, em 2015, a quantidade de companhias sem medidas defensivas era maior que a quantidade de empresas com as referidas cláusulas. Por fim, de 2015 até 2020, a popularidade das cláusulas estatutárias vem oscilando e a proporção de companhias com essas defesas mantém-se inferior a 47% do total de companhias no Novo Mercado.

A redução da quantidade de companhias com medidas defensivas deu-se por diversas razões: empresas com medidas defensivas retiraram as cláusulas de seus estatutos sociais; empresas com medidas defensivas, por alguma razão, deixaram o Novo Mercado em quantidade superior às empresas sem medidas defensivas e, a partir de 2015, a quantidade de empresas que ingressaram no Novo Mercado e nunca utilizaram das cláusulas por atingimento de participação relevante é superior a quantidade de empresas que ingressaram nesse segmento no mesmo período e utilizaram, em algum momento, dessas medidas defensivas. Deve-se recordar que, neste trabalho, não foi discriminada a razão de uma companhia deixar o segmento Novo Mercado (falência, aquisição, fusão, extinção da companhia), por isso, não é possível afirmar se existiria eventual correlação entre a presença de cláusulas por atingimento de participação relevante e a sobrevivência de companhias no Novo Mercado.

É difícil explicar a razão da redução das medidas defensivas. Sugere-se que o fim da euforia de que o Novo Mercado seria um ambiente com companhias com controle diluído e disputas mais intensas pelo controle societário pode ser uma das razões para não adoção da

cláusula estatutária. A consolidação do acordo de acionistas como mecanismo tanto para coordenar o controle internamente na companhia como para consolidar um bloco acionário que naturalmente afastaria uma investida hostil também pode ser uma explicação para tornar as cláusulas por atingimento de participação relevante desnecessárias para a maioria das empresas do Novo Mercado.

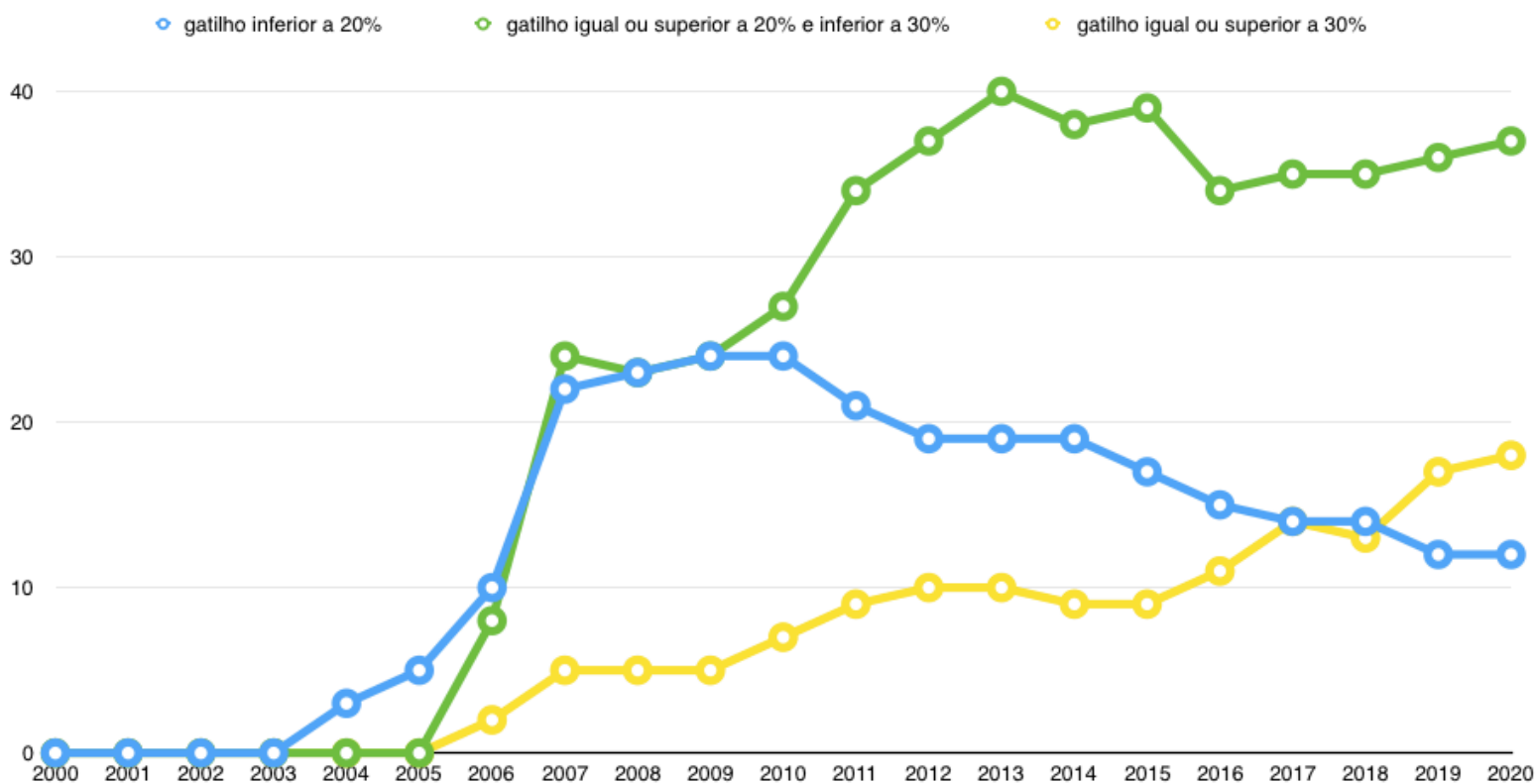
Conforme foi esclarecido, o acordo de acionistas e as cláusulas por atingimento de participação relevante são mecanismos jurídicos que se aproximam em relação à sua funcionalidade considerando o controle societário, por isso, conforme apontado anteriormente, a ampla adoção dos acordos pode ter tornado as cláusulas supérfluas. Essa afirmação não é embasada pelos dados, sendo uma mera suposição.

Outra possibilidade para redução das medidas defensivas pode ser melhor especulada com a discriminação das cláusulas de acordo com o valor do gatilho que utilizam. O tema será tratado adiante.

### **6.3. Valores dos “gatilhos” das cláusulas por atingimento de participação relevante das companhias listadas no Novo Mercado**

Pela coleta de dados sobre o valor do gatilho das medidas defensivas, percebe-se ercebe-se uma variedade considerável: companhias com gatilhos de 10% do capital social eram o registro de gatilho mais baixo e, durante um tempo, o valor mais alto era de 35% (utilizado pela Embraer S.A). Entretanto, após 2010, começaram a surgir algumas companhias com gatilhos ainda mais altos: 40% do capital social (Light S.A., inserida a cláusula em 2018) e 50% do capital social (Petrobras Distribuidora S.A., a cláusula foi inserida em 2019). Também haviam diversas companhias com gatilhos de 20% e 25%, sendo, ainda o gatilho mais comum entre as adotantes das medidas defensivas. Os dados também demonstraram como a adoção desses gatilhos “altos” e “baixos” se modificou com os anos, por isso, foi elaborada uma série histórica apenas com as companhias com medidas defensivas e discriminando-as em três grupos de acordo com o valor de gatilhos: (i) gatilho inferior a 20%; (ii) gatilho igual a 20% e inferior a 30%; (iii) gatilho igual ou superior a 30% . A fim de facilitar a visualização dos dados e considerando a pequena incidência de gatilhos iguais ou superiores a 40%, não foi feito nenhum grupo específico para essas companhias. A tabela com a série histórica com os mencionados grupos dos gatilhos encontra-se no Anexo 03. Adiante veja-se o gráfico dessa série histórica.

**Gráfico 02 - Série Histórica dos grupos de valores dos gatilhos das cláusulas por atingimento de participação relevante**



Elaboração própria

Pelo gráfico 02 apresentado, percebe-se que no momento inicial de adoção inicial das medidas defensivas, entre os anos de 2004 e 2006, as companhias adotaram gatilhos baixos (representados pela linha azul), com valores inferiores a 20%. Esse comportamento indicaria um receio e uma precaução dos acionistas controladores e das companhias em evitar tanto uma investida hostil de controle quanto uma forma de garantir que o controle não seria contestado internamente na companhia. Também poderia-se supor que os controladores esperavam ocorrer uma diluição de suas ações em um futuro próximo, o que motivaria estabelecer um mecanismo favorável ao controle preventivamente.

Entretanto, por alguma razão que, neste momento, não se imagina qual seja, a partir 2007, as companhias passaram a adotar medidas defensivas com gatilhos intermediários (linha verde do gráfico X), com valores superiores ou igual a 20% e inferiores a 30%. De

2007 até 2010, a quantidade de companhias com gatilhos inferiores a 20% e com valores superiores a 20% era muito próxima. Entretanto, a partir de 2010 visualiza-se o decréscimo da quantidade de companhias com gatilhos baixos e, ao mesmo tempo, o crescimento da quantidade de companhias com gatilhos intermediários. Dessa forma, os gatilhos intermediários passam a ser os mais utilizados, atingindo o pico em 2013 e, nos anos seguintes, oscilando negativamente, mas permanecendo como a faixa preferencial de valores de gatilhos entre as companhias com cláusulas estatutárias.

Já as companhias com gatilhos de valores elevados, representadas pela linha amarela do gráfico X, nos anos 2000, eram pouco utilizadas, de fato, até 2011, não chegava nem a uma dezena de companhias com gatilhos nessa faixa de valor. Entretanto, de 2009 até 2020, a quantidade de companhias com cláusulas com esses valores de gatilhos cresceu de forma consistente e, observando o gráfico, permanecem com uma tendência de crescimento. O crescimento é tão expressivo que, a partir de 2018, a quantidade de companhias com essa faixa de gatilho é superior que a quantidade de empresas com cláusulas com gatilhos baixos.

A variação da quantidade de empresas dos três grupos de gatilhos descritos acima deve-se a três movimentos possíveis: (i) a companhia com medida defensiva saiu do Novo Mercado; (ii) a companhia alterou o valor do gatilho de sua cláusula estatutária ou (iii) a companhia retirou sua medida defensiva.

Não é eventual e nem irrelevante que os gatilhos baixos (inferiores a 20%) tenham perdido sua popularidade ao longo dos anos. Considerando que o valor do gatilho está relacionado com a participação acionária do acionista controlador, deve-se retomar a discussão sobre a diluição acionária vivenciada pelas companhias listadas no Novo Mercado.

Érica Gorga pontua que as mudanças de concentração acionária são lentas e não mudam de forma clara. Assim expressa a autora: "as these developments show, changes in corporate ownership may not go from black to white – that is, they may not clearly switch from concentrated to dispersed ownership"<sup>426</sup>. Da mesma forma, as mudanças nas cláusulas por atingimento de participação relevante também não operam em poucos anos - ou décadas. Se existiria uma tendência de dispersão acionária, conforme tantas vezes foi apresentado neste trabalho utilizando os argumento da Érica Gorga, qual o impacto dessa tendência nas medidas

---

<sup>426</sup> GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015, p. 482.

defensivas e, ainda, qual seria o impacto entre as companhias dos três diferentes grupos descritos acima (gatilhos baixos, médios e altos)?

Assumindo que de fato ocorra uma diluição acionária nas companhias ao longo dos anos e, se os controladores das companhias estiverem dispostos a promover uma mudança nas companhias em favor da democracia e participação dos não controladores, permitindo que esse grupo adquira maior participação social e maior poder decisório na companhia, tende-se para utilizar cláusulas com gatilhos mais altos e abandonar as cláusulas com gatilhos baixos. Por outro lado, caso a dispersão acionária aumente, mas os acionistas controladores ainda desejem manter-se hegemônicos no controle da companhia, esperar-se-ia que haja uma redução do valor dos gatilhos das cláusulas estatutárias. Considerando que houve uma tendência de aumento do valor dos “gatilhos”, a primeira afirmação parece mais coerente com os dados coletados. Entretanto, é preciso cuidado.

As duas afirmações acima pressupõe que o valor do gatilho da cláusula por atingimento de participação relevante seja atribuído de maneira racional e que a atribuição do valor do gatilho considera a participação acionária do acionista controlador e a diluição de sua participação futura ao longo dos anos com a emissão de títulos secundários. Nada garante que essa premissa seja verdadeira. De fato, não há indícios que exista efetivamente um cálculo sobre o valor ideal de gatilho para cada companhia e nada garante que de fato os acionistas controladores tenham plena consciência do impacto causado por essas cláusulas.

Veja-se, por exemplo, o caso da companhia M. Dias Branco S.A. A empresa ingressou no Novo Mercado em 2006 e apresentava, naquele ano, uma cláusula por atingimento de participação relevante com gatilho de 10% do capital social. Em 2007, com base em dados de Antonio Papera Monteiro, a companhia apresentava acionista controlador majoritário<sup>427</sup>; no mesmo sentido, com base em dados de Paloma dos Reis extraídos em 2009, a companhia também apresentava acionista majoritário<sup>428</sup>. Em 2010 a companhia retirou a cláusula defensiva de seu estatuto social. Em 2020, com base em dados disponíveis da B3 - Brasil, Bolsa e Balcão, a companhia apresentava um acionista majoritário com 62,32% do capital social. Não consta no histórico da companhia que ela realizou algum processo de fusão, foi

---

<sup>427</sup> MONTEIRO, Marco Antônio Papera. op. cit., p. 62.

<sup>428</sup> SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra de. op. cit., p.172.

objeto de aquisição ou realizou uma cessão de controle desde que ingressou no Novo Mercado<sup>429</sup>. O exemplo é ilustrativo.

É difícil compreender a razão que uma companhia com controle majoritário tão expressivo utilizaria uma cláusula estatutária, especialmente considerando um gatilho tão baixo. Nesse contexto, pode-se pensar que a tendência de aumento do valor do gatilho das companhias deva-se, simplesmente, porque as companhias e seus controladores não tinham total conhecimento sobre como operacionalizar a cláusula estatutária e, após perceberem o erro, ao longo dos anos, modificaram os estatutos sociais. Considerando que as cláusulas com gatilhos mais baixos sejam aquelas com os erros mais grosseiros, foram elas as que foram retiradas. Nessa última hipótese, a mudança de gatilhos indicaria apenas que as companhias estavam corrigindo um erro de anos anteriores e não indicaria que haja uma tendência de dispersão acionária e nem um desapego do controlador em extrair benefícios de seu controle.

O mencionado erro na adequação dos gatilhos das cláusulas estatutárias pode ter sido causado pela euforia vivenciada nos anos 2000 em razão dos segmentos diferenciados de listagem da bolsa de valores. É possível imaginar que controladores estivessem com expectativas de que o mercado acionária brasileiro passaria por rápida dinamização, que as companhias caminhariam para a dispersão acionária e notícias sobre tomadas hostis de controle ocupariam a primeira página dos jornais. Recorda-se que, em 2006, houve uma movimentação hostil pelo controle da companhia Perdigão pela Sadia, o que também pode ter contribuído para construção imaginária de um mercado com tomadas hostis. Nesse contexto, companhias, de forma preventiva, estabeleceriam medidas defensivas com gatilhos excessivamente baixos; como essa previsão não ocorreu, os gatilhos foram alterados ou as cláusulas retiradas anos depois.

Essa possibilidade é corroborada pela afirmação de Antonio Papera Monteiro em sentido semelhante. Em seu estudo empírico com base em dados referentes a 2007, o autor reconheceu que companhias com acionistas majoritários apresentavam medidas defensivas com gatilhos reduzidos e sugeriu esse comportamento seja causado por controladores excessivamente cautelosos. Assim expressou o mencionado autor: "os controladores podem estar prevendo um momento futuro, em que possam eventualmente alienar um percentual de

---

<sup>429</sup> M. DIAS BRANCO. **Histórico**. <<https://ri.mdiasbranco.com.br/a-companhia/historico/>>. Acesso em: 26 jul. 2020.

suas ações da firma, sem se sujeitar à possibilidade de uma eventual aquisição hostil de controle futuramente.”<sup>430</sup>.

Entretanto, essa interpretação é apenas uma especulação não sustentada pelos coletados e apresentados neste trabalho ou mesmo em outros trabalhos aqui citados ao longo desta dissertação.

Os dados coletados não suportam afirmações além da seguinte: nos últimos dez anos visualiza-se uma tendência de diminuição de cláusulas por atingimento de participação relevante com gatilhos inferiores a 20% e, por outro lado, tendência de maior adoção de cláusulas com gatilhos superiores ou iguais a 30%. Ao passo que os gatilhos intermediários permanecem com valores razoavelmente estáveis.

#### **6.4. Cláusula por atingimento de participação relevante com "gatilho" excessivamente baixo**

Questiona-se: um “gatilho” alto ou baixo tem relevância jurídica? O tema do gatilho é relevante, tanto é que foi objeto de duas tentativas - e dois fracassos - de modificação do regramento do Novo Mercado sobre o tema e, em ambas, tentou-se estabelecer um valor mínimo para um gatilho.

Na primeira tentativa, em reuniões que se iniciaram em 2008 e com votação em 2010, a B3 - Brasil, Bolsa e Balcão promoveu audiências públicas e consultas às empresas sobre as cláusulas por atingimento de participação relevante, a fim de estabelecer que a definição de “participação acionária relevante” significaria a aquisição de 30% do capital social, o que significaria que o gatilho das cláusulas estatutárias das companhias passariam a ser de 30%<sup>431</sup>. A proposta foi recusada, o que não é nenhuma surpresa, considerando que, em 2010, 51 companhias (equivalente a 88% das companhias com cláusulas por atingimento de participação relevante) tinham gatilhos inferiores a 30%, conforme observa-se no anexo 01.

Em segunda tentativa, dessa vez a votação realizou-se em 2017, a B3 tentou regular o tema estabelecendo que aquisição de participação relevante deveria ser considerada a aquisição de 20% até 30% do capital social da companhia. Novamente, as companhias

---

<sup>430</sup> MONTEIRO, Marco Antônio Papera. op. cit, p. 52.

<sup>431</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Revisão dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem: revisão 2011.** Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em 25 jul. 2020.

recusaram a tentativa de regulamentação<sup>432</sup>. Observa-se, nesse momento, um fenômeno curioso e interessante. Se, por um lado, em 2017, haviam 14 companhias com gatilhos inferiores a 20%, por outro, haviam outras cinco companhias, naquele ano, com gatilhos superior a 30%. Essas 19 companhias teriam que alterar seus estatutos sociais para adequarem-se a eventual mudança de regras de listagem, mas, ainda assim, a quantidade de companhias que seriam diretamente afetadas pela mudança de regra é bem inferior a quantidade de companhias que votou contra a mudança (52 companhias votaram contra modificação da regra)<sup>433</sup>.

Percebe-se, portanto, que a recusa das companhias listadas no Novo Mercado sobre a regulamentação das cláusulas por atingimento de participação relevante provavelmente deve-se ao desejo de manter a liberdade para alterar livremente a cláusula, podendo estabelecer qualquer valor de gatilho desejado, seja um valor elevado ou seja baixo. Esse, inclusive, foi o argumento utilizado pelos representantes das companhias "Somos Educação S.A." e "Ultrapar Participações S.A." expressamente afirmaram que o tema deveria ser tratado pelas próprias companhias, conforme já descrito em capítulo anterior.

Foi demonstrado, portanto, que o tema dos gatilhos foi objeto de discussão entre as companhias listadas no Novo Mercado, o que comprova sua relevância. Entretanto, teria relevância jurídica estabelecer o que seria uma cláusula por atendimento de participação relevante com gatilho "baixo" ou "alto"? E o que seria "baixo" e "alto", afinal? A resposta é positiva.

Conforme pontua João Pedro Scalzilli, caso o valor gatilho seja inferior à participação acionária de eventual acionista controlador, então, a cláusula por atingimento de participação relevante teria como finalidade preponderante a obstrução de oposição ao controlador, na medida em que a aquisição de ações inferiores à participação do controlador não alterariam o controle da companhia<sup>434</sup>.

Dessa forma, pode-se pensar em um "gatilho" excessivamente baixo caso seja em percentual inferior à participação acionária do controlador. Nesse sentido, deve-se lembrar o

---

<sup>432</sup> B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Revisão dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem: revisão 2017.** Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em 25 jul. 2020.

<sup>433</sup> Idem.

<sup>434</sup> SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa.** São Paulo: Quatir Latin, 2015, p. 248.



estudo de Érica Gorga, com base em dados de 2007 de 92 companhias listadas no Novo Mercado. Segundo a autora, ao considerar o acordo de acionistas como uma massa unida de ações, em média, o controle das 92 companhias deixa de ser minoritário mediante 36% do total de ações e passa a ser minoritário, mediante 45% do total de ações<sup>435</sup>. Nesse sentido, comparando com o valor dos gatilhos utilizados pelas companhias brasileiras com cláusulas por atingimento de participação relevante, percebe-se que o valor médio do “gatilho” é excessivamente inferior ao valor médio do bloco de ações de controle. De fato, conforme demonstrado no gráfico, em 2007 (mesmo ano dos dados da autora), a média de valor de gatilho foi de %. Por essa razão, pode-se pensar que as companhias brasileiras apresentavam, efetivamente, gatilhos excessivamente baixos.

Recorda-se das funcionalidades das medidas defensivas narradas nos capítulos anteriores, como mecanismos de fortalecimento do acionista controlador internamente à companhia ou como mecanismos de fortalecimento do controlador no contexto do mercado de controle societário. Percebe-se que, em razão dos gatilhos médios terem valores inferiores ao valor da participação acionária do bloco de controle, indica-se que as medidas defensivas tendem a uma funcionalidade de fortalecimento do controlador internamente à companhia e não como instituição do mercado de controle societário.

Entretanto, uma vez aceita a funcionalidade de que as mencionadas cláusulas de fato são mecanismos para favorecer o controlador, em termos práticos, assumi-las como excessivamente baixas não significaria muito. Por isso, pode-se utilizar o direito comparado para se pensar no que seria um gatilho excessivamente baixo. Nesse sentido, um caso pouco explorado pela doutrina brasileira pode esclarecer o tema; o caso *Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.*

Antes de apresentar o caso, deve-se esclarecer uma regra tributária norte-americana denominada “NOL - Net Operating Losses”. Conforme esclarecem Paul Edelman e Randall Thomas, pela legislação federal norte-americana, na hipótese de despesas dedutíveis de tributos superarem as receitas taxadas, a companhia poderá utilizar a diferença de valor para

---

<sup>435</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019, p. 466.

deduzir impostos em anos seguintes. Entretanto, mudanças de controle da companhia limitam a possibilidade desse abatimento de valor de tributos devidos.<sup>436</sup>

No caso em tela, a companhia de *software* Selectica Inc (hoje denominada Determine, Inc) apresentava um “crédito” tributário em NOL superior ao valor de mercado da companhia no contexto da investida hostil. Em razão do considerável valor de seu crédito tributário e dos consideráveis prejuízos ao longo de alguns anos, a companhia procurou compradores para uma operação de aquisição. Nesse contexto, a companhia Trilogy Inc, concorrente da Selectica, começou uma escalada acionária adquirindo ações em bolsa de valores da última companhia. Entretanto, a companhia-alvo apresentava uma medida defensiva com gatilho estranhamente baixo: 5% do capital social. Mesmo ciente dessa defesa, a Trilogy Inc permaneceu com sua estratégia e adquiriu 6,7% do capital social da Selectica, o que acionou a *poison pill* da companhia e gerou uma diluição discriminatória da Trilogy, cuja participação social reduziu-se para 3,3% . Essa redução motivou a Trilogy a questionar judicialmente a defesa de Selectica. Importante ressaltar que a participação acionária da Trilogy superior a 5% não levaria a uma mudança de controle, o que, foi alegado pela tomadora de controle em seus argumentos contra a *poison pill*. Em resposta, Selectica afirmou que, apesar de não gerar uma mudança de controle, a aquisição superior a 5% alteraria a possibilidade de utilização do crédito tributário que, naquele momento, era o principal ativo da companhia. Selectica ainda argumentou que dezenas de outras companhias também utilizavam gatilhos similares com a mesma finalidade de proteção de créditos tributários. A Suprema Corte de Delaware compreendeu que a defesa da Selectica era plenamente legítima, na medida que protegia seu mais valioso ativo contra uma ameaça real. Da decisão, percebe-se que a medida defensiva não necessariamente tem a finalidade de proteger o controle da companhia, mas também seus ativos e que o valor do “gatilho” deve ser coerente com o objetivo que deseja proteger, proporcional à ameaça sofrida e importante observar que era uma medida usual entre companhias naquela situação<sup>437</sup>.

Essa decisão merece ser digerida pela doutrina brasileira, especialmente à luz dos dados coletados neste trabalho.

---

<sup>436</sup> EDELMAN, Paul H.; THOMAS, Randall S. Selectica Resets the trigger on the poison pill: where should the Delaware courts go next?. *Indiana Law Journal*, v. 87, n. 3, p. 1087 - 1142, 2012, p. 1098 - 1099.

<sup>437</sup> Ibidem, p.1098 - 1103.

Observa-se que, no caso norte-americano, as companhias que tentavam proteger seus créditos tributários utilizavam *poison pills* com gatilhos *usualmente* baixos. Agora, pensando na realidade brasileira, seria possível um gatilho de 5% ? Não foram encontradas companhias brasileiras, em nenhum momento, com gatilhos inferiores a 10%. Dessa forma, não seria usual um gatilho nesse valor. Essa afirmação sugeriria que valores superiores a 10% seriam aceitáveis e usuais, porém, cabe melhor reflexão.

Observa-se as cinco companhias que em algum momento apresentaram medidas defensivas com gatilhos de 10%: Construtora Even S.A. ; M. Dias Branco S.A.; Positivo Tecnologia S.A.; São Martinho S.A.; Terra Santa Agro S.A.. Todas essas companhias inseriram suas defesas anteriormente ao ano de 2010 e quatro delas retiraram suas defesas ou aumentaram seus gatilhos. Atualmente, apenas uma companhia apresenta um gatilho tão baixo: Positivo Tecnologia S.A. (cujos principais acionistas, em 2020, com base em dados da B3 coletados em 26 de julho são onze pessoas físicas que somam 43,78% do capital social<sup>438</sup>) Dessa forma, pensando no que atualmente é usual, pode-se afirmar, pelos dados coletados, que um gatilho de 10% do capital social não é usual e, ao contrário, o que é usual é a alteração dessas cláusulas para afastar gatilhos tão baixos.

Ainda sobre o que seria usual, percebe-se uma tendência de redução da quantidade de companhias com cláusulas por atingimento de participação relevante com gatilhos baixos ou, em outro sentido, tendência de aumento do gatilho das mencionadas cláusulas. De fato, observando as companhias que, em algum momento, já tiveram gatilhos inferiores a 20% do capital social, tem-se as companhias: Amil Participações S.A.; B3 Brasil, Bolsa e Balcão S.A.; Cetip S.A.; Cyrela Commercial Properties S.A. empreendimentos e participações S.A. ; DASA S.A.; Datasul S.A.; Even Construtora S.A.; EZ Tec empreendimento e participações S.A. ; General Shopping e Outlet do Brasil S.A. ; GVT holding S.A. ; Indústrias Romi S.A. ; Iochpe Maxion S.A.; JBS S.A.; JHSF S.A.; JSL S.A. ; Klabin Segall S.A.; Localiza Rent a Car S.A. ; M. Dias Branco S.A.; Marisa Lojas S.A.; Natura Cosméticos S.A.; Odontoprev S.A.; Porto Seguro S.A.; RNI Negocios inmobiliarios S.A.; Rossi Residencial S.A.; São Martinho S.A. e Terra Santa Agro S.A..

Dessas 25 companhias que eventualmente tiveram gatilhos inferiores a 20% do capital capital, *nenhuma*, inseriu o mencionado gatilho após 2010. Ou seja, há 10 anos

---

<sup>438</sup> B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **Ações: positivo tecnologia S.A.** Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em 26 jul. 2020.

nenhuma companhia insere defesas estatutárias com gatilhos inferiores a 20% do capital social. Dessa forma, retomando-se o argumento apresentado em *Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc*, em que foi aceita uma defesa, entre outras razões, por ser usual, aqui, no Brasil atual, seria não usual inserir uma cláusula por atendimento de participação relevante com gatilho inferior a 20% do capital social, tanto é, que nenhuma companhia inseriu cláusula com esse valor nos últimos 10 anos. Nesse sentido, defende-se que, atualmente, caso uma companhia insira uma cláusula por atingimento de participação relevante com gatilho abaixo de 20% do capital social, salvo razão específica (como no caso *Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc*), estar-se-ia diante de uma disposição estatutária não usual, estranha as práticas societárias atuais e possivelmente ilícita.

O argumento que a não inserção das cláusulas com gatilhos inferiores a 20% em 10 anos estabelecerá uma regra jurídica de vedação a gatilhos desse valor com base em usos e costumes não é de fácil aceitação. Na verdade, os usos e costumes, apesar de reconhecidos como fonte do Direito pelo Código Civil (artigos 111 e 113) e pela Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB, artigo quarto) e em diversos outros dispositivos legais, também é sabido que é fonte subsidiária. Além disso, considerando a aversão das companhias à uma regra limitadora dos gatilhos, conforme demonstrada as duas tentativas de regulamentação do tema pela bolsa de valores, talvez as companhias não assumam que haja uma limitação a respeito do tema e, portanto, não se comportem como se uma norma costumeira existisse restringindo a liberdade para estabelecer gatilhos inferiores a 20% (ou mesmo inferiores a 10%). Entretanto, neste momento e neste trabalho, não caberia discutir com maior profundidade se o desuso de gatilhos baixos poderia ser aceito como uma limitação à sua utilização; ou, em outro sentido, se caberia desenvolver o tema mediante direito comparado, valendo-se da mencionada decisão da Suprema Corte do Estado de Delaware.

#### **6.5. Cláusula por atingimento de participação relevante com "gatilho" elevado**

Ao mesmo tempo que se visualiza o desuso de cláusulas por atingimento de participação relevante com gatilhos baixos, percebe-se uma tendência para utilização daquelas com gatilhos altos. Nesse sentido, algumas companhias passaram a utilizar gatilhos elevados, com valores que alcançam 50% do capital social. Veja-se, por exemplo, a tabela 6 abaixo,

elaborada utilizando todas as companhias com os gatilhos superiores a 30% registrados no ano de 2020 e comparando com a participação acionária dessas companhias.

**Tabela 6 - Empresas com gatilhos mais elevados em 2020**

| Nome da Companhia            | Valor do gatilho | Participação acionária dos cinco maiores acionistas 2020 |
|------------------------------|------------------|--|
| BRF S.A.                     | 33,33%           | 20,88%   |
| Embraer S.A.                 | 35%              | 25,57%   |
| Eternit S.A.                 | 40%              | 38,48%   |
| Gafisa S.A.                  | 50%              | 37%  |
| Light S.A.                   | 40%              | 42,59%   |
| Minerva S.A.                 | 33,34%           | 50,38%   |
| Petrobras Distribuidora S.A. | 50%              | 37,5%  |
| Valid Soluções S.A.          | 35%              | 25,34%   |

Elaboração própria a partir de dados da B3 - Brasil, Bolsa e Balcão

A tabela 6 apresenta, em sua primeira coluna, o nome das companhias, em sua segunda coluna, o valor percentual dos gatilhos utilizados pelas companhias correspondentes e, em sua terceira coluna, a participação acionária somada dos cinco maiores acionistas em relação ao ano de 2020. Os dados foram coletados a partir do *site* da bolsa de valores brasileiras em 26 de julho de 2020. Atente-se para a comparação de valores entre o gatilho (segunda coluna) e o valor da soma da participação acionária (terceira coluna).

Ressalta-se que, das 145 companhias listadas no Novo Mercado em 2020, apenas 08 apresentam gatilhos em percentual superior a 30%. Entretanto, ainda assim, duas dessas companhias (Light S.A. e Minerva S.A.), apresentam valor do gatilho inferior à participação acionária, o que indicaria, nesses dois casos, que a funcionalidade da cláusula é fortalecer o acionista controlador e evitar que, internamente, se estabeleça uma minoria acionária capaz de se opor a ele.

Já as outras seis companhias, BRF S.A., Embraer S.A., Eternit S.A.; Gafisa S.A., Petrobras Distribuidora S.A., Valid Soluções S.A., apresentam medidas defensivas com gatilhos superiores à participação acionária somada dos cinco maiores acionistas, o que indicaria que a finalidade da cláusula é evitar uma tomada hostil de controle.

Cumpra esclarecer que, dessas 08 companhias com esses gatilhos acima de 30%, sete delas (BRF S.A.; Eternit S.A.; Gafisa S.A.; Light S.A.; Minerva S.A.; Petrobras Distribuidora S.A., Valid Soluções S.A) alteraram os gatilhos ou inseriram as medidas defensivas após 2016, o que demonstraria uma tendência recente de crescimento do valor dos mencionados gatilhos. Assumindo tratar-se de uma tendência recente, retoma-se para as tentativas frustradas de regulamentação do tema pela bolsa de valores estabelecendo um limite de 30% para a mencionada cláusula. Ora, se existe uma tendência de elevação do valor do gatilho, a tentativa de alteração da regra aparente certa defasagem.

Neste trabalho não foi analisada a participação acionária dos cinco maiores acionistas de todas as companhias em todos os anos, o que torna impossível afirmar que existiria a tendência da última década de elevação dos valores dos gatilhos indicaria a mudança de funcionalidade das cláusulas por atingimento de participação relevante de uma ferramenta interna de controle para uma função de proteção contra tomada hostil. Essa é afirmação que demandaria avaliar a concentração acionária de todas as companhias em todo o período analisado, o que não foi feito neste trabalho.

Por isso, a tabela 6 acima, apenas levanta a possibilidade de mudança funcional e, conseqüentemente, mudança institucional das cláusulas estudadas. Assumindo que, eventualmente, a funcionalidade da cláusula esteja em modificação, tratar-se-ia de um indicativo de mudança institucional das cláusulas estatutárias, o que, por conseqüente, sugeriria uma mudança da trajetória brasileira coerente da concentração acionária para a dispersão acionária em companhias nacionais.

#### **6. 6. As tentativas frustradas de regulação das cláusulas por atingimento de participação relevante pela bolsa de valores**

Observando os dados coletados neste trabalho, não surpreende que as duas tentativas de regulamentar o tema tenham sido recusadas pelas companhias listadas no Novo Mercado. Na tentativa de regulamentação do tema, em 2011, a proposta estabelecida era de que o “atingimento de participação relevante” consistiria na aquisição de ao menos 30% do capital social da companhia. Ou seja, na prática, seria equivalente a estabelecer que a cláusula por atingimento de participação relevante teria um gatilho de ao menos 30%. Recordar-se, pelos dados apresentados no anexo 01, em 2011, do total de companhias com medidas defensivas, 21 delas apresentavam gatilhos inferiores a 20%, 34 delas apresentavam gatilhos iguais ou

superiores a 20% e inferiores a 30% e apenas 9 delas apresentava gatilho igual ou superior a 30%. Dessa forma, a regulamentação obrigaria 55 companhias a alterarem seu estatuto social sobre o tema; também recorda-se que a alteração do regulamento do Novo Mercado apenas é aprovada caso 1/3 das empresas listadas aprove a alteração (em 2011, havia 121 empresas listadas). Não é preciso grandes cálculos para perceber que a proposta não seria aprovada.

Na segunda tentativa de regulamentar o tema, em 2017, a proposta consistia no estabelecimento de que “atingimento de participação relevante” consistiria na aquisição de 20% até 30% do capital social da companhia, o que significaria, na prática, que os gatilhos das cláusulas por atingimento de participação relevante teriam gatilhos de valor nesse intervalo. Neste caso, em 2017, conforme os dados do Anexo 02, ao menos 35 companhias apresentavam gatilhos com valores nesse intervalo, enquanto 30 outras companhias apresentavam valores distintos. A proposta teria mais chances de aprovação, entretanto, foi recusada. Conforme já foi destacado neste trabalho em capítulo próprio, as companhias preferiram manter a liberdade de deliberar internamente sobre o tema e não uma imposição de uma regra sobre isso.

Além disso, considerando a tendência de elevação do valor dos gatilhos e, por outro lado, que a dispersão acionária não tem sido tão acelerada quanto se gostaria ou imaginaria inicialmente, a regulamentação do tema estabelecendo arbitrariamente o que seria uma aquisição de participação relevante não parece a melhor saída. De fato, talvez a adoção de princípios norteadores sobre as condutas dos acionistas controladores, administradores e tomadores hostis de controle seja mais adequada. Nesse sentido, retoma-se a doutrina norte-americana sobre o tema (recorda-se do tópico sobre os principais casos norte-americanos sobre as *poison pills*), mediante avaliação de eventuais conflitos de interesses e focando nos conflitos de agência seja uma forma mais eficiente de uma regulação.

Entretanto, esse regramento provavelmente não se dará mediante autorregulação, até porque, as companhias do Novo Mercado já expressamente afirmaram que cabe a cada uma avaliar o que seria adequado para si.

### **6.7. Abordagem institucional dos dados coletados**

As mudanças identificadas nos dados apresentados neste tópico são importantes, porém, são tímidas para se reconhecer uma radical mudança institucional ou societária

brasileira. Na verdade, trata-se mais da demonstração de conservação institucional e de concentração acionária do que de mudança.

Érica Gorga, em seu estudo com referencia a dados de 2007, demonstrou que, o controle das 92 companhias listadas no Novo Mercado, apresentariam, em média, um controlador com participação social de 45% do capital, considerando o acordo de acionistas como um bloco acionário coeso<sup>439</sup>. Nesse mesmo ano de 2007, conforme os dados coletados no Anexo 02, 46 companhias apresentavam medidas defensivas com gatilhos inferiores a 30% e apenas cinco companhias apresentavam medidas defensivas com gatilhos iguais ou superiores a 30%. Isso indicaria que, naquele ano, a funcionalidade da cláusula estatutária estaria mais próxima de uma estrutura estatutária de manutenção de controle a favor do controlador do que uma forma de atuação no mercado de controle societário.

Já com dados de 2013, Érica Gorga aponta que, entre as companhias listadas no Novo Mercado, em média, o maior acionista individual apresenta 34,92% do capital social. Em segunda análise, somando a participação média dos três maiores acionistas dessas companhias, a concentração acionária alcança a cifra de 53,91% do capital<sup>440</sup>. Dessa forma, a concentração acionária pouco mudou ao longo dos anos de existência do Novo Mercado.

Observando, o disposto no Anexo 02, em 2013, das empresas com cláusulas por atingimento de participação relevante, 59 companhias apresentavam gatilhos baixos ou intermediários (inferiores a 30%) enquanto apenas 10 companhias apresentavam gatilhos iguais ou superiores a 30%. Dessa forma, novamente se percebe que as cláusulas estatutárias permaneceram, em geral, com a funcionalidade de mecanismo de controle societário interno favorável ao acionista controlador, já que evitam a aquisição de ações mesmo em quantidade substancialmente inferior à participação acionária do controlador ou dos três maiores acionistas.

Conforme foi narrado no capítulo dois e três deste trabalho, as cláusulas por atingimento de participação relevante são uma “regra do jogo” do Novo Mercado. Dessa forma, avaliar as modificações de sua adoção entre as companhias brasileiras é relevante para

---

<sup>439</sup> GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?**. Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019, p. 466.

<sup>440</sup> GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015, p. 490 - 492.



compreender o mercado acionário nacional, a dinâmica de desenvolvimento institucional e as mudanças no poder de controle das empresas brasileiras.

Pelos dados coletados foram reconhecidos duas tendências recentes: (i) redução proporcional entre as companhias com medidas defensivas comparadas com o total de companhias listadas no Novo Mercado e (ii) aumento do valor dos gatilhos das empresas que permanecem com as medidas defensivas. Essas duas tendências são mudanças institucionais.

O aumento do valor do gatilho entre as companhias que utilizam as medidas defensivas favorece a formação de minorias capazes de contestar a atuação do controlador. entretanto, considerando a concentração média típica do Novo Mercado, esse aumento é provavelmente insuficiente para permitir uma eventual modificação do controle societário, seja internamente entre as companhias, seja mediante uma aquisição hostil de controle.

Percebe-se também que, enquanto a mudança da concentração acionária é lenta e opera em décadas, em poucos anos é possível vislumbrar substanciais mudanças nas cláusulas estatutárias. Como a causa dessa modificação permanece nebulosa, é difícil determinar o que ela de fato significaria: mudança na governança corporativa das companhias, mudança de expectativas dos acionistas controladores sobre a dispersão acionária dos próximos anos ou os apenas indicaria que acionistas começaram a operar e compreender melhor como utilizar esse mecanismo estatutário.

## 7. CONCLUSÃO

Este trabalho narra a trajetória institucional dos mecanismos que favorecem o controle societário exercido pelo acionista controlador, seja fortalecendo o controlador na dinâmica interna da companhia, seja em casos de transferência de controle societário. Nessa mesma trajetória encontram-se as cláusulas por atingimento de participação relevante. A narrativa dessa trajetória foi orientada pelo trabalho de Douglass North, que por sua vez assumiu a posição principal da descrição da teoria institucional.

Ao observar a mudança da concentração acionária brasileira pode-se falar mais de uma conservação da concentração do que de uma mudança. Além da manutenção da concentração, conserva-se a utilização de mecanismos jurídicos. Poucas empresas brasileiras caminharam para a dispersão acionária e, mesmo sem a possibilidade de emissão de ações preferenciais, permanece o emprego de mecanismos jurídicos de coordenação de controle e fortalecimento do acionista controlador, como acordo de acionistas e as cláusulas por atingimento de participação relevante. Nesse sentido, mesmo as (pouquíssimas) companhias com maior dispersão acionária, entre elas, permanece o emprego desses mecanismos jurídicos.

Foram apresentadas as trajetórias institucionais de algumas ferramentas jurídicas de grande importância para o acionista controlador coordenar a companhia aberta: a emissão de ações preferenciais e o acordo de acionistas. Também foi apresentada como essa trajetória afetou o mercado de capitais brasileiro e como mudanças institucionais foram necessárias para reanimá-lo, no contexto da criação do Novo Mercado. Nesse mesmo ambiente de evolução institucional surgiram as cláusulas estatutárias objeto deste trabalho e foi demonstrada sua funcionalidade a favor do acionista controlador e em harmonia com toda a trajetória brasileira de proteção ao acionista controlador e de utilização de ferramentas jurídicas para garantir o controle.

Em seguida, foi apresentada a trajetória institucional do regramento do tema da transferência de controle societário, em especial da cláusula *tag along*, a qual sofreu diversas alterações em prejuízo dos acionistas minoritários e em favor do acionista controlador. Ao final dessa trajetória encontram-se as cláusulas por atingimento de participação relevante, harmonizando-se com o intuito de proteção e favorecimento do acionista controlador. Também foi ressaltada a dificuldade de regulamentar da cláusula por atingimento de

participação relevante em razão da necessidade de aprovação das companhias listadas para que seja alterado o regulamento do Novo Mercado. As tentativas frustradas indicam que, sobre esse tema, a autorregulação e o Novo Mercado encontraram sua limitação e não seriam mais capazes de melhorar a governança corporativa e nem corrigir a hipertrofia que acionista controlador vivenciou na trajetória institucional brasileira.

Considerando todas as modificações institucionais vivenciadas, percebe-se uma “dependência da trajetória” de favorecimento do acionista controlador (majoritário ou minoritário), em prejuízo dos investidores e acionistas não controladores. Entretanto, nem sempre é fácil compreender quem são os jogadores e quais são as regras do jogo. Considerando o protagonismo do Estado brasileiro em promover o desenvolvimento com a criação de empresas públicas, sociedades de economia mista e com a participação acionária em companhias que atuem no projeto de desenvolvimento nacional, é difícil dizer se esses atores são meros jogadores ou se são, de fato, elementos institucionais e, portanto, regras do jogo. Essa mistura dificulta a plena aplicação da teoria de Douglass North.

Para compreender a trajetória brasileira da adoção das cláusulas por atingimento de participação relevante, foi apresentado o estudo empírico quantitativo longitudinal da adoção das cláusulas por atingimento de participação relevante em que se ressaltaram as mudanças de sua adoção ao longo de toda a existência dessa cláusula entre as empresas listadas no Novo Mercado. Em que pese interessantes modificações, ao confrontar os dados com a concentração acionária típica das companhias brasileiras, percebe-se que essas alterações não afastaram a funcionalidade das cláusulas como mecanismo jurídico de coordenação do controle interno da companhia pelo acionista controlador. Nesse contexto, também foi discutido e defendido o que seria uma cláusula estatutária com valor de gatilho excessivamente baixo e suscitou-se uma limitação jurídica da adoção dessas cláusulas aplicando-se os usos e costumes e valendo-se do Direito Comparado e da decisão norte-americana do caso *Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.*

Observando-se os dados coletados com os demais capítulos sobre a concentração acionária brasileira e a trajetória institucional dos mecanismos de controle interno e da transferência de controle, percebe-se a dificuldade de compreender o controle acionário brasileiro simplesmente pela avaliação da quantidade de ações. Não é mais possível compreender o controle das companhias a partir da presença ou ausência de acionista

controlador majoritário ou minoritário. Os mecanismos jurídicos presentes a dispor dos acionistas (cláusulas por atingimento de participação relevante e o acordo de acionistas) expandem o poder de controle dos acionistas, aglutinam ações e criam uma dinâmica de poder interna à companhia mais sofisticada do que o simples somatório de ações com voto. De fato, considerando as peculiaridades institucionais brasileiras, em que os acionistas gozam de tantas ferramentas para coordenar o controle e domesticar os demais órgãos da sociedade, é necessária uma teoria do controle que considere todos esses fatores. Além disso, também é necessária uma teoria institucional que não encare as companhias como meros jogadores e perceba essa dinâmica interna como um ambiente institucional em si mesmo que dialoga com o ambiente institucional externo mais amplo. Sem a compreensão desse diálogo entre o ambiente interno das companhias e o ambiente institucional externo, onde se processam as mudanças institucionais mais amplas, é difícil compreender o caminho institucional que os institutos jurídicos trilham.

Nesse mesmo sentido, questiona-se a capacidade das pesquisas empíricas quantitativas apresentarem respostas satisfatórias seja para descrever o poder de controle das companhias brasileiras, seja para visualizar o exercício de controle. De fato, em pesquisas empíricas quantitativas (como este trabalho) há limitações da quantidade de variáveis a serem analisadas. Mesmo considerando todas as variáveis possíveis, a dinâmica de cada companhia, não raro, é bastante particular, o que dificulta estabelecer uma descrição genérica. Especificamente neste trabalho, idealmente, seria necessário analisar a relação da cláusula por atingimento de participação de relevante com (i) a presença dos acordos de acionistas, (ii) o conteúdo desses acordos e a (iii) a concentração acionária. Nesse sentido, trabalhos qualitativos talvez demonstrem maior capacidade de compreensão da correlação de todas essas variáveis.

Os dados empíricos coletados neste trabalho também demonstram uma lacuna na literatura: a racionalidade por trás das cláusulas por atingimento de participação relevante. A tendência de retirada das cláusulas estatutárias com gatilhos baixos suscitou o questionamento de como dá-se o processo de elaboração da mencionada cláusula. Questionou-se, neste trabalho, se de fato existe um cálculo para aferição do valor do gatilho da cláusula estatutária e se as companhias e os acionistas controladores teriam real conhecimento do que essa cláusula significa e impacta na companhia.

Por fim, é preciso ressaltar uma questão importante: as cláusulas por atingimento de participação relevante não podem ser comparadas aos patins de gelo importados pelo Brasil após a segunda guerra mundial sob o governo de Gaspar Dutra. Ao se concentrar na funcionalidade que essas cláusulas apresentam interna e externamente na companhia, percebe-se que elas são harmônicas e funcionais com a trajetória brasileira e com a realidade atual. Pode-se pensar nessas cláusulas como mais uma ferramenta no cinto de utilidades do controlador, apesar de se questionar se, de fato, o acionista controlador sabe operacionalizar a cláusula. Nesse sentido, este trabalho espera poder contribuir para a compreensão tanto da dinâmica de poder interna à companhia como na compreensão do caminho institucional brasileiro.

## REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, Pedro H. Os Impactos Econômicos da CPMF: Teoria e Evidência. In: **Finanças Públicas: VI Prêmio Tesouro Nacional**, p. 251-276, 2001.

AMBROZINI, M. A.; PIMENTA JÚNIOR, T.; GAIO, L. E. As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o Takeover Hostil . **Revista de Administração IMED**, v. 5, n. 1, p. 59-69, 2015.

AOKI, M. Endogenizing institutions and institutional change. **Journal of Institutional Economics**, v. 3, n. 1, p. 1- 31, 2007.

AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva. **Poison Pills e gerenciamento de resultados: um estudo das companhias listadas na B3**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Ciências Contábeis. Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2018.

AZEVEDO, Y. P.; NAKAO, S. H. The influence of poison pills on executive compensation. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 39 - 61, dez. 2019.

BALDENIUS, T. Delegated Investment Decisions and Private Benefits of Control. **The Accounting Review**, v. 78, n. 4, p. 909 - 930, 2003.

BARCLAY, M. J.; HOLDERNESS, C. G. Private Benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 2, p. 371 - 395, 1989.

B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **Revisão dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em 14 de jul. 2020.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento do Novo Mercado: Revisão de 2017, Segunda Fase da Audiência Pública**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020.

B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **Revisão dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem**. <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em 19 jul. 2020.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Somos Educação. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 25 de mai 2020.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Ultrapar. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/)>

atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm>. Acesso em: 25 de mai 2020.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Rogerio Tostes Lima - TIM. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 25 de mai 2020.

B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **Ações: positivo tecnologia S.A.** Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em 26 jul. 2020.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulação de Emissores: Revisão de 2017**; audiência pública, Laurence Beltrão Gomes - Renner. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020.

B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **Regulação de Emissores: revisa de 2017**; audiência pública, Somos Educação. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em 25 mai. 2020.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Minuta do Regulamento de Listagem do Novo Mercado elaborada pela BM&FBovespa**: audiência restrita: 07 de julho a 08 de setembro de 2010. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/revisao-dos-regulamentos-dos-segmentos-especiais-de-listagem.htm)>. Acesso em: 24 de mai 2020.

B3 - Brasil, Bolsa e Balcão. **O que é free-float?** Disponível em: <<http://vemprabolsa.com.br/2017/03/29/o-que-e-free-float/>>. Acesso em 21 jul. 2020.

BEBCHUCK, Lucian Arie.; ROE, Mark J. . A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, v. 52, n. 1 p. 127-170, 1999.

BERLE; Adolf A; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**, 2 ed., São Paulo, Nova Cultural, 1987.

BEZERRA, Gustavo de Carvalho Zaramba. **Poison Pills pétreas: uma análise dos efeitos do parecer de orientação CVM nº 36/2009 e das cláusulas obrigatórias dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA**. Monografia (graduação) - Fundação Getúlio Vargas, 2016.

BOIANOVSKY, M.; MONASTERIO, L. O encontro entre Douglass North e Celso Furtado em 1961 : visões alternativas sobre a economia nordestina. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 72, n. 3, p. 275-291, ago. 2018. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/72601>>. Acesso em: 21 Abr. 2020.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. O acordo de acionistas como instrumento da política de fomento do BNDES: o pólo de Camaçari. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.14, n.28 , p. 55-92, dez. 2007.

BRAGA, João Paulo Almeida. **Estratégias defensivas em contexto nacional e comportamentos acionistas das empresas em situação de OPA**. Dissertação (Mestrado) - Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto, 2015.

BRITO, Ney O.; PORTELA, Haroldo S.. Mercados acionários: sua conceituação e a nova lei das sociedades anônimas. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo , v. 16, n. 5, p. 21-28, out. 1976.

CABALLERO, G. SOTO-OÑATE, D. The diversity and rapprochement of theories of institutional change: original institutionalism and new institutional economics. **Journal of Economic Issues**. v.49, n. 4, p. 947 - 977, dez. 2015.

CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática: alguns aspectos de sua legalidade. Em: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.) **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin. 2009.

CAIXE, Daniel Ferreira.; KRAUTER, Elizabeth. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle e o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142–153, 2013. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/cbdv.200490137/abstract>>.

CEREZETTI, S. C. N. Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: a look at the Pitfalls of the Brazilian Takeover Private Regulation. **The International Lawyer, Chicago**, v. 46, n. 4, p. 959-985, 2013.

CCR S.A., **Estatuto Social de 16 de abril de 2018**. Disponível em <[http://ri.ccr.com.br/wp-content/uploads/sites/28/2017/11/CCRO3-Estatuto-Social\\_160418\\_port.pdf](http://ri.ccr.com.br/wp-content/uploads/sites/28/2017/11/CCRO3-Estatuto-Social_160418_port.pdf)>. Acesso em 17 de ago. 2019.

CRAVEIRO, Mariana Conti. **Pactos Parassociais Patrimoniais: elementos para sua interpretação no direito societário brasileiro**. Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, 2012. Disponível em: <[https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-18112016-113723/publico/Tese\\_final\\_para\\_digital\\_Mariana\\_Conti\\_Craveiro.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-18112016-113723/publico/Tese_final_para_digital_Mariana_Conti_Craveiro.pdf)> Acesso em 14 jul. 2020.

COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014, p. 123 - 273.

CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. Uma avaliação da agenda de pesquisa da Escola institucionalista Original. n: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho;



FERNÁNDEZ, Ramón García (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017.

COSTA, L. **The Perfect Pill: a small innovation that transformed corporate takeovers**. Disponível em: < [http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa\\_costa\\_marapr05.msp](http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp)>. Acesso em: 26 ago 2019.

CVM. **Memorando, Dir. Marcos Barbosa Pinto e Dir. Otávio Yazbek**, 14/04/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0005/6491-0.pdf>>. Acesso em: 19 jul. 2020.

CVM. **Instrução CVM 361**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html>>. Acesso em: 19 jul 2020.

CVM. **Parecer de Orientação CVM 36**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>. Acesso em: 19 jul 2020.

DA SILVA, André Luiz Carvalhal. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348 - 361, dez. 2004.

DE CARVALHO, G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, v. 4, n. 3, p. 595 - 632, 2000.

DE CARVALHO, G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, v. 4, n. 3, p. 595 - 632, 2000.

DENZAU, A. T.; NORTH, D. C.. Shared Mental Models: Ideologies and Institutions. **Kyklos**, v. 47, n.1 , p. 3 - 31, 1994.

DEQUECH, David. O conceito de Instituições e algumas Tipologias. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón García (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017.

DOMINGUES, Rita Alcântara. A perspectiva institucional e a geografia economica. **Mercator (Fortaleza)**, Fortaleza , v. 14, n. 2, p. 7-13, Aug. 2015.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The journal of finance**, v. 59, n. 2, p. 537 - 600, abr. 2004.

EDELMAN, Paul H.; THOMAS, Randall S. Selectica Resets the trigger on the poison pill: where should the Delaware courts go next?. **Indiana Law Journal**, v. 87, n. 3, p. 1087 - 1142, 2012.

ESTADOS UNIDOS. Supreme Court of Delaware. **MORAN v. Household International, Inc.** 500 A.2d 1346 (1985). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/500-a-2d-1346-1.html>>. Acesso em: 18 jul. 2020.

ESTADOS UNIDOS. Supreme Court of Delaware. **REVLON Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.** Disponível em: <<https://h2o.law.harvard.edu/cases/2967>>. Acesso em 18 jul. 2020.

ESTADOS UNIDOS. Supreme Court of Delaware. **UNOCAL v. Mesa Petroleum Co.** 493 A.2d 946 (1985). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/493-a-2d-946-9.html>>. Acesso em: 18 jul. 2020.

EVANS, Peter. Além da "Monocultura Institucional": instituições, capacidades e o desenvolvimento deliberativo. **Sociologias**, Porto Alegre, n. 9, p. 20-63, Jan. 2003.

FAMÁ, Rubens. RIBEIRO, Ramon Martinez. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro o novo mercado **Revista de Administração**, São Paulo v.37, n.1, p.29-38, jan. 2002.

FLIGSTEIN, Neil. Habilidade Social e Teoria dos Campos. In: MARTES, Ana Cristina Braga. **Redes e Sociologia Econômica**. São Carlos: Editora UFSCAR, 2014.

FRANCISCO, André Marques; BORGES, Fernanda de Fátima; MADUREIRA, Maiara. Análise Jurídica das Chamadas Poison Pills Brasileiras. Em: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi. (Coord). **Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Case & Material**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

FREEMAN, R. E.; GILBERT, D. R.; JACOBSON, C. The ethics of greenmail. **Journal of Business Ethics**, v. 6, p.165–178, 1987.

GELMAN, Marina; CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach de; SEIDLER, Valentin. Efeitos da Vinculação de Conselheiros ao acordo de acionistas. **RAE - Revista de Administração de empresas**, São Paulo, v. 55, n. 3, p. 345-358, 2015.

GEORGE, Vitor. **A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar Projetos de Pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GORGA, Érica. **As Poison Pills americanas e as supostas Poison Pills brasileiras**. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI67358,61044-As+poison+pills+americanas+e+as+supostas+poison+pills+brasileiras>>. Acesso em: 14 jul. 2020.

GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership?** Disponível em: <<https://scholarship.law.cornell.edu/facpub/1581/>>. Acesso em 21 ago 2019.

GORGA, Érica. Corporate control and governance after a decade from 'Novo Mercado': changes in ownership structures and shareholder power in Brazil. In: Jennifer G. Hill; Randall S. Thomas. (Org.). **Research Handbook on Shareholder Power**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2015.

GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.309-326, dez. 2004.

GRANOVETTER, Mark. Acho Econômica e Estrutura Social: O problema da Imersão. In: MARTES, Ana Cristina Braga. **Redes e Sociologia Econômica**. São Carlos: Editora UFSCAR, 2014.

GREIF, Avner; KINGSTON, Christopher. Institutions: Rules or Equilibria? In: CABALLERO, Gonzalo; SCHOFIELD, Norman (org). **Political Economy of Institutions, Democracy and Voting**. Springer, 2011.

GREIF, Avner; MOKYR, Joel. Cognitive rules, institutions, and economic growth: Douglass North and beyond. **Journal of Institutional Economics**, v. 13, n. 1, p. 25 - 52, 2016.

GRUNDFEST, Joseph. A minimalist strategy for dealing with barbarians inside the gate. **Law Review**, v. 45, n. 4, p. 857-937, 1993.

HALL, P. ; TAYLOR, R. Political science and the three new institutionalisms. **Political Studies**, v. 44, n. 5, p. 936 - 957, 1996.

HAMILTON, Walton H. A abordagem institucional para a teoria econômica. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017.

HEARN, B. Institutional impact on the expropriation of private benefits of control in North Africa. **Research in Internetonal Business and Finance**, v. 30, p. 1 - 23, 2014.

HILL, Jennifer G. **Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance**. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1704745](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1704745)>. Acesso em: 14 jul. 2020.

HODGSON, Geoffrey M. A abordagem da economia institucional. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017.

HODGSON, Geoffrey M. O que são instituições?. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017, p. 121 - 158, p. 137.

IPEA. **A maior e mais ousada iniciativa do nacional-desenvolvimentismo**. Disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com\\_content&view=article&id=3297&catid=28&Itemid=39](https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=3297&catid=28&Itemid=39)>. Acesso em 17 de jun. 2020.

JBS S.A. **Estatuto Social**. Disponível em: <[https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/estatuto-codigos-e-politicascentral-de-downloads/9cfc77d9fdc22086d71253a70629b9dd3b19f425712f14b5035e8a4ee390cbda/estatuto\\_social.pdf](https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/estatuto-codigos-e-politicascentral-de-downloads/9cfc77d9fdc22086d71253a70629b9dd3b19f425712f14b5035e8a4ee390cbda/estatuto_social.pdf)>. Acesso em 23 jul. 2020.

KING, Gary; EPSTEIN, Lee. **Pesquisa empírica em Direito: as Regras de Inferência**. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/11444>>. Acesso em: 17 ago 2019.

KINGSTON, C.; CABALLERO, G. Comparing Theories of Institutional Change. **Journal of Institutional Economics**, v. 5, n. 2, p. 151 - 180, 2009.

KNIGHT, Jack; NORTH, Douglass. Explaining economic change, **Legal Theory**, v.3, p. 211 - 226, 1997.

LAWSON, Tony. The nature of heterodox economics, **Cambridge Journal of Economics**. v. 30, p. 483 - 505, dez. 2006.

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

LEME, Maria Carolina da Silva; MÁLAGA, Guillermo Tomás. **Miopia e Controle de Capital no Brasil**. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/12263?locale-attribute=en>>. Acesso em: 28 de mai 2020.

LEVINE, David M. et al. **Estatística: Teoria e Aplicações usando o Microsoft Excel em Português**. 6. ed. Rio de Janeiro: 2015.

LIGHT S.A.. **Estatuto social do dia 28.04.2020**. Disponível em: <<http://ri.light.com.br/governanca/acordos-estatutos-e-politicas/>>. Acesso em 06 jul. 2020

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls, and Professors: A Reply to Professor Gilson. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=398060](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=398060)>. Acesso em 14 de jul. 2020.

LOBO, Jorge. **Direitos dos Acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LOG COMMERCIAL PROPERTIES S.A. **Estatuto Social 17.04.2020**. Disponível em: <<https://ri.logcp.com.br/governanca-corporativa/estatuto-politicas-e-codigos/>>. Acesso em 06 jul. 2020.

MAESTRI, Hugo Cruz. Estudo Comparado sobre a Aplicabilidade das Poison pills no direito brasileiro e norte-americano. **Revista Direito em (Dis)Curso**, Londrina, v. 4, n. 1, p. 64- 73, jan. 2011.

MALATESTA, P. H.; WALKING, R. A. Poison pills securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, n. 20, p. 347-376, 1988.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos da Metodologia Científica**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MANNE, H. G. Mergers and the Market for Corporate Control. **The Journal of Political Economy**, v. 73, n. 2, p. 110 - 120, abr. 1965.

MARQUES, T. D. Á.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A Concentração Acionária No Brasil: Análise Dos Impactos No Desempenho, Valor E Risco Das Empresas. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100–133, 2015.

MAYHEW, Anne. O início do institucionalismo. In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017.

MCGOVERN, Patrick. Rational Choice Theory, the 'New Economic Sociology' and Functionalism. **Work Employment & Society**, v. 17, n. 4, p. 747 - 756, 2003.

M. DIAS BRANCO. **Histórico**. <<https://ri.mdiasbranco.com.br/a-companhia/historico/>>. Acesso em: 26 jul. 2020.

MEYER, J. ; ROWAN, B. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, sep. 1977.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 18. mai. 2020.

MOCHA, Marcelle Rigodanzo. **Poison Pills - Análise da sua aplicação nas sociedades anônimas brasileiras**. Monografia (graduação) - Universidade Federal do Paraná, 2015. 3 <<https://www.acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/42339/74.pdf?sequence=1>>. Acesso em 14 jul. 2020.

MONTEIRO, Marco Antônio Papera. **Um Estudo sobre a Utilização de "Poison Pill" no Brasil**. Dissertação (Mestrado) - Universidade Cândido Mendes, 2008.

MOREIRA, Terezinha. O processo de privatização mundial: tendências recentes e perspectivas para o Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 97 - 112, jun. 1994.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. Análise Prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos das companhias abertas brasileiras (*brazilian pills*). Em: SILVA, Alexandre Couto. **Direito Societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo, Editora Saraiva, 2013.

NEE, Vcitor. The New Institutionalism in Economics and Sociology. In: SMELSER, Neil. J.; SWEEDBERG, Richard (org). **The handbook of Economic Sociology**. Princeton University Press, 2005.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2010.

NELSON, R. Richard; WINTER, Sidney G. **An evolutionary theory of economic change**. Cambridge: Harvard University Press, 1982.

NELSON, Richard R. What enables rapid economic progress: what are the needed institutions? **Research Policy**, New York, v. 37, p. 1 - 11, 2008.

NEUBER, Alexander. Towards a political economy of transition in Eastern Europe. **Journal of International Development**, v. 5, n. 5, p. 511 - 530, 1993.

NOGUEROL, Luiz Paulo Ferreira. Metrôpoles diversas e colônias semelhantes - uma análise crítica da hipótese das transferências institucionais entre metrôpoles e colônias. **Nova econ.**, Belo Horizonte , v. 26, n. 2, p. 465-490, ago. 2016.

NORTH, Douglass C. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, v. 84, n. 3, p. 359 - 368, 1994.

NORTH, Douglass C. The Historical Evolution of Polities. **International Review of Law and Economics**. v. 14, p. 381 - 391, 1994.

NORTH, Douglass C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 5, n. 1, p. 97 - 112, jan. 1991.

NORTH, Douglass C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. São Paulo: Editora Três Estrelas, 2018.

OCDE. **Glossary of Statistical Terms: Market for Corporate Control**. Disponível em: <<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3255>> Acesso em 24 mai. de 2020.

OIOLI, Erik Frederico. **Anotações sobre o Regime de Aquisição do controle na lei das S.A.: o caso das companhias de capital disperso**. Disponível em: <<http://www.vbso.com.br/>>

wp-content/uploads/2017/01/Artigo-RDSVM-Anotações-sobre-regime-de-aquisição-e-transferência-de-controle-v2.pdf>. Acesso em 16 jul. 2020.

PAZ, Maria Jose. Institutional change and state-owned enterprises: reflections from the Petrobras case study, **Public Management Review**, v. 17, n. 6, p. 791 - 811, 2015.

PINTO, Marcos Barbosa; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304–324, 2013.

PORTULHAK; Henrique; THEISS, Viviane; KÜHL, Marcos Roberto; COLAUTO, Romulado Douglas. **Poison Pills e gerenciamento de resultados em companhias brasileiras que negociam na BM&FBovespa**. XVI Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2016.

PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro. Em: CASTRO, Rodrigo Monteiro; AZEVEDO, Luiz André. (Coord.) **Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. Quartier Latin, São Paulo, 2010.

PRADO, Viviane Muller. Grupos Societários: análise do modelo da lei 6.404/1976. **Revista Direito GV**, v. 1, n. 2, p. 5 - 28, 2005.

SAMPAIO, Ricardo Bruno Queiroz et al. A Governança e o Retorno das Ações de empresas de controle familiar e de controle não familiar no Brasil. **Revista de Gestão - REGE**, São Paulo, v. 21, n. 2, p. 219-234, abr. 2014.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4 ed. São Paulo, Editora Malheiros, 2015.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMA, Rubens. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51–66, 2010.

SCALZILLI, João Pedro. **Mercado de Capitais: ofertas hostis e técnicas de defesa**. São Paulo, Quarter Latin, 2015.

SHEPSLE, Kenneth. Studying institutions: some lessons from the rational choice approach. **Journal of Theoretical Politics**. v. 1, n. 2, p. 131 - 147, 1989, p. 134 - 135.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51–66, 2010, p. 58 - 59.

SHIGUEMATSU, Plínio. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. Em CASTRO, CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle das Companhias Abertas: a poison pill à brasileira**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2011.

SOUSA, E. F. de; GALDI, F. C. The relationship between equity ownership concentration and earnings quality: evidence from Brazil. **Revista de Administração**, v. 51, n. 4, p. 331–343, 2016, p. 336.

TISCINI, R.; RAOLI, E. Stock option plan practices in family firms: the idiosyncratic private benefits approach. **Journal of Family Business Strategy**, v. 4, n. 2, p. 93 - 105, 2013.

TOLEDO, Paulo. Poison Pill: modismo ou solução? Em: CASTRO, Rodrigo Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

VAZ, Ernesto Luís Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Poderes da Administração na Oferta Hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills). Em: FRANÇA, Novaes; AZEVEDO, Erasmo Valladão (coord.) **Direito Societário Contemporâneo I**, São Paulo: Quartier Latin, 2009.

VEBLEN, Thorstein B. Por que a economia não é uma ciência evolucionária? In: SALLES, Alexandre Ottoni Teatini; PESSALI, Huáscar Fialho; FERNÁNDEZ, Ramón Garcia (org.). **Economia Institucional**. São Paulo: Editora Unesp, 2017.

VELASCO JUNIOR, Licínio. Privatização: mitos e falsas percepções. In: GIAMBIAGI, Fabio; MOREIRA, Maurício Mesquita (Org). **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1999. p. 183-216.

VIEIRA, Jorge; MARTINS, Eliseu; FAVERO, Luiz Paulo Lopes. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 6-24, Aug. 2009. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772009000200002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772009000200002&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em 22 Aug. 2019.

YIN, Robert. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.

ZINGALES, L. The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience. **Review of Financial Studies**, v. 7, n. 1, p. 125 - 148, 1994.



**Anexo 01**

série histórica da quantidade de empresas sem cláusulas estatutárias por atingimento de participação relevante, sem as cláusulas estatutárias e total de companhias listadas no Novo Mercado

| <b>Ano</b> | <b>quantidade de empresas sem medidas defensivas</b> | <b>quantidade de empresas com medidas defensivas</b> | <b>quantidade total de empresas</b> |
|------------|--|--|-------------------------------------|
| 2000       | 1  | 0  | 1                                   |
| 2001       | 2  | 0  | 2                                   |
| 2002       | 4  | 0  | 4                                   |
| 2003       | 4  | 0  | 4                                   |
| 2004       | 5  | 3  | 8                                   |
| 2005       | 12   | 5  | 17                                  |
| 2006       | 20   | 20   | 40                                  |
| 2007       | 35   | 51   | 86                                  |
| 2008       | 41   | 51   | 92                                  |
| 2009       | 48   | 53   | 101                                 |
| 2010       | 50   | 58   | 108                                 |
| 2011       | 57   | 64   | 121                                 |
| 2012       | 61   | 66   | 127                                 |
| 2013       | 63   | 69   | 132                                 |
| 2014       | 65   | 66   | 131                                 |
| 2015       | 67   | 65   | 132                                 |
| 2016       | 69   | 60   | 129                                 |
| 2017       | 78   | 63   | 141                                 |
| 2018       | 83   | 62   | 145                                 |
| 2019       | 78   | 65   | 143                                 |
| 2020       | 78   | 67   | 145                                 |

**Anexo 02**

Série histórica da distribuição dos valores de gatilhos das cláusulas estatutárias

| <b>Ano</b> | <b>gatilho inferior a 20%</b> | <b>gatilho igual ou superior a 20% e inferior a 30%</b> | <b>gatilho igual ou superior a 30%</b> |
|------------|-------------------------------|---|--|
| 2000       | 0                             | 0   | 0                                      |
| 2001       | 0                             | 0   | 0                                      |
| 2002       | 0                             | 0   | 0                                      |
| 2003       | 0                             | 0   | 0                                      |
| 2004       | 3                             | 0   | 0                                      |
| 2005       | 5                             | 0   | 0                                      |
| 2006       | 10                            | 8   | 2                                      |
| 2007       | 22                            | 24  | 5                                      |
| 2008       | 23                            | 23  | 5                                      |
| 2009       | 24                            | 24  | 5                                      |
| 2010       | 24                            | 27  | 7                                      |
| 2011       | 21                            | 34  | 9                                      |
| 2012       | 19                            | 37  | 10                                     |
| 2013       | 19                            | 40  | 10                                     |
| 2014       | 19                            | 38  | 9                                      |
| 2015       | 17                            | 39  | 9                                      |
| 2016       | 15                            | 34  | 11                                     |
| 2017       | 14                            | 35  | 14                                     |
| 2018       | 14                            | 35  | 13                                     |
| 2019       | 12                            | 36  | 17                                     |
| 2020       | 12                            | 37  | 18                                     |

**Anexo 03**

Série histórica de cada companhia analisada





| Nome da Empresa                          | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011    | 2012 | 2013 | 2014 | 2015    | 2016   | 2017    | 2018   | 2019   | 2020   |     |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|------|------|------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|-----|
| BRF S.A.                                 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 20%  | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%     | 33,33% | 33,33%  | 33,33% | 33,33% | 33,33% |     |
| Brookfield Incorporações S.A.            | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | Saiu NM |        |         |        |        |        |     |
| Camargo correa S.A.                      | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | Saiu NM |      |      |      |         |        |         |        |        |        |     |
| Camil Alimentos S.A.                     | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -    | -    | -       | -      | X       | X      | X      | X      |     |
| CCR S.A.                                 | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X       | X      | X       | X      | 25%    | 25%    | 25% |
| CCX Carvão da Colombia S.A.              | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X       | X      | X       | X      | X      | X      | X   |
| C&A modas S.A.                           | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -    | -    | -       | -      | -       | -      | -      | X      | X   |
| Centro de Imagem e Diagnósticos .S. A.   | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -    | -    | -       | X      | X       | X      | X      | X      | X   |
| CETIP S.A.                               | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 15%  | 15%  | 15%     | 15%  | 15%  | 15%  | 15%     | 15%    | saiu NM |        |        |        |     |
| Cia Hering                               | -    | -    | -    | -    | -    | -    |      | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%     | 20%    | 20%     | 20%    | 20%    | 20%    | 20% |
| cia providencia                          | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | saiu NM |        |         |        |        |        |     |
| Cia Saneamento de Minas Gerais COPASA MG | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X       | X      | X       | X      | X      | X      | X   |
| Cielo S.A.                               | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X       | X      | X       | X      | X      | X      | X   |
| Companhia de Locação das Américas        | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | 25%  | 25%  | 25%  | 25%     | 25%    | 25%     | 20%    | 20%    | 20%    | 20% |









| Nome da Empresa                             | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010    | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |     |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| Hypera S.A.                                 | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X   |
| Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.   | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X   |
| Indústrias Romi S.A.                        | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 15%  | 15%  | 15%  | 15%     | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 30%  | 30% |
| Instituto Hermes Pardini S.A.               | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X   |
| International Meal Company Alimentação S.A. | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | 30%  | 30%  | 30% |
| Iochpe Maxion S.A.                          | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 15%  | 15%  | 15%     | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15% |
| IRB - Brasil resseguros S.A.                | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X   |
| JBS S.A.                                    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 10%  | 10%  | 10%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20% |
| JHSF Participações S.A.                     | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 15%  | 15%  | 15%  | 15%     | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15% |
| JSL S.A.                                    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 15%     | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | 15% |
| Klabin Segal S.A.                           | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 15%  | 15%  | 15%  | 15%  | saiu NM |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |     |
| Kroton Educacional S.A.                     | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X   |
| Light S.A.                                  | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | 40%  | 40%  | 40% |
| Linx S.A.                                   | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | 25%  | 25% |











| Nome da Empresa                  | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008    | 2009 | 2010    | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016    | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|------|---------|------|------|------|------|------|---------|------|------|------|------|
| Technos S.A.                     | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |      |         |      |         | 33%  | 33%  | 33%  | 33%  | 33%  | 33%     | 33%  | X    | X    | X    |
| Tecnisa S.A.                     | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 20%  | 20%     | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  |
| Tegma Gestão Logística S.A.      | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X       | X    | X       | X    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X    |
| Tempo Participações S.A.         | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 20%  | 20%     | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | saiu NM |      |      |      |      |
| Tenda S.A.                       | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 20%  | saiu NM | -    | -       | -    | -    | -    | -    | -    | -       | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| Terra Santa Agro S.A.            | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 10%  | 10%  | 10%     | 10%  | 10%     | 10%  | 30%  | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X    |
| Tim participações S.A.           | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -       | X    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X    |
| TIVIT S.A.                       | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | X    | saiu NM |      |      |      |      |      |         |      |      |      |      |
| TOTVS S.A.                       | -    | -    |      |      |      |      | 20%  | 20%  | 20%     | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  |
| TPI - Triunfo participações S.A. | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X       | X    | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  |
| Trisul S.A.                      | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 15%  | 15%     | 15%  | 15%     | 25%  | 25%  | 25%  | 25%  | 25%  | 25%     | 25%  | 25%  | 25%  | 25%  |
| Tupy S.A.                        | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -       | -    | -    | 30%  | 30%  | 30%  | 30%     | 30%  | 30%  | 30%  | 30%  |
| Ultrapar participações S.A.      | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -       | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%     | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  |
| Unicasa Industria de Móveis S.A. | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -       | -    | X    | X    | X    | X    | X       | X    | X    | X    | X    |
| Vale S.A.                        | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -    | -       | -    | -    | -    | -    | -    | -       | 25%  | 25%  | 25%  | 25%  |



| Nome da Empresa                           | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Valid Soluções S.A.                       | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 35%  | 35%  | 35%  |
| Via Varejo S.A.                           | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    |
| Vivara S.A.                               | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    |
| Viver Incorporadora e Construtora S.A.    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    |
| Vulcabras/Azaleia S.A.                    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    |
| Weg S.A.                                  | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    | X    |
| Wiz Soluções e Corretagem de Seguros S.A. | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  | 20%  |