

**BRUNO HAACK VILAR**

**A regra dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. e  
a possibilidade de abuso do poder de controle em companhias**

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo

2017

**BRUNO HAACK VILAR**

**A regra dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. e  
a possibilidade de abuso do poder de controle em companhias**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob orientação do Prof. Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo

2017

Catálogo da Publicação  
Serviço de Biblioteca e Documentação  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

---

Vilar, Bruno Haack

A regra dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A.  
e a possibilidade de abuso do poder de controle em  
companhias / Bruno Haack Vilar ; orientador Paulo  
Fernando Campos Salles de Toledo -- São Paulo, 2017.  
265

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em  
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,  
Universidade de São Paulo, 2017.

1. Sociedade por ações. 2. Poder de controle. 3.  
Abuso do poder de controle. 4. Acordos de  
acionistas. 5. Oi S.A. I. Toledo, Paulo Fernando  
Campos Salles de, orient. II. Título.

---

Se aprendi algo com esta tese, foi que viver é mais que realizar. Nos três anos em que me dediquei a ela, muito privei-me do convívio com minha esposa Renata e meu filho Ulisses, e a vida privou-me de meu avô Milton. Dedico este trabalho a eles.

## AGRADECIMENTOS

O ser humano é por natureza um animal social, dizia Aristóteles<sup>1</sup>, e assim devo tudo o que realizei a aqueles que me cercam – mas a alguns mais que a outros, e a essas pessoas que ocuparam um espaço próprio em minha vida gostaria de dirigir meus agradecimentos.

A Renata e Ulisses, pelo amor e por terem me ensinado a amar;

a Gerson, Cristina e Cassiano, pelo amor, carinho, cuidado, dedicação e compreensão;

a Milton (*in memoriam*), Genesi, Carlos e Clecy, pelo amor, o incondicional suporte e pelos valores que me transmitiram;

a Milton Filho, Silvana e Maria Eduarda e, por meio deles, a toda minha família, pelo amor e estima;

a Paulo F. C. S. de Toledo, pela atenciosa orientação; a Peter W. Ashton, por ter aberto a mim o caminho da pós-graduação; a Gerson L. C. Branco, por ter me incentivado a percorrê-lo; e aos demais professores da UFRGS e USP que me serviram e servem de exemplo;

aos amigos novos e antigos, àqueles que continuam próximos e àqueles que, pelas contingências da vida, encontram-se hoje distantes – pois ninguém há de querer viver sem amigos, mesmo tendo todo o resto (também já dizia Aristóteles<sup>2</sup>);

aos colegas com quem convivi no Grupo de Estudos em Filosofia e Direito Privado da UFRGS, entre 2003 e 2006; Grupo de Assessoria Jurídica e Popular da UFRGS, entre 2003 e 2005; Centro Acadêmico André da Rocha, em 2005; e no inominado grupo de estudos coordenado pelo Prof. Cássio Machado Cavalli, em 2006 – foi o prazer de sua companhia e o saber que comigo compartilharam que me impulsionaram à vida acadêmica;

aos demais colegas das Faculdades de Direito da UFRGS e USP, pelo aprendizado conjunto;

aos companheiros de Gerson Branco Advogados, Lobo & Ibeas Advogados e Lobo & de Rizzo Advogados,

meu muito obrigado.

---

1 *Política*, 1253a3.

2 *Ética a Nicômaco*, 1155a5.

Someone who has a particular virtue does actions because they fall under certain descriptions and avoids other because they fall under other descriptions (Bernard Williams, *Ethics and the Limits of Philosophy*)

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
<b>I. PODER DE CONTROLE: DEFINIÇÕES CONCEITUAIS.....</b>	<b>16</b>
<b>I.1. Uma genealogia do controle.....</b>	<b>16</b>
<b>I.2. Precisões conceituais.....</b>	<b>18</b>
<b>I.3. Controlador na Lei das S.A.....</b>	<b>23</b>
<i>I.3.1. Permanência.....</i>	<i>24</i>
<i>I.3.2. Titularidade da maioria dos votos e eleição dos administradores.....</i>	<i>25</i>
<i>I.3.3. Uso efetivo do poder.....</i>	<i>27</i>
<b>I.4. Controle conjunto.....</b>	<b>28</b>
<b>I.5. Acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle.....</b>	<b>31</b>
<i>I.5.1. Propósito do acordo.....</i>	<i>32</i>
<i>I.5.2. Disposições sobre exercício do direito de voto.....</i>	<i>33</i>
<i>I.5.3. Disposições sobre os órgãos de administração.....</i>	<i>35</i>
<i>I.5.4. Disposições sobre a circulação de ações.....</i>	<i>37</i>
<b>I.6. Estudos empíricos: o caso Oi.....</b>	<b>37</b>
<i>I.6.1. Acordo LF.....</i>	<i>39</i>
<i>I.6.2. Acordo AG.....</i>	<i>41</i>
<i>I.6.3. Reuniões conjuntas AG/LF/PT Tel.....</i>	<i>41</i>
<i>I.6.4. Acordo do Bloco.....</i>	<i>45</i>
<i>I.6.5. Acordo AG/LF/FATL.....</i>	<i>46</i>
<i>I.6.6. Acordo Telemar Geral.....</i>	<i>47</i>
<b>II. PODER DE CONTROLE: LIMITES.....</b>	<b>55</b>
<b>II.1. Estrutura normativa dos limites do poder de controle.....</b>	<b>55</b>
<b>II.2. Direito estadunidense.....</b>	<b>61</b>
<i>II.2.1. Transações entre controladores e controladas.....</i>	<i>62</i>
<i>II.2.2. Usurpação de oportunidades.....</i>	<i>65</i>
<i>II.2.3. Transferência do controle.....</i>	<i>67</i>
<i>II.2.4. Freeze outs.....</i>	<i>69</i>
<b>II.3. Direito britânico.....</b>	<b>75</b>
<i>II.3.1. Deliberações com efeitos sobre a sociedade.....</i>	<i>76</i>
<i>II.3.2. Deliberações sem efeitos sobre a sociedade.....</i>	<i>79</i>

II.3.3. <i>Squeeze out</i> .....	80
II.3.4. <i>Schemes of arrangements (“planos de acordo”)</i> .....	82
II.3.5. <i>Ratificação de atos do board</i> .....	83
II.3.6. <i>Unfair prejudice (“prejuízo inequitativo”)</i> .....	84
II.3.7. <i>Shadow directors (“directors ocultos”)</i> .....	90
<b>II.4. A norma dos arts. 116, Parágrafo Único e 117 da Lei das S.A.....</b>	<b>90</b>
II.4.1. <i>O conceito de abuso</i> .....	93
II.4.2. <i>Abuso e finalidade do poder de controle</i> .....	94
II.4.3. <i>Função e interesse social</i> .....	96
II.4.4. <i>Lealdade e discricionariedade do controlador</i> .....	101
<b>II.5. Um paralelo com a economia: benefícios privados do controle.....</b>	<b>111</b>
<b>II.6. Caso Oi.....</b>	<b>114</b>
II.6.1. <i>Contextualização</i> .....	114
II.6.2. <i>Anúncio da Operação</i> .....	115
II.6.3. <i>Primeiras Controvérsias</i> .....	120
II.6.4. <i>Atos preparatórios para o aumento de capital</i> .....	128
II.6.5. <i>Desenlace</i> .....	138
II.6.6. <i>Conclusão parcial</i> .....	142
II.6.7. <i>Capitalização: análise econômica</i> .....	146
II.6.7.A. <i>MARGEM BRUTA</i> .....	148
II.6.7.B. <i>MARGEM OPERACIONAL</i> .....	149
II.6.7.C. <i>TURNOVER</i> .....	151
II.6.7.D. <i>RETORNO SOBRE ATIVO (ROA)</i> .....	152
II.6.7.E. <i>EBIT/ATIVO</i> .....	153
II.6.7.F. <i>EBITDA/ATIVO</i> .....	154
II.6.7.G. <i>CONCLUSÃO</i> .....	155
<b>III. AS NORMAS DO ART. 118, §§ 8º E 9º.....</b>	<b>157</b>
<b>III.1. Efeitos.....</b>	<b>158</b>
<b>III.2. Natureza.....</b>	<b>162</b>
III.2.1. <i>§ 8º: Múnus</i> .....	162
III.2.2. <i>§ 9º: Representação</i> .....	164
<b>III.3. Notas de direito estrangeiro.....</b>	<b>167</b>



III.3.1. <i>Direito estadunidense</i> .....	167
III.3.2. <i>Direito britânico</i> .....	177
<b>III.4. Limites da aplicação do art. 118, §§ 8º e 9º</b> .....	<b>184</b>
III.4.1. <i>Lei e estatuto</i> .....	185
III.4.2. <i>Exercício do direito de voto</i> .....	189
III.4.3. <i>Efeitos sobre os administradores</i> .....	194
III.4.3.A. CRÍTICA AOS POSSÍVEIS FUNDAMENTOS PARA A VINCULAÇÃO DOS ADMINISTRADORES AOS ACORDOS DE ACIONISTAS.....	194
III.4.3.B. INEXISTÊNCIA DE VINCULAÇÃO DOS ADMINISTRADORES PELOS ACORDOS DE ACIONISTAS.....	201
<b>III.5. Caso Oi</b> .....	<b>204</b>
III.5.1.A. A COOPERAÇÃO ENTRE OS ACIONISTAS DA TELEMAR NO ÂMBITO DA OPERAÇÃO.....	204
III.5.1.B. EXERCÍCIO IMAGINATIVO: PT TEL COMO “MAJORITÁRIA”.....	208
III.5.1.C. OS ADMINISTRADORES.....	212
III.5.1.D. <i>DE LEGE FERENDA</i> .....	214
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>217</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>220</b>
<b>FONTES</b> .....	<b>236</b>
<b>Legislação estrangeira e atos infralegais</b> .....	<b>236</b>
<b>Jurisprudência</b> .....	<b>237</b>
<b>Documentos</b> .....	<b>242</b>
<b>Websites</b> .....	<b>251</b>
<b>ANEXO I</b> .....	<b>252</b>
<b>ANEXO II</b> .....	<b>256</b>

## LISTA DE ABREVIATURAS<sup>3</sup>

Acervo PT Tel <i>Ex-Brasil</i>	Vide fl. 116
Acordantes Minoritários	Vide fl. 208 <sup>4</sup>
Acordo AG	Vide fl. 38
Acordo AG/LF/FATL	Vide fl. 38
Acordo do Bloco	Vide fl. 38
Acordo LF	Vide fl. 38
Acordo Telemar Geral	Vide fl. 38
Acordos AG/LF	Vide fl. 38
Aditivo ao Acordo AF/LF/FATL	Vide fl. 38
Aditivo ao Acordo Telemar Geral	Vide fl. 38
BGB	<i>Bürgerliches Gesetzbuch</i> (Código Civil Alemão)
Capitalização	Vide fl. 114
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do Ministério da Fazenda
Código Civil	Lei n. 11.406, de 10 de janeiro de 2002
Constituição Federal	Constituição de República Federativa do Brasil de 1988
Contax	Vide fl. 48
Controladas Relevantes	Vide fl. 40
CorpCo	Vide fl. 114
CTX	Vide fl. 48
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
<i>D&amp;O</i>	<i>Directors &amp; Officers</i>
DFP	Vide fl. 146

---

3 O Anexo I contém a lista de abreviaturas dos nomes das sociedades citadas ao longo do trabalho. Todas as definições contidas no Anexo I são também repetidas (quando necessário) no corpo do texto, de forma a reduzir a necessidade de consulta a dito anexo.

4 Esta definição é válida *apenas para a alínea III.5.1.b.*

<i>EBIT</i>	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i> (Lucro Antes dos Juros e Impostos – LAJI)
<i>EBITDA</i>	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização – LAJIDA)
Hipótese	Vide fl. 146 <sup>5</sup>
ITR	Vide fl. 146
Lei das S.A.	Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Matérias Qualificadas	Vide fl. 42
<i>MOU</i>	Vide fl. 115
Negócios Africanos	Vide fl. 147
Negócios Europeus	Vide fl. 148
Operação	Vide fl. 114
Preço/Lucro	Vide fl. 146
<i>ROA</i>	Vide fl. 111
S.A.	Sociedade anônima (ou companhia, ou sociedade por ações)
<i>SEC</i>	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SEP	Superintendência de Relações com Empresas da CVM
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais
TIM	Vide fl. 146
Vivo	Vide fl. 146

---

5 Esta definição é válida *apenas para a subseção II.6.7.*

## RESUMO

VILAR, Bruno Haack. *A regra dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. e a possibilidade de abuso do poder de controle em companhias*. 2017. 265 fls. Tese de Doutorado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2017.

Esta tese trata do abuso do poder em companhias sob controle conjunto formado a partir da celebração de acordo de acionistas e o exercício das prerrogativas conferidas pelo art. 118, §§ 8º e 9º da Lei das S.A. aos acordantes e aos presidentes da assembleia geral e órgãos colegiados de administração da companhia. Seu objetivo precípua é contribuir para a delimitação do risco de que tais prerrogativas sejam utilizadas para a prática de atos ilícitos. O tema é investigado dogmática e empiricamente – neste segundo caso, mediante um estudo de caso da capitalização de Oi S.A., realizada em 2014. No Capítulo I caracterizam-se o poder de controle conjunto e o acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle. No Capítulo II, analisa-se o abuso do poder de controle, tanto no direito estrangeiro (escolhidos como paradigmas de análise os Estados Unidos da América e Reino Unido da Grã-Bretanha e Irlanda do Norte), quanto no brasileiro, e relaciona-se tal conceito ao de benefícios privados do controle (ou *tunneling*), desenvolvido por economistas. Por fim, no Capítulo III analisam-se as normas do art. 118, §§ 8º e 9º da Lei das S.A. Em cada um dos capítulos a análise dogmática é seguida de estudos empíricos que visam a aplicar os conceitos desenvolvidos ao caso estudado. Ao final, conclui-se que somente sob circunstâncias específicas os direitos e deveres decorrentes dos §§ 8º e 9º do art. 118 podem servir de instrumento ao abuso do poder de controle – quando não houver incentivos para que os acordantes cheguem a uma solução negociada, evitando os conflitos que levariam à aplicação de tais dispositivos.

Palavras-chave: sociedade por ações, poder de controle, abuso do poder de controle, acordos de acionistas, Oi S.A., estudo de caso.

## ABSTRACT

VILAR, Bruno Haack. *The rule in §§ 8<sup>th</sup> and 9<sup>th</sup> of Section 118 of the Companies Act and the possibility of abuse by controlling shareholders*. 2017. 265 sheets. Doctoral Thesis – Faculty of Law, University of São Paulo, 2017.

This thesis addresses the abuse of control power by controlling shareholders in companies under joint control based on a shareholders' agreement and the use of the faculties granted by Section 118, §§ 8<sup>th</sup> and 9<sup>th</sup> to the parties to shareholders' agreement and the chairmen of the general meeting and boards of the company. Its main objective is to contribute to delimitation of the risk of use of such faculties for the practice of illicit acts. The theme is analysed both dogmatically and empirically – in the latter case, via a case study of the capitalization of Oi S.A., which took place in 2014. In Chapter I joint control and shareholders' agreements for the exercise of control power are defined. In Chapter II, the abuse of control power is examined, both in foreign law (chosen analytical paradigms are the United States of America and the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland), and in Brazilian law, and said concept is related to that of private benefits of control (or tunneling), as developed by economists. Finally, in Chapter III the rules of Section 118, §§ 8<sup>th</sup> and 9<sup>th</sup> of the Companies Act are reviewed. In each chapter dogmatic analysis is followed by empirical studies which aim at applying the concepts developed to the case studied. By the end, it is concluded that only under specific circumstances the rights and duties arising from §§ 8<sup>th</sup> and 9<sup>th</sup> of Section 118 may work as instruments for the abuse of control power – whenever there are no incentives for the parties to the shareholders' agreement to reach a negotiated solution, avoiding the conflicts that would lead to employment of said provisions.

Key words: company, control power, abuse of control power, shareholders' agreements, Oi S.A., case study.

## RIASSUNTO

VILAR, Bruno Haack. *La Regola dell'Articolo 118, §§ 8ª e 9ª della Legge Azionaria e la Possibilità di Abuso del Potere di Controllo*. 265 fogli. Tesi di Dottorato – Facoltà di Giurisprudenza, Università di São Paulo, 2017.

La presente tesi ha come oggetto di ricerca l'abuso del potere nelle società per azioni sotto controllo congiunto basato sulla stipulazione di un patto parasociale nonché l'esercizio delle prerogative conferite dall'art. 118, §§ 8º e 9º, della legge azionaria brasiliana ai sottoscrittori di suddetti accordi e al presidente della assemblea generale e degli organi gestionali collegiali delle società per azioni. L'obiettivo principale della ricerca è contribuire per la delimitazione del rischio che le menzionate prerogative siano utilizzate come strumento per la pratica di atti illeciti. Il tema è affrontato in modo dogmatico e empirico – e, in questa seconda ipotesi, tramite l'analisi di un caso concreto, ovvero l'aumento del capitale sociale di Oi S.A., portato a termine nel 2014. Nel primo capitolo, vengono definiti il potere di controllo congiunto ed il patto parasociale avente ad oggetto l'esercizio del potere di controllo. Nel capitolo II, si compie un'analisi dell'abuso del potere di controllo, sia nel diritto estero (scelti come punti di riferimento della ricerca gli Stati Uniti ed il Regno Unito) sia nel diritto brasiliano, creandosi una relazione tra tale concetto e quello di beneficio privato estratto dalla posizione di controllo (detto tunnelling), sviluppato dagli economisti. Infine, nel capitolo III, sono analizzate le norme di cui all'art. 118, §§ 8º e 9º, della legge azionaria brasiliana. In ciascuno dei capitoli, succedono alla valutazione dogmatica gli studi empirici, volti ad applicare alla fattispecie sotto analisi i concetti sviluppati. Nella parte finale, si conclude che unicamente sotto condizioni specifiche i diritti e doveri conseguenti i §§ 8º e 9º dell'art. 118 possono servire come strumento per l'abuso del potere di controllo – quando non siano presenti gli incentivi per una soluzione negoziata tra i sottoscrittori del patto parasociale, in grado di evitare l'applicazione delle norme in esame.

Parole chiave: società per azioni, potere di controllo, abuso del potere di controllo, patti parasociale, Oi S.A., caso di studio.

## INTRODUÇÃO

A Lei n. 10.303 de 2001 modificou de forma tão ampla e profunda a Lei das S.A. que chegou a ser chamada de nova Lei das S.A.<sup>6</sup>. Foram modificados 45 artigos e introduzidos outros 4 – o que representa mais de 15% da Lei n. 6.404, tal como atualmente em vigor. Muitas das alterações promovidas tiveram impacto profundo sobre as companhias brasileiras – como aquelas relativas a ações preferenciais (art. 117), eleição de administradores por voto em separado (art. 141) e oferta pública de aquisição por alienação do poder de controle (art. 254-A).

Este trabalho propõe-se a estudar uma das modificações promovidas pela Lei n. 10.303 na Lei das S.A.: a adição dos §§ 8º e 9º ao art. 118, que trata dos acordos de acionistas. Não foram poucos os que já se dedicaram à mesma empreitada, e a diversidade de manifestações revelou uma diversidade de opiniões – alguns a defender a plena eficácia dos citados dispositivos, outros a sustentar a necessidade de conciliar-se sua aplicação com distintos preceitos da disciplina das companhias.

Passados quase 15 anos desde que a “nova” Lei das S.A. entrou em vigor, certos aspectos do art. 118, §§ 8º e 9º continuam sendo objeto de divergência entre seus intérpretes. Subjacente a esta querela parece estar o receio de certos partícipes do debate de que os poderes conferidos pelo art. 118, §§ 8º e 9º aos presidentes da assembleia e órgãos colegiados de administração da companhia e aos acordantes sejam utilizados para promover a prática de atos ilícitos. Em tese, um acordante que se visse diante da oportunidade de obter uma vantagem indevida às custas da companhia ou dos acionistas minoritários poderia invocar os citados dispositivos para exercer os direitos de votos de titularidade de outro acordante (ou um administrador indicado por este outro acordante e eleito nos termos do acordo), e com isso obter sucesso em sua intenção ilícita. Contribuir para a mensuração deste risco é o objetivo precípuo deste trabalho.

Para que a busca de tal objetivo não se dispersasse, decidiu-se por orientá-la a partir de um determinado tipo de conduta ilícita. O direito brasileiro divide a disciplina da conduta de acionistas e administradores em diversos institutos – abuso do poder de controle, abuso do direito de voto, conflito de interesses e deveres dos administradores, para nomear apenas os mais abrangentes. Sendo assim, são igualmente variados os atos ilícitos que podem ser praticados por acionistas e administradores. Seria excessivamente pretensioso propor-se a verificar como os §§ 8º e 9º afetam a prática de cada um desses

6 Título de obra publicada por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik em 2002.

tipos de ilícito. Optou-se pelo abuso do poder de controle por ser a conduta antijurídica capaz de afetar a sociedade da forma mais expressiva.

As conexões entre estes dois elementos cuja correlação forma o tema da pesquisa – as normas do art. 118, §§ 8º e 9º e o abuso do poder de controle – se estabelecem em pelo menos dois níveis: um puramente jurídico, passível de investigação dogmática; e outro prático, cuja apreensão requer uma investigação empírica. Mas essa não é uma divisão ontológica, e sim analítica, pois o direito não pode ser isolado da realidade. Por isso, este trabalho integra métodos dogmáticos e empíricos, em um esforço para compreender de forma integrada as relações entre o abuso do poder de controle e o art. 118, §§ 8º e 9º.

A pesquisa está dividida em três capítulos: o primeiro dedicado ao poder de controle; o segundo, ao abuso de tal poder; e o terceiro, aos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. Cada capítulo inclui tantas seções de análise dogmática quanto exigidas pelo tema, e uma seção de análise empírica. Nesta última, adotou-se o método do estudo de caso, que, segundo Robert Yin, caracteriza-se por (i) investigar um fenômeno contemporâneo de forma aprofundada e inserida em seu contexto, especialmente quando os limites entre fenômeno e contexto não são claros; (ii) lidar com a dificuldade técnica de haver mais variáveis de interesse que fontes de dados; (iii) basear-se em múltiplas fontes de evidência, triangulando dados; e (iv) beneficiar-se de desenvolvimentos teóricos anteriores<sup>7</sup>. O caso escolhido como objeto de estudo foi a capitalização da Oi S.A. mediante aporte em moeda corrente e certo patrimônio de propriedade de Portugal Telecom, SGPS, S.A.<sup>8</sup>, anunciada em outubro de 2013 e finalizada em maio de 2014.

A opção pelo caso objeto de estudo decorre de envolver companhia aberta (sobre a qual, portanto, há volume considerável de informações disponível), sujeita a controle conjunto constituído por acordo de acionistas; e por apresentar indícios de abuso do poder de controle em uma análise preliminar<sup>9</sup>.

---

7 No original: “A case study is an empirical inquiry that (i) investigates a contemporary phenomenon in depth and within its real-life context, especially when (ii) the boundaries between phenomenon and context are not clearly evident. [...] The case study inquiry (i) copes with the technically distinctive situation in which there will be many more variables of interest than data points, and as one result (ii) relies on multiple sources of evidence, with data needing to converge in a triangulating fashion, and as another result (iii) benefits from the prior development of theoretical propositions to guide data collection and analysis” (R. YIN, *Case study research...*, posições 634 e ss. da edição para Kindle).

8 Atualmente denominada Pharol SGPS, S.A.

9 Não só a operação foi duramente criticada à época por investidores e minoritários, resultando em dois processos administrativos, quanto recentemente a CVM reabriu a análise do caso para analisar especificamente a hipótese de ocorrência de abuso do poder de controle (vide M. DURÃO, *CVM investiga abuso...*).



O método, por sua vez, justifica-se pelas características do caso. O abuso, especialmente quando praticado por um grupo de controle (quando faz-se necessário considerar as dinâmicas internas do grupo), não pode ser isolado das atividades da empresa ou relações societárias. Ele também é notoriamente difícil de ser demonstrado, devido à assimetria de informações entre controladores e o público em geral, exigindo a busca de múltiplas fontes de dados e sua correlação. Além disso, há riqueza de desenvolvimentos teóricos sobre a matéria, capazes de orientar a pesquisa.

O leitor notará o recurso, em especial nos capítulos II e III, a estudos e teorias e econômicas. À primeira vista, poderia parecer que isso implica a filiação do autor à corrente de pensamento denominada *direito e economia*, ou *law and economics*, capitaneada pelo juiz estadunidense Richard Posner. De fato o autor entende importante que os juristas, e em especial os comercialistas, atentem para as contribuições da economia, e levem-nas em consideração em seus estudos. Mas a perspectiva adotada não é aquela da Posner, que erige a eficiência econômica ao critério último para a análise das normas jurídicas.

Ronald Coase, em *The Problem of Social Costs*, afirma que “o raciocínio empregado pelos tribunais na determinação de direitos legais com frequência parecerá estranho para um economista, pois muitos fatores determinantes das decisões são, para um economista, irrelevantes”<sup>10</sup>. Esses outros fatores são componentes imprescindíveis na busca pela decisão justa e correta, e por isso os ensinamentos da economia devem ser um dentre vários aspectos a serem considerados ao analisarem-se normas jurídicas.

Ao final do trabalho, espera-se ter aperfeiçoado a compreensão dos efeitos da disciplina brasileira dos acordos de acionistas sobre a prática de atos ilícitos pelos acordantes.

---

10 “The reasoning employed by the courts in determining legal rights will often seem strange to an economist because many of the factors on which the decision turns are, to an economist, irrelevant” (R. COASE, *The Problem of Social Costs*, p. 9).

## I. PODER DE CONTROLE: DEFINIÇÕES CONCEITUAIS

O poder de controle não decorre de uma regra jurídica da mesma forma que o direito de exigir uma indenização por danos sofridos em decorrência de um ato ilícito decorre do art. 5º, V da Constituição Federal e arts. 186, 187 e 927 do Código Civil. Não há uma norma que o constitua ou tutele; ele decorre de uma situação fática – na hipótese mais simples, a propriedade de a metade mais uma das ações emitidas por uma determinada sociedade<sup>11</sup>.

Por não ser um construto originalmente jurídico, sua compreensão exigiu o labor de grandes juristas. Neste capítulo pretende-se sintetizar o conhecimento construído por esses investigadores. Seu objetivo é formar as bases para que se possa abordar o tema do próximo capítulo (o abuso do poder de controle) com a necessária densidade.

### I.1. Uma genealogia do controle

Talvez tenham sido Berle e Means, em *The Modern Corporation and Private Property*, os primeiros a utilizarem a expressão *controle* para designar a autoridade soberana sobre o patrimônio de uma sociedade – o que o autor se permite imaginar devido ao fato de ela ser frequentemente usadas entre aspas nessa obra<sup>12</sup>, como um neologismo.

Como ensina Comparato, a etimologia da palavra encontra-se no francês *contrerole*, traduzível por contrarrol – uma lista dúplice, que permite verificar inconsistências, como o sistema contábil de partidas dobradas<sup>13</sup>. Um sentido que a palavra ainda guarda, mas que quase se esvanece quando a expressão é usada na esfera do direito societário, em que ela adquire precipuamente uma conotação de poder ou domínio.

Não seria surpreendente se realmente Berle e Means tivessem sido os primeiros a utilizar a palavra nesse contexto e com esse sentido, pois eles foram pioneiros na investigação do fenômeno da separação entre propriedade e gestão dos meios de produção, ponto de partida da reflexão sobre o poder nas sociedades comerciais.

É característico dessa separação o surgimento de duas formas de propriedade sobre os meios de produção: uma *passiva*, impessoal, líquida e consistente na expectativa à

---

11 É nesse sentido que Lamy Filho e Bulhões Pedreira afirmam que “esse poder é de fato, e não de direito: cada ação confere apenas o direito (ou poder jurídico) de um voto, e o controle nasce do fato da formação do bloco de controle” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *A Lei das S.A.*..., v. 1, p. 66).

12 A. A. BERLE; G. C. MEANS, *The Modern Corporation...*, *passim*.

13 F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, pp. 27–28.

percepção de uma renda; e outra *ativa*, subjetivamente definida, de liquidez muito inferior à outra e consistente no domínio sobre uma empresa<sup>14</sup>.

Não é fortuita essa cisão, mas decorrente da necessidade de concentração de capitais. O aumento de escala do processo produtivo, iniciado ainda no medievo<sup>15</sup> e intensificado durante a revolução industrial, exigiu igual aumento de investimentos, que já não podiam mais ser suportados por um único empreendedor ou pequeno grupo de empreendedores. Esses se viram então obrigados a admitir à sociedade terceiros alheios a

- 
- 14 Vide os seguintes trechos de A. A. BERLE; G. C. MEANS, *The Modern Corporation...* (encontrados, respectivamente, nas pp. 250, 304 e 306): “[...] if property is to become liquid it must not only be separated from responsibility [pela produção] but it must become impersonal [...]. The separation of ownership from management and control in the corporate system has performed this essential step in securing liquidity. It is the management and “control” which is now wedded to the physical property”; “*Passive property* – specifically, shares of stock or bonds, – gives its possessor an interest in an enterprise but gives them practically no control over it, and involves no responsibility. *Active property*, – plant, good will, organization, and so forth which make up the actual enterprise, – is controlled by individuals who, almost invariably, have only minor ownership interests in it”; e “To the holder of passive property, the stockholder, wealth consists, not of tangible goods, – factories, railroad stations, machinery, – but of a bundle of expectations which have a market value and which, if held, may bring an income and, if sold in the market, may give him power to obtain some other form of wealth. To the possessor of active property, – the “control” – wealth means a great enterprise which he dominates, an enterprise whose value is for the most part composed of the organized relationship of tangible properties, the existence of a functioning organization of workers and the existence of a functioning body of consumers”. Em tradução livre: “[...] se a propriedade pretende se tornar líquida, ela precisa não apenas ser separada da responsabilidade [pela produção], mas também se tornar impessoal. [...] A separação da propriedade da gestão e controle no sistema societário deu esse passo essencial para assegurar a liquidez. É a gestão e “controle” que estão agora unidos à propriedade física”; “*Propriedade passiva* – especificamente, participações no capital ou dívida –, confere a seu detentor um interesse sobre a empresa, mas não lhe confere praticamente nenhum controle sobre ela, e não envolve nenhuma responsabilidade. *Propriedade ativa* – fábrica, aviamento, organização e tudo o mais que compõe a real empresa –, é controlada por indivíduos que, quase invariavelmente, detêm uma pequena parcela de sua propriedade”; e “Para o detentor da propriedade passiva, o acionista, a riqueza consiste não em bens tangíveis – fábricas, estações de trem, maquinário –, mas em um conjunto de expectativas que têm um valor de mercado e que, quando detidas, podem proporcionar uma renda e, se vendidas no mercado, podem lhe conferir o poder de obter um outro tipo de renda. Para o detentor da propriedade ativa – o “controle” –, riqueza significa um grande empreendimento, que ele domina, um empreendimento cujo valor é majoritariamente composto pela relação organizada de bens tangíveis, a existência de uma organização funcional de trabalhadores e a existência de um conjunto funcional de consumidores”. Todas as traduções constantes deste trabalho foram feitas de forma livre pelo autor.
- 15 Embora as companhias coloniais sejam frequentemente lembradas como um marco nesse processo de acumulação do capital (e especialmente a Companhia das Índias Orientais holandesa, como em T. ASCARELLI, *Princípios e problemas...*, p. 452), não se deve olvidar, p.e., as *comperae* e *maonae* citadas por Goldschmidt (L. GOLDSCHMIDT, *Storia Universale...*, p. 230), ou as *kluxen*, títulos de participação emitidos por certas minas (F. BRAUDEL, *Civilização material, economia e capitalismo...*, p. 388). Verdadeiros precursores das grandes companhias, esses empreendimentos já recorreriam à poupança de terceiros alheios a sua operação para seu financiamento.

seus negócios – os *investidores* –, sob pena de serem desbancados por seus concorrentes<sup>16-17</sup>.

Isso colocou os empreendedores em uma nova posição: eles já não eram mais gestores do *seu* empreendimento, mas do empreendimento de uma coletividade, por vezes sem rosto. Com isso sua posição condensou-se em um cargo, um centro de competência cuja função é orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais<sup>18</sup>. Ao ocupante desse cargo a lei brasileira denomina *controlador*<sup>19</sup>.

## I.2. Preciões conceituais

A essa mudança de situação sócio-econômica corresponde uma mudança de situação jurídica. Os direitos e deveres do controlador ou controladores de uma sociedade de cujo capital participam investidores são, ao menos em parte, diferentes daqueles do empresário individual ou grupo de co-empresários.

- 16 “À medida que o processo de desenvolvimento econômico mudava a escala da empresa e a obrigava a crescer, para sobreviver, capitais sempre maiores precisavam ser mobilizados e o antigo "dono" – o empresário individual ou familiar – viu-se constrangido a abrir a sociedade, admitir novos sócios, quaisquer que fossem as conseqüências (inclusive perda de controle) porque seriam elas sempre melhores que a sanção da ineficiência, ou da incapacidade, que era a morte, ou seja, a falência” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *A Lei das S.A...*, v. 1, p. 145).
- 17 É um equívoco pensar que os recursos necessários para ampliar a escala dos empreendimentos produtivos poderiam ter sido obtidos contraindo-se apenas dívida. Fama e Jensen demonstram que a separação entre propriedade e controle é eficiente quando houver economias de escala na produção que (I) só possam ser capturadas mediante uma estrutura hierárquica complexa de decisões que exijam habilidades especializadas; (II) gerem riscos elevados para os investidores; e (III) exijam investimentos elevados para a aquisição de ativos de risco e para a remuneração dos agentes integrados na organização (E. FAMA; M. C. JENSEN, *Agency Problems...*, *passim*). Nessas condições, mutuantes (A) cobrariam juros elevados, o que tornaria o crédito caro e o endividamento, arriscado; ou mesmo (B) se recusariam a fornecer capital, quando o risco fosse considerado proibitivo.
- 18 “Na economia da nova sociedade anônima, o controlador se afirma como seu mais recente órgão, ou, se preferir a explicação funcional do mecanismo societário, como o titular de um novo cargo social. Cargo, em sua mais vasta acepção jurídica, designa um centro de competência, envolvendo uma ou mais funções. O reconhecimento de um cargo, em qualquer tipo de organização, faz-se pela definição de funções próprias e necessárias. Ora, tais funções existem vinculadas à pessoa do controlador, pelo menos do acionista controlador. No vigente direito acionário brasileiro, elas podem resumir-se no poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais, ou, como se diz no art. 116, alínea b, da Lei nº 6.404/76, no poder de “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da companhia” (com o reconhecimento implícito de que o acionista controlador é um dos órgãos da companhia)” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 141-142).
- 19 O conceito do art. 116 da Lei das S.A. certamente não exclui do conceito de *controlador* os acionistas que detenham 100% do capital da sociedade. Mas aquele que se encontra nessa posição está livre de uma série de preocupações – essencialmente, tudo que diga respeito a relações com acionistas minoritários. Por essa razão, sua caracterização como controlador só é relevante nas relações *extra corporis* – para determinar sua responsabilidade por dívidas tributárias no caso de atos ilícitos, por exemplo; *não há relações societárias a serem mediadas pela disciplina do controle*. Do ponto de vista da disciplina de tais relações – que é aquele adotado neste trabalho –, portanto, o detentor de 100% das ações de uma companhia é uma espécie exótica.

Por um lado, o controlador não perdeu os poderes de disposição sobre os bens da empresa. A ele continuou cabendo decidir em última instância sobre seu gravame, alienação, consumo, etc., da mesma forma que lhe cabia fazê-lo quando era (direta ou indiretamente) um empresário individual. Daí afirmar Comparato que “o controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário” e que “controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica”<sup>20-21</sup>.

De uma perspectiva mais estrutural, Lamy Filho e Bulhões Pedreira afirmam que “controle é a capacidade de causar, determinar ou alterar a ação dos órgãos da companhia, é o poder político na sociedade, no sentido de poder supremo da sua estrutura interna, que compreende a capacidade de alocar e distribuir poder nessa estrutura”<sup>22</sup>. Já para Ferri, de maneira mais direta, “controle de uma sociedade por outra significa, substancialmente, que a ação da sociedade controlada pode ser concretamente determinada pela sociedade ou ente controlador”<sup>23</sup>.

---

20 F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 124.

21 Tratando do exercício dos direitos de propriedade pelas entidades associativas (conceito que inclui sociedades e associações), Schmidt afirma que “*Propriedade orgânica*, portanto, só pode significar que a associação proprietária está sob efetivo controle de seus órgãos e é detentora de seus bens, e que sua vontade enquanto proprietária é determinada por tais órgãos. O órgão não é ele mesmo proprietário. Ele é por alguns categorizado como semelhante a um detentor. Isso leva a conclusões corretas, mas não se enquadra adequadamente no conceito atributivo do § 855 do BGB. O detentor é uma pessoa diversa do proprietário, que “no que respeita à coisa” deve seguir as instruções deste. O órgão pode apontar detentores, mas não é ele mesmo um detentor, e sim repositário da vontade associativa e assim também da vontade relativa à propriedade. O órgão, por meio da disposição sobre os bens e da vontade relativa à propriedade, substancia as relações de propriedade da associação” (K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, p. 266-267). No original: “*Organbesitz* kann im Ergebnis nur bedeuten, daß der Verband Besitzer der in der tatsächlichen Gewalt seiner Organe und Besitzdiener befindlichen Sachen ist und daß sein Besitzwille von den Organen ausgeübt wird. Das Organ selbst ist nicht Besitzer. Es wird von manchen als besitzdienerähnliche Person eingeordnet. Das führt zwar zu richtigen Ergebnissen, aber der Zurechnungsgedanke des § 855 BGB paßt gerade nicht. Der Besitzdiener ist eine vom Besitzherrn bestimmte Person, die die "sich auf die Sache beziehenden Weisungen" des Besitzherrn Folge zu leisten hat. Das Organ kann Besitzdiener bestellen, ist aber nicht selbst Besitzdiener, sonder selbst Träger des Verbandswillens und damit auch des Besitzwillens. Das Organ begründet durch Sachherrschaft und Besitzwillen den Besitz des Verbands”. O que diferencia o controlador dos demais órgãos societários é que sua capacidade para determinar a vontade da sociedade e dispor sobre seus bens é virtualmente ilimitada, o que permite compará-lo a um proprietário – e não a um detentor, como o faz Schmidt, certamente pensando nos órgãos intermediários das associações, como conselhos e a diretoria.

22 A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *A Lei das S.A...*, v. 1, p. 66.

23 G. FERRI, *La Società*, p. 702.

É na assembleia geral que se legitima o exercício desse poder, como bem indica o art. 116, *a* da Lei das S.A.<sup>24</sup>. Como se afirmou logo acima<sup>25</sup>, a maneira mais óbvia de garantir-se essa legitimação é pela propriedade de a metade mais uma das ações. Mas Berle e Means demonstram que há outras formas de obter-se o mesmo efeito – p.e., mediante mecanismos jurídicos, como a constituição de grupo econômico com estrutura piramidal, emissão de ações sem direito a voto ou concentração de ações em um *trust*<sup>26</sup>.

Por vezes a adoção de um expediente dessa natureza não é sequer necessária. A propriedade de um número expressivo de ações com direito a voto, mas ainda assim inferior à maioria absoluta do capital votante, aliada à habitual ausência dos demais acionistas ao conclave e à falta de um bloco rival igualmente expressivo, pode ser suficiente para garantir que os atos do controlador serão legitimados pela assembleia. É possível obter-se igual resultado com a total pulverização da propriedade do capital votante, que tem como um de seus efeitos esperados a habitual ausência dos acionistas à assembleia, o que por sua vez oportuniza sua manipulação pelos administradores. É o chamado controle gerencial ou administrativo<sup>27</sup>.

Comparato tece certos comentários a respeito dessa taxonomia proposta por Berle e Means, alguns dos quais especialmente pertinentes no contexto desta pesquisa. O professor paulistano lembra que o controle majoritário “pode não ser constituído por um único acionista, nem se apresentar, necessariamente, como um grupo monolítico de interesses”. Quando duas ou mais pessoas associem interesses para o exercício do controle, ter-se-ia o controle conjunto, ou por associação<sup>28</sup>. Ele também discorda de que o controle constituído por meio de mecanismos jurídicos seja uma espécie própria, exceto quando formado a partir de um *trust*, que seria de fato particular por dissociar a fruição da propriedade do exercício dos direitos dela decorrentes<sup>29</sup>.

---

24 Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; [...]

25 Fl. 16.

26 A. A. BERLE; G. C. MEANS, *The Modern Corporation...*, pp. 67 e ss.

27 Deixamos de citar o controle com a propriedade completa ou quase completa das ações por ser de pouco interesse para este trabalho, e também por estar implícita na primeira etapa da hipotética genealogia do controle desenvolvida na seção I.1.

28 F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 63.

29 F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 64.

Em qualquer hipótese, a legitimação do controle pela assembleia é meramente formal<sup>30</sup>. Como afirma Wiedemann, em situações de maioria estável (ainda que essa maioria não o seja em sentido próprio, *i.e.*, no caso de controle minoritário ou mesmo gerencial), não há autêntica deliberação colegiada: o controlador decide solitariamente e impõe sua decisão aos demais<sup>31</sup>.

Mas essa vinculação entre assembleia e controle, ainda que de certa forma protocolar, não é acidental. No direito brasileiro a assembleia é o órgão soberano da sociedade<sup>32</sup>, competente para “decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”, como dispõe o art. 121 da Lei das S.A. Nessas condições, não se poderia encontrar em outro foro o

---

30 “O controle manifesta-se através dos poderes decisórios da assembleia de acionistas como necessária legitimação do seu exercício. Mas essa legitimação é meramente formal ou procedimental” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 39). No mesmo sentido, Lamy Filho e Bulhões Pedreira: “A formação do bloco de controle modifica de fato – e de modo importante – a estrutura de poder na companhia: o poder político, que cabia aos acionistas durante as reuniões da Assembléia Geral, passa a ser exercido de modo permanente – pelo acionista controlador; e os administradores ficam subordinados a esse acionista, que exerce – de fato – a função de dirigente supremo, ainda que não ocupe cargo dos órgãos da administração, e pode tomar decisões sobre os negócios da companhia independentemente da reunião da Assembléia Geral porque tem a segurança de que serão formalmente ratificadas pelo órgão social” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *A Lei das S.A...*, v. 1, p. 66).

31 “Sobald sich die Kapital- und damit die Stimmenmehrheit in einer Hand oder im Besitz einer stabilen Gruppe befinden, hat dies zur Folge, daß der Abstimmungsprozeß seinen Sinn verliert. [...] Bei stabilen Mehrheitsverhältnissen verbürgt das Beschlußergebnis jedoch sowenig eine Richtigkeitschance wie das In-Sich-Geschäft oder der diktierte Vertrag: der herrschend Gesellschafter beschließt nicht, sondern ordnet an” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 406). Em tradução livre: “Tão logo o capital e com ele a maioria dos votos encontra-se nas mãos de um indivíduo ou sob propriedade de um grupo estável, o resultado é que o processo de votação perde seu sentido. [...] No entanto, em situações de maioria estável o resultado da deliberação seguramente tem uma possibilidade de correção tão só equivalente àquela do negociante individual ou do contrato ditado: o sócio dominante não delibera, mas determina”.

32 Nesse sentido vide LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, *Convalidação e revogação...*, p. 1331; e C. A. DA S. LOBO, *Reflexões Sobre a Responsabilidade...*, p. 42, *inter alia*.

*locus* próprio do poder de controle, que igualmente se caracteriza por ser soberano, além de originário, uno e geral<sup>33-34</sup>.

Essas qualidades o distinguem da administração. Corsi define esta última como “uma atividade finalisticamente orientada, precisamente definida e circunscrita pela própria finalidade”<sup>35</sup>. Nisso ela não se diferencia do exercício do poder de controle, como se verá mais adiante<sup>36</sup>. Mas a administração não é soberana, e sim “vinculada à realização de uma finalidade posta *por outro*”; “os valores perseguidos são externos à administração”<sup>37</sup>. No seio das companhias, esse *outro*, que estabelece os fins e valores que orientarão os administradores, são os acionistas – ou, dito de forma mais realista, o controlador.

Disso conclui-se que tampouco é originária a administração. Que ela não é uma, a prática da nomeação de diversos administradores, cada um com iguais e concorrentes poderes, demonstra.

---

33 “Não é mister invocar aqui o *distinguo* escolástico entre essência e existência, ou as explicações kantianas sobre a forma e o conteúdo dos fenômenos, para mostrar o erro dos que se recusam a aproximar as diferentes manifestações do poder de controle em torno do sentido fundamental de dominação soberana, pouco importando que essa dominação seja exercida de fato ou de direito, isto é, legitimada ou não por institutos ou normas próprias do sistema jurídico. Trata-se, em qualquer hipótese, de um poder originário, uno ou exclusivo e geral. Originário porque não deriva de outro, nem se funda em nenhum outro, interna ou externamente. Uno ou exclusivo, porque não admite concorrentes, pela sua própria natureza. Geral porque se exerce em todos os campos e setores, sem encontrar nem admitir domínios reservados, por parte dos órgão societários. E muito embora não seja ilimitado, qualidade que muitos autores, aliás, denegam à soberania política, é forçoso reconhecer que a evolução do direito, até bem pouco tempo, foi no sentido da progressiva supressão dos limites do controle” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 49).

34 É provável, quiçá indiscutível, que à luz de outros ordenamentos jurídicos essas considerações sobre a vinculação entre poder de controle e assembleia, assim como o caráter soberano e geral daquele, precisariam ser reavaliadas. Nos sistemas estadunidense, britânico e alemão (neste último especialmente quando aplicável o sistema da codeterminação, ou *Mitbestimmung*), os poderes da assembleia (e portanto também aqueles dos que determinam seu agir) não poderiam ser considerados soberanos e gerais sem ressalvas, tendo em vista que eles encontram relevantes limites nos poderes do *board of directors* ou *Aufsichtsrat*, conforme aplicável. Isso ocorre principalmente porque (i) os poderes da assembleia de acionistas nas companhias anglo-saxãs e teutônicas são bem mais reduzidos do que aqueles das assembleias brasileiras, e em contrapartida os poderes do *board of directors* e *Aufsichtsrat* são mais amplos e não podem ser avocados pela assembleia; e (ii) os *directors* e membros do *Aufsichtsrat* têm maior proteção contra a exoneração *ad nutum*, o que lhes confere maior autonomia. Todo o aqui afirmado sobre o poder de controle nas companhias brasileiras não é, portanto, necessariamente extensível a outros países.

35 “una attività finalisticamente orientata, definita e circoscritta appunto dalla propria finalità” (F. CORSI, *Il concetto di amministrazione...*, p. 117).

36 Fl. 94 e ss., abaixo.

37 “come caratteristica dell'attività di amministrazione, l'essere questa vincolata alla realizzazione di finalità poste da altri”; e “i valori perseguiti sono esterni all'amministrazione e che altrettanto si può dire per i mezzi utilizzati nel suo svolgimento” (F. CORSI, *Il concetto di amministrazione...*, pp. 115 e 117).



E que ela não é geral, se conclui a partir da ilustração ao conceito oferecida por Comparato<sup>38</sup>, pois há domínios que lhes são excluídos e reservados a outros órgãos societários (nomeadamente, a assembleia geral). Cabe à administração unicamente (e mesmo assim sob a autoridade do controlador) o exercício do poder empresarial, *i.e.*, a direção da empresa, sendo-lhe alheia a direção da sociedade<sup>39</sup>.

### **I.3. Controlador na Lei das S.A.**

De acordo com a Lei das S.A., é acionista controlador a pessoa ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que (a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O primeiro elemento do conceito que merece a atenção (considerando o objeto desta pesquisa) é a referência à possibilidade do exercício do controle por um grupo de controle constituído a partir de um acordo de acionistas. Esse conceito impõe certos desafios, alguns dos quais serão enfrentados nesta seção, e outros mais adiante<sup>40</sup>.

A partir dos requisitos estabelecidos pela Lei das S.A., é possível seguir depurando o conceito de controlador para os fins do direito das companhias brasileiro. Considerando o objeto deste trabalho e deste capítulo, três desses requisitos se sobressaem: (A) permanência; (B) titularidade de direitos de sócio que assegurem maioria dos votos em assembleia e eleição da maioria dos administradores; e (C) uso efetivo do poder. Tratar-se-á deles nessa ordem.

---

38 Vide nota de rodapé n. 609, abaixo.

39 O poder empresarial é a “capacidade de causar, determinar ou alterar a atividade da empresa – assim interna (produção de bens econômicos) como externa (participação nos mercados de serviços, produtos e bens financeiros)” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *A Lei das S.A...*, v. 1, p. 64). O controlador o exerce apenas indiretamente, mediante a direção dos administradores.

40 Seção I.4.

### *I.3.1. Permanência*

Ao tratar da permanência, é frequentemente lembrada<sup>41</sup> a já revogada Resolução n. 401 de 1976 do Conselho Monetário Nacional, cuja alínea IV estabelecia que nas companhias em que nenhum acionista ou grupo de acionistas possuísse maioria absoluta do capital votante, considerava-se controlador aquele que houvesse disposto da maioria absoluta dos votos nas três mais recentes assembleias gerais.

Mas uma interpretação da Lei das S.A. construída a partir desse regulamento é no mínimo incompleta, pois não adiciona nada à compreensão dos casos em que o controlador ou grupo de controle disponha da maioria absoluta do capital votante. Mais útil para compreender a exigência da lei é a ideia de *estabilidade*, evidenciada por Laura Patella<sup>42</sup>. Não é imprescindível que o controle se prolongue no tempo<sup>43</sup>, mas é necessário que ele seja firme, sólido; sem essa qualidade, não poderá ser exercido plenamente. Arrisca-se dizer que é o que tinham em mente Lamy Filho e Bulhões Pedreira, para quem a exigência de permanência “exclui do conceito de acionista controlador os titulares de direito de voto que formam eventualmente a maioria nas deliberações de uma ou algumas reuniões da Assembléia Geral”<sup>44</sup>. Essa *eventualidade* a que se referem os autores do anteprojeto da Lei das S.A. não é uma questão temporal, mas de casualidade e inconsistência. Wiedemann, ao tratar da proteção da minoria no seio do direito associativo, contrasta as associações em que se forma uma maioria a cada deliberação a aquelas em que a maioria dos votos é

---

41 Vide, p.e., N. L. EIZIRIK, *A Lei das S.A...*, v. I, p. 669.

42 L. A. PATELLA, *Controle conjunto...*, p. 57 e ss.

43 Como afirma Comparato, “preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 86).

44 A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, §§ 229-245, p. 816.

detida por uma pessoa ou grupo estável<sup>45</sup>. Nestas identifica-se o controle, mas não naquelas.

A partir dessa ideia explica-se também o controle majoritário, estável por natureza: é impossível formar-se outra maioria absoluta do capital votante sem o consentimento do controlador. Já para que o controle minoritário se estabilize é necessário recorrer-se a expediente legais (como acordos de acionistas) ou contar com o absentismo dos demais (como supõe a alínea IV da Resolução n. 401 do Conselho Monetário Nacional).

### *1.3.2. Titularidade da maioria dos votos e eleição dos administradores*

Como a hipótese de controle minoritário deixa claro, a exigência de titularidade da maioria dos votos em assembleia para a caracterização do controle é relativa, e não absoluta. Já a exigência adicional do poder de eleger a maioria dos administradores pode ser uma influência do direito anglo-saxão, como afirma Comparato<sup>46</sup>, mas é

45 “Man kann sich fragen, warum der Minderheitenschutz auch im Verbandsrecht Platz greifen soll, wo doch alle Mitglieder mit ihrem Beitritt gleiche Ziele verfolgen, also eine homogene Interessenschichtung anzutreffen ist, und die Unterwerfung unter den Mehrheitswillen bewußt vollzogen wird und durch Austritt rückgängig gemacht werden kann. Ein solcher Einwand ist zutreffend, wenn die genannten Voraussetzung vorliegen, wenn also in dem Verband jederzeit wechselnde Mehrheiten entscheiden und eine grundsätzliche Interessenhomogenität vorliegt. [...] “Sobald sich die Kapital- und damit die Stimmenmehrheit in einer Hand oder im Besitz einer stabilen Gruppe befinden, hat dies zur Folge, daß der Abstimmungsprozeß seinen Sinn verliert” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 406). Em tradução livre: “Pode-se perguntar por que a proteção das minorias deve ter lugar também no direito associativo, em que todos os participantes buscam os mesmos objetivos com sua adesão, e portanto há uma homogênea estratificação de interesses, e a submissão à vontade da maioria é realizada conscientemente e pode ser revertida com a retirada. Uma tal objeção é procedente quando os requisitos mencionados estão presentes; quando, portanto, formam-se na associação a cada momento diferentes maiorias, e há uma fundamental homogeneidade de interesses. [...] Tão logo o capital e com ele a maioria dos votos encontra-se nas mãos de um indivíduo ou sob propriedade de um grupo estável, o resultado é que o processo de votação perde seu sentido”. A parte final deste trecho foi citada também na nota de rodapé n. 31.

46 Nesse sentido, Comparato: “A exigência complementar do poder de eleger a maioria dos administradores da companhia tem como fonte provável o direito anglo-saxônico. No *Companies Act* britânico, de 1948, por exemplo, a relação de subsidiariedade de uma companhia a outra é marcada pelo fato de que uma é acionista da outra e “controla a composição do seu conselho de administração. De qualquer forma, tal exigência soa, à primeira vista, como redundante, para quem é titular de direitos de sócio que já lhe asseguram, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral. O que se teve em mente, aí, ao que parece, foi a possibilidade de ocorrência de um acordo de acionistas, pelo qual o majoritário concorda em ceder ao minoritário a maior parte dos cargos na administração social; ou a atribuição das chamadas “vantagens políticas” a classe de ações. Afigura-se nos discutível, no entanto, que esse poder de eleger a maioria dos administradores coincida com a essência do poder de controle. É verdade que, nas *companies* inglesas, a assembleia geral tem os poderes expressos nos estatutos e o *board* a competência residual, e que, nos Estados Unidos, os administradores têm até mesmo o poder de declarar dividendos. Mas, no direito brasileiro, a competência privativa dos administradores (arts. 142 e 144) não lhes dá o poder supremo na companhia, relativamente à assembleia geral” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, pp. 85–86).

verdadeiramente essencial, pois sem esse poder o controlador não conseguiria dirigir a administração – o que, como indica o art. 116, *b* da Lei das S.A., é característico do poder de controle.

Esses requisitos são úteis para a classificação dos acordos de voto. A doutrina tradicionalmente divide-os em duas subespécies: acordos de controle e de defesa da minoria<sup>47-48</sup>. Em alguns casos é fácil identificar se se está diante de um ou de outro: um acordo que constitua a maioria necessária para o exercício do controle e em que as participações das partes no capital votante sejam equilibradas será muito provavelmente um acordo de controle, enquanto um acordo firmado apenas entre minoritários ou entre o acionista detentor da maioria absoluta do capital votante e minoritários dificilmente *não* seria um acordo de defesa<sup>49</sup>.

Como é frequente em direito, as dificuldades surgem nos casos limítrofes. Para resolvê-los pode-se utilizar certos critérios, de que tratar-se-á na seção I.5. A esses pode-se acrescentar desde já o próprio conceito de controlador oferecido pela Lei das S.A. Caso um dos acordantes seja individualmente titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, é provável que se trate de um acordo de defesa, e não de controle.

---

47 Vide nesse sentido: C. BARBI FILHO, *Acordo de acionistas...*, p. 103. Curiosamente, no Brasil recebeu maior destaque o acordo de controle, a ponto de ser ele referido expressamente no *caput* do art. 118 da Lei das S.A. Em outros países, por outro lado, os acordos de acionistas são mais frequentemente lembrados como técnica de proteção da minoria. A título de exemplo, vide seu tratamento em P. DAVIES, *Introduction to Company Law...*, p. 4781 e ss. (edição para *Kindle*) e fl. 168 e ss. abaixo.

48 Carvalhosa distingue os *acordo de controle* dos *acordo de voto minoritário*, sustentando que estes não poderiam vincular os administradores, por ser esta prerrogativa exclusiva do controlador (M. CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, pp. 117 e ss.). Como fundamento para seu entendimento restritivo, Carvalhosa alega que “tal vinculação é instrumento específico e necessário ao exercício harmônico e uniforme do poder de controle, que visa o cumprimento e a implementação do **interesse social**” (p. 119), e por isso não seria lícito aos minoritários dispor sobre a administração. Mas esse argumento não impressiona, pois ao organizarem-se para defender seus interesses os minoritários podem servir ao interesse social – p.e., aprimorando a fiscalização do exercício do poder de controle. Não seria ilícito que os minoritários egessem administradores para esse fim e orientassem sua atuação. Ademais, a distinção estabelecida por Carvalhosa não encontra suporte na Lei das S.A., que não diferencia tipos de acordo ao estabelecer seus efeitos sobre os administradores.

49 Como afirma Motta, “sendo determinado acionista detentor, sozinho, de mais de 50% do capital votante, ele obviamente não precisa se juntar a outros, e formar um grupo, para exercer as prerrogativas do poder de controle. Investido na condição de titular da maioria absoluta do capital votante, está apto a desempenhar, com independência e autoridade, a chamada “soberania societária” (N. C. MOTTA, *Alienação do poder...*, p. 45). O autor afirma que um grupo de controle, nessas circunstância, seria uma “superfetação ociosa”; mais correto parece ser admitir de plano que não há grupo de controle.

### I.3.3. *Uso efetivo do poder*

Por fim, há a exigência de uso efetivo do poder para a direção das atividades sociais e orientação da administração. Na opinião de Comparato, seu preenchimento só seria exigido para a configuração do controle minoritário, pois o acionista majoritário não poderia eximir-se do exercício de seu poder; se o fizesse, estaria delegando o controle, e responderia por essa delegação<sup>50</sup>. Já para Lamy Filho e Bulhões Pedreira, o uso efetivo do poder é necessário para a caracterização do controle no caso de controladores pessoas físicas, mas deve ser presumido (supõe-se que *juris et de jure*) caso o hipotético controlador seja uma sociedade, pois “a sociedade existe para realizar seu objeto e, se este inclui a participação em companhias, ela exerce seus direitos de sócio”<sup>51</sup>.

Também este requisito pode servir para identificar a natureza de um acordo de acionistas e a estrutura do poder de controle<sup>52</sup>. Só há controle *conjunto* quando ele é efetivamente exercido por todos os membros do grupo, ou por um deles *em nome do grupo*. Quando apenas um membro do grupo efetivamente exerce o controle, e em nome próprio, o que se tem é um acordo de defesa entre controlador e minoritário<sup>53</sup>.

É interessante notar ainda que, ao fazer referência à orientação da administração, este requisito acena para a *verticalidade* do poder de controle. Berle e Means apontam que o controle pode ser exercido de três formas: (i) por meio do exercício dos direitos de acionista; (ii) por meio de influência sobre a administração; e (iii) por meio da prática de

---

50 “A exigência do uso efetivo do poder “para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” somente se compreende, como elemento integrante da definição do controlador, em se tratando de controle minoritário. Neste, com efeito, o titular de direitos de sócio que lhe assegurariam a preponderância nas deliberações sociais, em razão da dispersão acionária, pode manter-se ausente das assembleias gerais, perdendo com isto, de fato, o comando da empresa. Já no controle de tipo majoritário, porém, o desuso ou mau uso do poder não é elemento definidor do status, pois ainda que o controlador afete desinteressar-se dos negócios sociais, não pode arredar o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome, ou por delegação sua, o que a tanto equivale” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 87).

51 “a experiência mostra que há pessoas naturais que, embora sejam titulares da maioria dos votos, não exercem efetivamente o poder de controle, como no caso da viúva do empresário que o sucede na maioria dos direitos de voto mas deixa a administração da companhia entregue aos administradores profissionais em que o marido confiava, sem exercer efetivamente o poder de controle. Cabe destacar que a Lei não inclui esse requisito na definição de sociedade controladora, constante no § 2º do artigo 243, porque a sociedade existe para realizar seu objeto e, se este inclui a participação em companhias, ela exerce seus direitos de sócio” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, §§ 229-245, p. 817).

52 Estas reflexões foram suscitadas pela discussão encontrada em L. A. PATELLA, *Controle conjunto...*, p. 61.

53 Não se descarta, de pronto, a possibilidade de haver um *grupo* de controladores e um *grupo* de minoritários. Essa é uma situação mais complexa, e será ser explorada na seção I.4.

atos estranhos à companhia, mas que tenham efeitos sobre ela (como a venda do controle)<sup>54</sup>. Apesar de encontrar seu *locus* próprio na assembleia, o poder de controle a transcende, tanto no sentido interno (*i.e.*, da administração), quanto no externo. Em virtude de seu objeto, essa pesquisa ocupar-se-á precipuamente da internalização do poder de controle no seio da companhia, considerado particularmente perigoso por Wiedemann<sup>55</sup>.

#### I.4. Controle conjunto

Na seção I.3, fez-se referência em algumas passagens aos grupos de controle, cujas principais formas de constituição encontram-se elencadas no *caput* do art. 116 da Lei das S.A.: assinatura de acordo de acionistas ou subordinação dos controladores diretos a controle comum.

---

54 “Control” [...] may act in any one of three ways. First, it may influence or induce the directors in exercising the power of the corporation. Second, the “control” may, acting under its own legal right, perform certain corporate acts itself – such as, voting for directors, for amendments of the charter, or to ratify past acts of the directors. Third, the “control” may perform acts which nominally have nothing to do with the corporation, but which in fact gravely affect the fate of the enterprise. For instance, “control” may be sold” (A. A. BERLE; G. C. MEANS, *The Modern Corporation...*, p. 212). Em tradução livre: “Controle” [...] pode agir de qualquer dentre três formas. Primeiro, ele pode influenciar ou induzir os administradores no exercício dos poderes da companhia. Segundo, o “controle” pode, exercendo seus próprios direitos, praticar ele mesmo certos atos societários – tais como votar na eleição de administradores, pela modificação dos estatutos sociais ou pela ratificação de atos praticados pelos administradores. Terceiro, o “controle” pode praticar atos que nominalmente não tenham nada a ver com a companhia, mas que de fato afetam gravemente seu destino. Por exemplo, o “controle” pode ser vendido”.

55 “Die stärkste droht der Gesellschaft und der Minderheit der Teilhaber, wenn der beherrschende Gesellschafter seinen Einfluß auf die Geschäftsführung ausübt, um sie zu Maßnahmen zu verlassen, die ausschließlich ihn selbst begünstigen. Der Einfluß kann verschiedene Wege nehmen. Am einfachsten ist es, eine Personalunion zwischen Kapitalbesitz und Geschäftsführungs- oder Aufsichtsratsposten herzustellen, weil der Mehrheitsgesellschafter dann unmittelbar entscheiden kann, welche Interessen verfolgt werden. [...] Schließlich läßt sich ein informelles Kommunikationssystem zwischen beherrschendem Gesellschafter und Verwaltung aufbauen, das gewährleistet, daß in allen wichtigen Fragen zunächst die Ansichten und Wünsche der herrschenden Gesellschafter erkundet werden” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 438). Em tradução livre: “O que mais ameaça a companhia e a minoria dos acionistas, é quando o controlador exerce sua influência sobre a direção da empresa a fim de adotar medidas que favorecem exclusivamente a si próprio. A influência pode tomar diferentes caminhos. A maneira mais fácil é estabelecer uma união pessoal entre propriedade do capital e cargos de direção ou supervisão, pois o acionista majoritário pode então decidir diretamente quais interesses serão perseguidos. [...] Finalmente, permite construir-se um sistema de comunicação informal entre acionista controlador e administração, que garante que em todas as questões importantes as perspectivas e desejos do acionistas controlador sejam antecipadamente consultados”. *Aufsichtsrat* é o conselho de administração das companhias alemãs, ou, em tradução literal, *conselho de supervisão*. Daí ter-se optado por traduzir a expressão *Aufsichtsratsposten* por *cargos de supervisão*.

Ao controle exercido por um grupo de pessoas denomina-se tradicionalmente controle compartilhado ou conjunto<sup>56</sup>. Nesta pesquisa optou-se pela segunda dessas nomenclaturas, por entender-se que ela melhor reflete o fenômeno.

Há controle conjunto quando um grupo de pessoas exerce o controle de forma coletiva, como se uma única pessoa fossem<sup>57</sup>. Não há controle conjunto quando um acionista exerce o poder de controle individualmente, ainda que ele esteja de alguma forma vinculado a outros<sup>58</sup>. Nessas condições, eventual acordo de acionistas deve ser entendido como um acordo de defesa, como exposto nas subseções I.3.2 e I.3.3.

A plurissubjetividade do núcleo de controle não deve levar o observador a concluir que há diversos controladores<sup>59</sup>. Como ensina Comparato<sup>60</sup>, o poder de controle é uno, *i.e.*, não admite rivais. Daí a opção pelo adjetivo *conjunto* em detrimento de *compartilhado*: o controle em si não é dividido; o que seus titulares partilham é a participação no grupo controlador<sup>61</sup>.

Tampouco deve-se imaginar que possa haver um controlador dentre os controladores. Pode-se entreter essa hipótese, *p.e.*, sob as seguintes condições: (i) o grupo de controle foi constituído mediante acordo de voto; (ii) um dos componentes do grupo possui a maioria absoluta das ações com direito de voto quando consideradas apenas as

---

56 Conforme citado à fl. 20, Comparato usa também a expressão *controle por associação*, mas a doutrina não a utiliza com frequência.

57 “o grupo de controle exerce as prerrogativas e as responsabilidades que incumbem ao acionista controlador sempre de forma coletiva. Ou seja, as pessoas que o constituem agem e respondem como se fossem uma só pessoa, sem que cada uma, por si só, possa ser caracterizada como “acionista controlador” (LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, *Acordo de comando...*, p. 1309).

58 “apenas quando atuam em conjunto é que [as pessoas vinculadas através de acordo de acionistas] podem ser caracterizadas como “acionista controlador” (LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, *Acordo de comando...*, p. 1310).

59 No mesmo sentido: “o poder de controle é, por natureza, indivisível: cada sociedade tem, apenas, um controlador, ou não tem controlador. A noção de controle — como definida na lei, por duas vezes, supõe “o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” (art. 116) ou “direito de sócios que lhe assegurem (ao controlador) preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores” (art. 243, § 22). Em nenhum lugar se admitiu — nem haveria como fazê-lo — a existência de duas “maiorias”, nem de duas “preponderâncias” (A. LAMY FILHO, *O Poder de Controle...*, p. 189); e “É impossível imaginar a existência concorrente, numa mesma companhia, de dois acionistas controladores, um sendo parte integrante do outro. Em todo grupo de controle, a lei pressupõe sempre o exercício de um poder coletivo, tanto que entende que essa coletividade deva ser encarada como um único sujeito de direito — o acionista controlador. O poder de controle é, destarte, atributo do grupo, considerado coletivamente, e não dos seus componentes, isoladamente considerados” (LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, *Acordo de comando...*, pp. 1309–1310).

60 Vide fl. 22.

61 “Ou seja: no fundo não existe, em boa técnica, controle compartilhado, pois o controle, a hegemonia no comando da empresa, não é divisível. O que é partilhado é a participação no grupo que comanda a empresa, mas não o controle, que pertence ao conjunto dos seus integrantes e não pode ser exercido por qualquer um deles isoladamente” (A. WALD, *O controle partilhado...*, p. 387).

participações dos acordantes; (iii) o acordo estabelece que seus signatários exercerão seu direito de voto em assembleia no sentido estabelecido por todos eles em reunião prévia; e (iv) o quórum para aprovação de resoluções em reunião prévia for de maioria simples ou absoluta das ações com direito a voto<sup>62</sup>. Como se conclui facilmente, nessas circunstâncias o acionista de que se cogita no item (ii) poderá sempre determinar isoladamente o voto dos demais acordantes, e assim do grupo de controle, exercendo (pode-se argumentar) uma espécie de controle indireto.

Trata-se, porém, de argumento falacioso. Como expõem Leães e Motta, o poder de controle é uno<sup>63</sup>, e se verifica na assembleia geral, não podendo ser considerado controlador quem “dependa do voto de outros sócios, para fazer valer a sua vontade *nas assembleias gerais*”<sup>64</sup>. Indo na mesma direção, Comparato destaca a vinculação entre poder de controle e direito de voto<sup>65</sup>.

Pelas mesmas razões deve-se reconhecer que são igualmente responsáveis pelo exercício do poder de controle *todos* os acionistas que houverem contribuído para a formação do grupo de controle, pouco importando a grandeza de sua contribuição<sup>66</sup>. Esse

---

62 Naturalmente, se o acordo estabelecer quórum de aprovação de, p.e., 75% do capital votante dos acordantes, a mesma lógica será aplicável se um deles detiver esse percentual isoladamente.

63 “nelas [as hipóteses legais], o grupo de controle exerce as prerrogativas e as responsabilidades que incumbem ao acionista controlador sempre de forma coletiva. Ou seja, as pessoas que o constituem agem e respondem como se fossem uma só pessoa, sem que cada uma, por si só, possa ser caracterizada como “acionista controlador. A circunstância de que qualquer um dos participantes seja eventualmente majoritário, dentro ou fora do grupo, não o converte, *ipso facto*, em um acionista controlador, senão quando visto como parte componente da coletividade” (LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, *Acordo de comando...*, p. 1309); e “O sócio que possua 43% das ações ordinárias de um grupo que, por seu turno, seja titular de 73% do capital votante de determinada sociedade, não fica investido, só por isso [...] no status de acionista controlador da companhia. Mesmo porque seria demasia hermenêutica admitir-se que uma mesma sociedade possa, ao mesmo tempo, ser controlada por um grupo de acionistas e por um dos acionistas integrantes desse grupo” (N. C. MOTTA, *Alienação do poder...*, p. 43).

64 N. C. MOTTA, *Alienação do poder...*, p. 42.

65 “Se assim é, temos que, na definição do art. 116, o acordo de votos qualifica a situação de controle em relação a todos os acionistas pactuantes, pois todos eles são os titulares do direito de voto. Se algum ou alguns dos pactuantes estipularam o direito de determinar o sentido dos votos dos demais, nem por isso aqueles se tornam controladores únicos, porque esses outros votos não lhe são transferidos ou alienados: eles passam a ter uma *pretensão* (direito pessoal) à manifestação de voto dos outros acionistas, mas estes continuam titulares do direito de votar, e, efetivamente, são eles que votam, embora no sentido determinado pelos estipulantes” (F. K. COMPARATO, *Titularidade do poder de controle...*, p. 70). No mesmo sentido: “Por aplicação do § 2º do art. 118, as responsabilidades respectivas [do controlador] não são eliminadas nem atenuadas pela circunstância de o voto manifestado derivar de ajuste pactuado com outros acionistas. Caracterizando-se o abuso de poder, nas modalidades previstas no § 1º do art. 117 ou em outras hipóteses assemelhadas, responderá o acionista pelos danos causados, ainda que, isoladamente considerado, não se qualifique como acionista controlador. Se o acordo que firmou com os demais intervenientes lhe confere essa qualificação, responderá como tal” (E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas...*, v. 1, p. 309).

66 No mesmo sentido: “independentemente do número de ações com que tenha concorrido para a formação do grupo de controle, o acionista é sempre responsável por quaisquer abusos e desvios de



juízo não é mais que a contraface da conclusão do parágrafo anterior: se não pode haver um controlador dentre os controladores, tampouco é possível que haja dentre eles minoritários.

### **I.5. Acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle**

Tal como frequentemente se classificam os direitos dos acionistas em direitos *patrimoniais* ou *econômicos* (p.e., direito a participar dos dividendos e do acervo, em caso de liquidação) e direitos *políticos* (p.e., direito de voto e de fiscalizar a gestão), também os acordos de acionistas são tradicionalmente classificados em acordos *de voto* ou *de bloqueio*, conforme digam respeito ao exercício do poder de voto ou à circulação de ações<sup>67</sup>. Aqueles são divididos ainda em acordos que visam à organização do controle e acordos que visam à defesa da minoria<sup>68</sup>.

A pergunta que segue é: quando se pode dizer que um acordo de acionistas não visa a defender uma minoria, mas institui o controle conjunto entre seus signatários? Certos fatores a serem levados em consideração foram elencados nas subseções I.3.2 e I.3.3, mas eles não dizem respeito ao acordo em si, senão que à distribuição da participação no capital votante entre seus signatários e sua conduta perante a companhia. Cabe averiguar se haveria alguma disposição que, encontrada em um acordo, contribuiria para identificá-lo como um acordo *sobre exercício do poder de controle*.

Antes de considerar essa hipótese, é necessário advertir que o uso da palavra *fator* no parágrafo acima não é gratuito. A lexicografia ensina que fator é “qualquer elemento que concorre para um resultado”<sup>69</sup>. Por vezes será possível identificar um acordo de acionistas como um acordo sobre o exercício do poder de controle verificando-se apenas um elemento, mas com frequência será necessário analisar-se mais de um para que se possa

---

poder, decorrentes do exercício do poder de controle. A sua responsabilidade é a plena responsabilidade que a lei atribui ao acionista controlador” (N. C. MOTTA, *Alienação e titularidade...*, p. 82).

67 “Dentro da tipicidade que lhe impõe a lei, o acordo poderá ser de voto, quando versar sobre o prévio ajuste para o exercício do voto, ou de bloqueio, quando tiver por finalidade estabelecer regras sobre a negociabilidade das ações” (C. BARBI FILHO, *Acordo de acionistas...*, p. 98).

68 “as convenções de voto podem ser classificadas em dois grandes grupos: as que têm por objeto a organização do controle, seja ele totalitário (como nas sociedades de família) ou majoritário, e as que visam à defesa da minoria” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 217).

69 A. HOUAISS; M. DE SALLES VILLAR, “Fator”, *Dicionário Houaiss...*

alcançar essa conclusão. As considerações desta seção, portanto, devem ser lidas como a análise de uma peça do quebra-cabeças, que precisa ser contemplado em sua integralidade.

### *1.5.1. Propósito do acordo*

Naturalmente, o primeiro elemento a ser considerado é o propósito do acordo, se ele *visa* a organizar o controle<sup>70</sup>. Por vezes isso constará explicitamente do instrumento, mas por vezes precisará ser inferido a partir de seus dispositivos – um acordo que disponha ter por objeto “a gestão eficiente da companhia, de forma a maximizar o retorno financeiros dos acionistas” muito provavelmente é um acordo sobre exercício do poder de controle, pois apenas controladores teriam os poderes necessários para alcançar esse fim.

Também se pode identificar a finalidade de um acordo a partir de seu objeto. Por essa razão pode-se afirmar que as definições de Comparato (acima mencionada) e de Carlos Augusto Lobo, (segundo quem “[a]cordo de controle é o acordo de acionistas que *tem por objeto* o exercício do poder de controle”<sup>71</sup>) são pragmaticamente equivalentes. *Visar* e *ter por objeto* não significam o mesmo, mas quando contratantes visam a determinado fim, eles normalmente firmam um contrato cujo objeto serão os meios para alcançá-lo<sup>72</sup>. Assim, um acordo que vise a organizar o controle terá por objeto as condutas que caracterizam o exercício do poder de controle.

O principal perigo em afirmar-se essa identidade pragmática entre finalidade e objeto reside em caracterizar-se erroneamente o que significa ter por objeto o exercício do poder de controle. Não basta que o acordo trate do exercício do direito de voto em assembleia e da atuação de administradores, pois acordos de defesa também podem dispor

---

70 Vide a opinião de Comparato na nota de rodapé n. 68, e também: “acordos de comando, que se singularizam justamente porque têm por causa final instituir a atuação compartilhada das partes no controle da sociedade” (LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, *Acordo de comando...*, p. 1313).

71 C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., p. 461

72 Excetuados os casos de simulação e negócio jurídico indireto. A única hipótese em que se consegue imaginar a ocorrência de um desses fenômenos no contexto dos acordos de acionistas sobre exercício do poder de controle seria aquela em que seus signatários tentassem ocultar a finalidade do acordo para furtar-se à responsabilidade que acompanha o controle. Entretanto, assumindo-se que os convenientes desejem que o acordo seja eficaz, parece muito difícil que esse empreendimento fosse bem sucedido, pois (A) alguns dos elementos que caracterizam um acordo de acionistas como um acordo sobre exercício do poder de controle são externos ao próprio acordo (nesse sentido, vide as subseções I.3.2 e I.3.3), e pelo menos um deles (a propriedade acionária), de difícil ocultação; e (B) não se concebe como os convenientes dissimulariam ou regulariam indiretamente, p.e., o exercício do direito de voto em assembleia – condição *sine qua non* para instituir-se o controle conjunto.

sobre esses temas<sup>73</sup>; exige-se que preencha todos requisitos de que se tratará nas demais subseções. O leitor atento perceberá que isso equivale a dizer que na prática o recurso à finalidade do acordo para sua identificação como um acordo sobre exercício do poder de controle é de pouca utilidade. De fato isso parece verdadeiro; apenas quando tal finalidade for expressa no instrumento será ela útil para a identificação de sua natureza.

Ressalve-se que a circunstância do acordo ter por finalidade ou objeto o exercício do poder de controle não necessariamente significa que seus signatários sejam controladores. A existência do poder de controle é uma questão de fato, e não de direito<sup>74</sup>, e é possível que os signatários de um acordo fracassem em sua tentativa de instituir, a partir dele, o controle conjunto.

### *I.5.2. Disposições sobre exercício do direito de voto*

A classificação dos acordos de acionistas em acordos de voto e de bloqueio, de que se falou logo acima<sup>75</sup>, baseia-se na redação original do *caput* do art. 118 da Lei das S.A., vigente até 2001, que estabelecia como objetos típicos dos acordos de acionistas a compra e venda de ações, a preferência para adquiri-las e o exercício do direito de voto. A Lei n. 10.303/2001 adicionou a esse rol o exercício do poder de controle, fazendo parecer que se trataria de um *tertium genus*.

Por outro lado, o *caput* do art. 116 da Lei das S.A. seguiu definindo o grupo de controle como aquele formado por “pessoas vinculadas por acordo *de voto*, ou sob controle comum”. De fato, antes do advento da Lei n. 10.303/2001 já havia no Brasil grupos de controle constituídos mediante acordos de acionistas. E é inevitável que tais acordos dispusessem sobre o exercício do direito de voto, pois (como exposto na seção I.2 e

73 Quanto à possibilidade dos acordos de defesa poderem dispor sobre a atuação dos administradores, vide a nota de rodapé n. 48 e a subseção I.5.3.

74 “Essa realidade de fato, ou seja, o reconhecimento de que o acionista controlador pode determinar a deliberação da assembleia geral, está na origem do poder que o acionista controlador exerce constantemente fora da assembleia geral, no dia-a-dia dos negócios sociais. Aqui também temos, e mais claramente, um poder de fato, isto é, não outorgado pelo Direito, mas decorrente da natural submissão dos administradores aos comandos de quem pode determinar a deliberação da assembleia geral, inclusive para destituir aquele que renitir em desobedecer à ordem” (C. A. DA S. LOBO, *Reflexões Sobre a Responsabilidade...*, pp. 49–50). Carlos Augusto Lobo é muito feliz ao afirmar que o poder de controle é uma questão de fato por não ser *outorgado* pelo direito. Não é que a conformação, legitimação, reconhecimento ou regulação do poder de controle não sejam questões jurídicas; ele apenas não é *diretamente* criado pelo direito, como são, p.e., os direitos decorrentes de um contrato. Em verdade, a distinção entre questões de fato e questões de direito é muito mais didática que ontológica, como deixa claro Elizabeth Anscombe (G. E. M. ANSCOMBE, *Modern Moral Philosophy...*).

75 Vide fl. 31.

reforçado na subseção I.3.2) a assembleia é o foro típico do poder de controle, e exercê-lo significa ser capaz de determinar suas decisões mediante o manejo da maioria dos votos.

Para que o acordo estabeleça o controle *conjunto*, é imperioso que ele preveja a obrigação de seus signatários exercerem seu direito de voto de maneira uniforme<sup>76</sup>, agindo nesse aspecto como se um só acionista fossem<sup>77</sup>. Por isso parte da doutrina identifica o acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle com um tipo específico de acordo de voto – os chamados acordos de voto em bloco ou *pooling agreements*<sup>78</sup>. Nessas convenções os acionistas obrigam-se a exercer o voto em assembleia de maneira uniforme, conforme determinado em reunião prévia – uma espécie de pré-assembleia, da qual participam apenas os convenientes e na qual se estabelece por votação, observados os quóruns previstos no acordo, o sentido do voto que será proferido por *todos* os convenientes na assembleia geral<sup>79</sup>.

Essa técnica também confere estabilidade ao controle, uma de suas características essenciais<sup>80-81</sup>. Mas há outras formas de obter-se esse efeito: p.e., estabelecendo-se que caberá a um dos acordantes definir o conteúdo do voto, ou determinando-se previamente tal conteúdo. Logo, não é correto afirmar a identidade absoluta entre acordos de acionistas sobre exercício do poder de controle e *pooling agreements*, embora deva-se reconhecer que esta é a roupagem mais comum daqueles.

---

76 “A estipulação essencial do acordo de acionistas que forma o grupo de controle é a obrigação contraída pelas partes contratantes de exercerem de modo uniforme os direitos de voto conferidos pelas ações vinculadas ao acordo, pois é essa obrigação que cria o poder de controle da companhia” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., p. 462).

77 Como é próprio do controle conjunto, conforme exposto na fl. 29.

78 Nesse sentido, vide N. L. EIZIRIK, *Interpretação dos §§ 8º e 9º...*, p. 156; e M. CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, p. 117.

79 Note-se que nessas condições um acordo que estabeleça indiscriminadamente um quórum de maioria simples ou absoluta para a aprovação de deliberações nas reuniões prévias permitirá ao acionista que detenha a maioria das ações com direito a voto quando consideradas apenas as participações dos acordantes determinar o conteúdo do voto de *todos* os acordantes. Conforme exposto na seção I.4, essa circunstância, por si, não descaracteriza a existência de controle conjunto e não impede, portanto, que se caracterize um acordo de acionistas como um acordo sobre exercício do poder de controle.

80 Vide subseção I.3.1.

81 “No caso das companhias com controle compartilhado, o verdadeiro locus de poder, com a introdução dos §§ 8º e 9º (particularmente deste último) no art. 118 da Lei 6.404/1976, desloca-se definitivamente da assembleia-geral e do próprio conselho de administração para as reuniões prévias realizadas entre os membros do acordo. Daí decorre uma *estabilização* do poder de controle na reuniões prévias realizadas entre os signatários do acordo firmado entre os acionistas controladores” (N. L. EIZIRIK, *Interpretação dos §§ 8º e 9º...*, p. 156).

Mas a unidade no exercício do direito de voto não basta; é preciso que ela abarque uma ampla gama de deliberações, de forma que a atuação em bloco dos acionistas seja geral – uma característica do poder de controle<sup>82</sup>.

O recurso a esses elementos pode ser decisivo para diferenciar-se um acordo sobre exercício do poder de controle de um acordo de defesa. Neste segundo tipo de instrumento as disposições sobre exercício do direito de voto têm um escopo mais estreito, limitando-se a temas de maior gravidade ou que o minoritário em questão considere estratégicos (p.e., mudança do objeto social ou eleição do diretor presidente). Além disso, não preveem reunião prévia (em que o minoritário invariavelmente sairia derrotado), mas a necessidade de anuência do minoritário para a aprovação das deliberações relativas a tais matérias (ou, em outras palavras, direito de veto).

### *1.5.3. Disposições sobre os órgãos de administração*

Para Carvalhosa<sup>83</sup> e Carlos Augusto Lobo<sup>84</sup>, é próprio dos acordos sobre sobre exercício do poder de controle dispor sobre a atuação dos administradores. Lobo bem fundamenta sua posição, fazendo referência ao texto do art. 116, *b* da Lei das S.A., que dispõe ser controlador aquele que, *inter alia*, “usa efetivamente seu poder para [...] orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”. Como se afirmou acima<sup>85</sup>, o poder de controle tende a avançar sobre a administração, e por isso é típico que os acordos que sobre ele versam façam o mesmo.

O regramento da matéria nos acordos sobre exercício do poder de controle engloba tanto a eleição, quanto a atuação dos administradores. Esta, pelas razões elencadas no parágrafo logo acima; aquela, porque necessária para garantir que os convenientes poderão

---

82 Vide fl. 21.

83 A posição de Carvalhosa pode ser deduzida a contrario sensu a partir de suas considerações sobre acordos de voto entre minoritários: “A propósito, deve-se ressaltar que ao acordo de voto, reservado sempre aos minoritários, não se aplica o regime de vinculação dos administradores instituído nos §§ 8º e 9º do art. 118 da lei societária, na medida em que tal vinculação é instrumento específico e necessário ao exercício harmônico e uniforme do poder de controle, que visa o cumprimento e a implementação do interesse social” (M. CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, p. 119, grifo no original). Essa posição foi citada e criticada na nota de rodapé n. 591.

84 “O acordo de controle é necessariamente um acordo de voto, mas deste se distingue porque o poder de controle não se exerce *apenas* através do direito de voto na Assembléia Geral, *mas também* sob a forma de atos do acionista controlador, que orienta o funcionamento dos órgãos sociais fora das reuniões da Assembléia Geral” (C. A. DA S. LOBO, *§§ 113-121...*, p. 461, grifos nossos).

85 Fl. 27.

dirigir a administração, pois a principal fonte desse poder é o direito do controlador de eleger e exonerar conselheiros e diretores.

Isso não significa (i) que todos os acordos que disponham sobre a administração da companhia sejam acordos sobre o exercício do poder de controle; ou (ii) que nenhum acordo possa ter essa natureza se não dispor sobre tal matéria.

(i) Como se afirmou na nota de rodapé n. 48, é perfeitamente legítimo que os acionistas minoritários unam-se para eleger um administrador e orientar sua atuação, desde que não o façam com o fito de obter vantagens indevidas.

(ii) O fato do acordo não dispor sobre a administração da companhia não significa que os acordantes não orientem os administradores. A unidade constituída pelas disposições relativas ao exercício do direito de voto pode ser suficiente para que os convenientes ajam como se uma só pessoa fossem ao orientar a administração. E não é imprescindível que o acordo disponha sobre a matéria para que os acordantes exerçam esse poder – conclusão que se alcança ao observar-se que o controlador único não precisa de um documento que lhe autorize a orientar os administradores.

Por essas razões, para diferenciar-se um acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle de um acordo de defesa não basta verificar se há ou não disposições sobre a eleição e atuação dos administradores. É preciso apurar se tais disposições asseguram aos signatários a eleição da maioria dos administradores<sup>86</sup> e visam a estabelecer e executar uma política empresarial com respeito à companhia<sup>87</sup>, e não apenas a indicação de uma minoria de conselheiros e o aprimoramento da fiscalização sobre a companhia. Para tanto nem sempre bastará a leitura do acordo, especialmente se ele não elencar as matérias que, quando submetidas aos órgãos da administração, exigirão a atuação conjunta dos convenientes para orientar os administradores por eles eleitos; pode ser necessário analisar empiricamente a atuação dos agentes envolvidos.

---

86 “A formação de um grupo de controle através da assinatura de um acordo de votos só se dará, portanto, quando esse acordo for avençado de molde a assegurar aos acionistas convenientes não somente a obtenção da maioria dos votos nas deliberações da assembléia, como também o poder de eleger ou destituir, de maneira conjunta, a maioria dos administradores da sociedade” (L. G. P. de B. LEÃES, *Acordo de comando...*, p. 1311).

87 Parafraseando-se M. CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, p. 119.

#### *I.5.4. Disposições sobre a circulação de ações*

Embora esta pesquisa centre-se no regramento do voto em acordo de acionistas, é preciso reconhecer o papel das disposições relativas à circulação de ações nos acordos sobre exercício do poder de controle.

O estabelecimento de direito de preferência (*right of first refusal*), opções de compra e de venda, venda conjunta (*tag along* e *drag along*) e outros assemelhados tem a função de estabilizar o controle, que é personalíssimo por natureza. Por essa razão, é de regra encontrá-las em acordos de acionistas sobre exercício do poder de controle.

#### **I.6. Estudos empíricos: o caso Oi**

Conforme informado na Introdução, esta pesquisa aspira a aplicar empiricamente certas construções doutrinárias relativas ao exercício do poder de controle em companhias sujeitas a controle conjunto constituído por meio de acordos de acionistas.

Para esse propósito foi escolhida uma companhia aberta, a Oi S.A. (doravante denominada simplesmente “**Oi**”). Optou-se por uma companhia aberta não por desejar-se limitar o estudo a esse subtipo societário, mas devido à maior facilidade em obter-se informações sobre as companhias que o adotam. Dentre as opções disponíveis, procurou-se uma companhia que oferecesse a oportunidade de discutir a aplicação dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. e o abuso do poder de controle. A Oi, por ser controlada mediante acordo de acionistas e ter sido objeto de controvérsias em um passado recente, preenche os requisitos, além de oferecer farto material para pesquisa.

Nesta seção será analisada a configuração do poder de controle sobre a Oi, e a cada capítulo subsequente essa companhia (e as controvérsias a ela relacionadas) será analisada à luz do tema em questão, fornecendo assim uma linha condutora a este trabalho.

O Anexo I contém um organograma societário da Oi<sup>88</sup>. Como se observa, somando suas participações direta e indireta a Telemar Participações S.A. (“**Telemar**”) detém 48,5% do capital votante da Oi. Esta participação é suficiente para garantir-lhe o controle, pois ainda que os acionistas minoritários conseguissem superar a inércia e formar um bloco

---

<sup>88</sup> Todos os dados sobre a Oi referem-se ao período imediatamente anterior à operação que será analisada na subseção II.6. Decidiu-se por esse corte porque é aquele que permitiria melhor compreender o contexto de tal operação.

estável eles reuniriam apenas 45,43% do capital votante, já que a Bratel Brasil S.A. (“**Bratel**”) é acionista direta e indireta da Telemar, e não participaria desse hipotético *motim*.

A Telemar, por sua vez, tem seu capital dividido entre 8 acionistas, todas elas com participações significativas. Suas sócias (juntamente com Luxemburgo Participações S.A. – “**Luxemburgo Par**”<sup>89</sup>) são signatárias de um acordo de acionistas firmado em 25 de abril de 2008 (“**Acordo Telemar Geral**”) e aditado em 25 de janeiro de 2011 (“**Aditivo ao Acordo Telemar Geral**”)<sup>90</sup>. Além disso, Luxemburgo Par, AG Telecom Participações S.A., LF Tel S.A. (“**LF Tel**”) e Fundação Atlântico de Seguridade Social (“**FATL**”) são também parte de um segundo acordo de acionistas, firmado em 25 de abril de 2008 (“**Acordo AG/LF/FATL**”) e aditado em 25 de janeiro de 2011 (“**Aditivo ao Acordo AG/LF/FATL**”). O Acordo AG/LF/FATL prevê que suas partes farão reuniões prévias às reuniões prévias do Acordo Telemar Geral, de forma a votarem em bloco nestas últimas<sup>91</sup>. As acionistas de Pasa Participações S.A. (“**Pasa**”) e EDSF75 Participações S.A. (“**EDSF75**”) também são parte de acordos de acionistas (respectivamente “**Acordo AG**” e “**Acordo LF**” e, em conjunto, “**Acordos AG/LF**”), que, além de regular a conduta dos sócios e administradores dessas companhias, estabelecem a realização de reuniões prévias conjuntas dos acionistas de ambas sociedades para a definição de seus votos nas reuniões prévias do Acordo AG/LF/FATL e Acordo Telemar Geral<sup>92</sup>. E, por fim, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“**Previ**”), Fundação dos Economistas Federais (“**Funcef**”), Fundação Petrobrás de Seguridade Social (“**Petros**”), BNDES Participações S.A. (“**BNDES Par**”), AG Tel e LF Tel são parte de um quinto acordo de acionistas (“**Acordo do Bloco**”), que regula a atuação dos fundos e do banco enquanto

89 Luxemburgo Par era uma sociedade controlada pela AG Telecom Participações S.A. (“**AG Tel**”) e acionista da Telemar Norte Leste S.A. (“**Telemar NL**”), que por sua vez era uma das acionistas de Coari Participações S.A. (“**Coari**”), que detinha 100% do capital social da Oi. Entre 2011 e 2012 o grupo Oi passou por uma reorganização e Luxemburgo Par e Coari foram extintas, ambas por incorporação, respectivamente em 01.12.2011 e 27.02.2012 (conforme informações do CNPJ). A Luxemburgo Par foi incorporada pela AG Tel (cf. Formulário de Referência 2013, v. 14 da Oi). A Telemar NL foi parcialmente cindida, e o patrimônio que lhe foi amputado, incorporado pela Coari. Posteriormente a Telemar NL teve suas ações incorporadas pela Coari, e esta foi incorporada pela Oi. Assim, a Coari foi sucedida pela Oi e a Telemar NL tornou-se uma subsidiária integral sua (cf. Formulário de Referência 2013, v. 14 da Oi). Como parte do acordo que resultou na aquisição de uma participação na Telemar pelo grupo Portugal Telecom (por meio da Bratel) a Telemar NL adquiriu 10% das ações da Portugal Telecom, SGPS, S.A. (“**PT Tel**”), como ilustra o organograma do Anexo I. O objetivo dessa participação cruzada indireta é promover a integração entre as empresas brasileira e lusa.

90 Todos os acordos e aditivos aqui citados estão devidamente referidos como fontes na seção própria (fls. 236 e ss.).

91 *Acordo AG/LF/FATL...*, Cláusula III.

92 *Acordo EDSFP75... e Acordo AG Par...*; em ambos os casos, Cláusula IV.



(potenciais) acionistas da Pasa e EDSP75. Essa hipótese, porém, nunca se concretizou<sup>93</sup>. Há, portanto, três níveis de acordos de acionistas.

Para identificar os controladores da Telemar é necessário analisar esses cinco acordos, além do bloco formado pelos Acordos AG/LF. Adotar-se-á uma ordem decrescente, partindo dos acordos da Pasa e EDSP75 e finalizando com o Acordo Telemar Geral, pois a forma como são tomadas as resoluções neste só ficará claro se se souber como são tomadas as resoluções nas reuniões prévias que antecedem a suas reuniões prévias.

### *I.6.1. Acordo LF*

O Acordo LF tem como partes Jereissati Telecom S.A.<sup>94</sup> (“**Jereissati Tel**”) e Bratel, e como intervenientes EDSP75, LF Tel, Andrade Gutierrez Telecomunicações Ltda. (“**AG Ltda.**”), Pasa, AG Tel, Luxemburgo Par e Portugal Telecom, SGPS, S.A. (“**PT Tel**”). O acordo abarca ações representativas de 100% do capital social da EDSP75, 65% das quais pertencem à Jereissati Telecom S.A. (“**Jereissati Tel**”) e 35%, à Bratel.

A participação majoritária da Jereissati Tel poderia levar a crer que ela é controladora da EDSP75, e seu acordo com a Bratel seria um acordo de defesa para proteção desta última. Por outro lado, o acordo se refere incidentalmente às ações dos convenientes como “ações integrantes do *bloco de controle*”<sup>95</sup>.

Não há nenhuma declaração de propósito clara no instrumento, apenas que “os Acionistas concordam em exercer seus respectivos direitos de voto no âmbito deste Acordo LF de forma a observar os princípios gerais e de gestão dos negócios da Companhia, da LF Tel, da Telemar Participações [...] e/ou de suas Controladas Relevantes”<sup>96</sup>.

Embora o Acordo LF estabeleça como quórum geral para aprovação de deliberações na assembleia geral da EDSP75 a maioria simples<sup>97</sup>, ele estabelece igualmente uma série de matérias cuja aprovação requer a anuência de acionistas representando 83%, 90% ou 100% do capital votante<sup>98</sup>. Dentre essas merecem menção as seguintes:

---

93 Conforme o Formulário da Referência 2013, v. 10 da Telemar, de 15 de maio de 2014.

94 Ainda com sua antiga denominação, La Fonte Telecom S.A.

95 *Acordo EDSFP75...*, Cláusula 7.2.

96 *Acordo EDSFP75...*, Cláusula 2.2.

97 *Acordo EDSFP75...*, Cláusula 3.1.

98 *Acordo EDSFP75...*, cláusulas 2.1, 3.1.1, 3.1.2 e 3.1.3. A exigência de quóruns crescentes, que pareceria desnecessária à luz do quadro societário da companhia, visa a regular cenários em que uma das partes

- (a) exercício de qualquer atividade além da participação na LF Tel e desta na Telemar, participação em outros negócios, aquisição de ativos ou assunção de quaisquer passivos que não digam respeito diretamente ao objeto social da EDSP75;
- (b) alteração do Acordo AG/LF/FATL ou Acordo Telemar Geral;
- (c) aquisição de quaisquer títulos de participação societária (ou conversíveis em títulos dessa natureza), exceto se da LF Tel;
- (d) aprovação ou alteração dos orçamentos anuais e planos de investimento;
- (e) prestação de garantias em favor de terceiros, exceto controladas com receita líquida no exercício anterior igual ou superior a R\$ 100 milhões (“**Controladas Relevantes**”);
- (f) aprovação de novos empréstimos ou financiamentos em valor igual ou superior a R\$ 50 milhões;
- (g) aumento de capital, exceto se para subscrever ações da Telemar ou adimplir obrigações já existentes;
- (h) celebração de contratos com as acordantes, AG Tel, Luxemburgo Par, partes a elas relacionadas ou Controladas Relevantes;
- (i) alteração do estatuto social;
- (j) cisão, fusão, incorporação, incorporação de ações, transformação ou outras formas de reorganização societária;
- (k) alienação, criação de ônus ou renúncia a direitos de subscrição de ações da LF Tel; e
- (l) liquidação.

As obrigações dos itens (a) e (d) a (l) aplicam-se igualmente à EDSP75 e à LF Tel (exceto, quanto ao item (h), em relação à celebração de contratos entre a LF Tel e Controladas Relevantes)<sup>99</sup>.

A leitura desses dispositivos não permitiria afirmar que se trata de um acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle, mas o contrário: as matérias por eles

---

viesses a ser diluída.

99 Para garantir a plena aplicação do Acordo LF às deliberações da LF Tel sua Cláusula 3.1.4.1 dispõe que as deliberações tomadas nas assembleias da EDSP75 vincularão o voto desta companhia nas assembleias daquela, e proíbe a LF Tel de tomar qualquer medida que exija a aprovação dos acordantes sem que ela seja previamente obtida.

reguladas dizem respeito aos fundamentos estruturais e negociais das sociedades a ele sujeitas, e os quóruns extraordinários exigidos para sua aprovação são típicos de acordos de defesa. Eles poderiam levar a entender que o acordo foi uma forma de a Bratel se proteger contra mudanças elementares na empresa a que se associou. Reforça esse entendimento o fato de a representação da EDSP75 e LF Tel nas assembleias da LF Tel, Telemar e demais Controladas Relevantes caber sempre a um diretor indicado pela Jereissati Tel, o que indica caber a essa a efetiva gestão da EDSP75<sup>100</sup>.

Tais conclusões não se sustentam, porém, quando se analisa o Acordo LF a partir das regras estabelecidas por sua Cláusula IV, que trata de reuniões conjuntas entre os acionistas da EDSP75 e Pasa e é reproduzido no Acordo AG.

### *I.6.2. Acordo AG*

O Acordo AG tem como partes AG Ltda. e Bratel, e como intervenientes Pasa, AG Tel, Luxemburgo Par, Jereissati Tel (ainda sob a denominação de La Fonte Telecom S.A.), EDSP75, LF Tel e PT Tel. O acordo compreende ações representativas de 100% do capital social da Pasa, do qual AG Ltda. detém 65% e Bratel, 35%.

*Mutatis mutandis*, as disposições sobre exercício do direito de voto e representação da companhia encontradas no Acordo AG são idênticas àquelas encontradas no Acordo LF, aplicando-se à Pasa e AG Tel da mesma forma que o Acordo LF se aplica à EDSP75 e LF Tel. Em verdade, ambos acordos são materialmente idênticos, exceto quanto a suas partes.

### *I.6.3. Reuniões conjuntas AG/LF/PT Tel*

A razão dessa uniformidade descobre-se ao analisar a Cláusula IV de ambos os acordos, intitulada *Reuniões Conjuntas AG/LF/Portugal Telecom*. Assim dispõe suas cláusulas 4.1 e 4.1.1<sup>101</sup>:

**4.1. Reuniões Prévias Conjuntas.** A [JEREISSATI PAR] e a [BRATEL], e também a AG. LTDA., esta na qualidade de parte essencial deste Acordo,

<sup>100</sup> *Acordo EDSFP75...*, Cláusula 3.2.2.

<sup>101</sup> O acordo denomina Jereissati Participações S.A. (“**Jereissati Par**”), Bratel e FATL, respectivamente, *La Fonte, Portugal Telecom* e *FASS*. Alterou-se as referências para facilitar a leitura. Cita-se a partir do Acordo LF. O Acordo AG contém disposições idênticas, alterando-se apenas a forma de se referir às partes (pois, no caso deste último, é a Jereissati Par a “parte externa”).

obrigam-se a realizar Reunião Prévia Conjunta previamente a quaisquer Reuniões Prévias AG/LF/[FATL] e Reuniões Prévias Gerais a serem realizadas no âmbito do Acordo de Acionistas AG/LF/[FATL] e do Acordo de Acionistas Geral, para os fins e observado o disposto nesta Cláusula.

**4.1.1.** Quando a ordem do dia das Reuniões Prévias Conjuntas contiver Matérias Qualificadas, estas serão decididas e consideradas aprovadas somente se contarem com a manifestação favorável e unânime dos Acionistas [JEREISSATI PAR] e [BRATEL] e também da AG LTDA., e vincularão os votos da AG [TEL] e LF TEL na Respectiva Reunião Prévia AG/LF/[FATL] e da AG [TEL], da LF TEL e da [BRATEL] na respectiva Reunião Prévia Geral (exceto conforme previsto na Cláusula V deste Acordo – LF). Dessa forma, os Acionistas e a AG LTDA., por meio das Reuniões Prévias Conjuntas, observado o disposto na Cláusula 4.5, determinarão o sentido e conteúdo do voto a ser exercido pela AG [TEL] e pela LF TEL em relação às Matérias Qualificadas nas Reuniões Prévias AG/LF/[FATL] e pela AG, pela LF TEL e pela [BRATEL] nas Reuniões Prévias Gerais e dos seus representantes nas reuniões dos Conselhos de Administração da Telemar Participações e de suas Controladas Relevantes, conforme o caso, observadas as disposições desta Cláusula IV. As demais matérias, que não se enquadrem na definição de Matérias Qualificadas, contidas na ordem do dia das Reuniões Prévias Conjuntas, poderão ser discutidas e avaliadas na referida reunião, sendo certo que a respectiva deliberação será tomada exclusivamente na Reunião AG/LG/[FATL], observados os procedimentos previstos no Acordo de Acionistas AG/LF/[FATL]<sup>102</sup>.

As “**Matérias Qualificadas**” a que os Acordos AG/LF se referem são aquelas constantes da Cláusula 3.2.1 do Acordo Telemar Geral – ou seja:

- (m) alteração dos estatutos da Telemar;
- (n) aprovação de contratos em valor superior a R\$ 50 milhões não previstos no orçamento anual;
- (o) aprovação de operações em valor superior a R\$ 10 milhões entre a Telemar ou suas Controladas Relevantes, de um lado, e acionistas da Telemar ou partes a elas relacionadas, de outro;
- (p) aprovação de políticas para doação;
- (q) investimentos anuais não previstos no orçamento anual em projetos que excedem o valor de R\$ 100 milhões;

---

102 A Cláusula V dos Acordos AG/LF refere-se à escolha dos diretores presidentes da Telemar e suas Controladas Relevantes, e dispõe que ela será feita na forma do Acordo Telemar Geral (descrita nas fls. 51 e ss.) e não constituirá Matéria Qualificada; já a Cláusula 4.5 dispõe que se não for possível instalar a reunião prévia ou os participantes da reunião prévia conjunta dos Acordos AG/LF não alcançarem um consenso, AG Tel, LF Tel e (quando aplicável) Bratel deverão exercer seu voto nas reuniões prévias do acordos AF/LF/FATL e Telemar Geral de forma a manter o *status quo* vigente.

- (r) aprovação dos nomes dos Diretores Presidentes das Controladas Relevantes indicados pelo Comitê de Escolha de Diretores Presidentes, e aprovação das empresas de seleção de executivos indicadas pelo mesmo Comitê<sup>103</sup>;
- (s) aumento de capital ou emissão de valores mobiliários conversíveis em ações com o objetivo de amealhar recursos para adquirir sociedades;
- (t) criação de subsidiária, aquisição de controle de outras sociedades, celebração de qualquer tipo de associação e celebração de acordo de acionistas;
- (u) aprovação e alteração do orçamento anual, dos planos de investimento plurianuais e da política de remuneração de administradores da Companhia e suas Controladas Relevantes;
- (v) investimentos anuais ou plurianuais não previstos nos respectivos orçamentos que excedam a 5% do orçamento aprovado para investimentos, considerado o valor agregado da Telemar e suas Controladas Relevantes;
- (w) aumento ou redução de capital, ou emissão de quaisquer valores imobiliários conversíveis em capital, exceto conforme estabelecido no item (s) acima;
- (x) criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais classes;
- (y) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate e amortização das ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;
- (z) distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio em valor inferior a 25% do lucro líquido;
- (aa) criação de reservas, provisões ou mudança de critérios contábeis que impliquem em variação do lucro líquido da Telemar NL<sup>104</sup> em valor superior a R\$ 250 milhões;
- (ab) distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio que redunde em redução de caixa que aumente a relação Dívida Líquida/*EBITDA* para valor superior a 2,5;

---

103 O processo de escolha dos diretores da Telemar e Controladas Relevantes é descrito nas fls. 51 e seguintes.

104 Conforme informado na nota de rodapé n. 89 e indicado no organograma do Anexo I, a Telemar NL não foi extinta, mas tornou-se uma subsidiária integral da Oi. Para preservar o sentido e finalidade dessa disposição parece necessário ler-se *Oi* onde diz-se *Telemar NL*. Entretanto, é necessário reconhecer que, sendo a Telemar NL uma companhia ainda existente, a literalidade do dispositivo exigiria que se continuasse a reputar válida e eficaz a referência a ela.

- (ac) aprovação de empréstimo, financiamento ou garantia em valor superior a 2% do patrimônio líquido;
- (ad) aprovação para a aquisição ou alienação de bens do ativo permanente, constituição de ônus, prestação de garantias a obrigações de terceiros, contração de empréstimos, renúncia a direitos ou transação que representem responsabilidade em valor superior a 2% do patrimônio líquido;
- (ae) aprovação da aquisição, pela Telemar ou Controladas Relevantes, de ações de emissão da própria Telemar ou de tais controladas, que resulte no aumento da relação Dívida Líquida/*EBITDA* para valor superior a 2,5;
- (af) escolha dos auditores independentes;
- (ag) alienação ou constituição de ônus sobre ações de emissão das Controladas Relevantes da Telemar que possa acarretar em perda do controle acionário sobre a Telemar ou tais controladas;
- (ah) emissão de ações ou valores mobiliários conversíveis em ações pela Telemar ou suas Controladas Relevantes que possa acarretar em perda do controle acionário sobre a Telemar ou tais controladas;
- (ai) adoção de qualquer procedimento que resulte na perda, pela Telemar, do controle sobre suas Controladas Relevantes, como o não exercício de direito de preferência para a subscrição de ações;
- (aj) fusão, cisão, incorporação de ações ou transformação envolvendo a Telemar ou suas Controladas Relevantes, incluindo a permuta ou dação em pagamento de ações;
- (ak) abertura ou fechamento de capital da Telemar ou suas Controladas Relevantes;
- (al) alteração do objeto social da Telemar ou suas Controladas Relevantes;
- (am) participação em grupo de sociedades;
- (an) dissolução da Telemar ou suas Controladas Relevantes.

Nas deliberações referentes a essas matérias, portanto, os votos da AG Tel, LF Tel e Bratel enquanto participantes do Acordo AG/LF/FATL e do Acordo Telemar Geral são determinados *em comum acordo* pela AG Ltda., Jereissati Par e Bratel, e essas três

sociedades precisam estar presentes à reunião para que uma deliberação sobre elas seja tomada<sup>105</sup>.

Essa vinculatividade pressupõem que AG Tel e LF Tel não serão obrigadas a modificar seu voto no âmbito do Acordo Telemar Geral por conta de decisões tomadas no âmbito do Acordo AG/LF/FATL – um risco descartável, como se verá na subseção I.6.5.

É só quando se analisam conjuntamente os Acordos AG/LF que se entende seu verdadeiro propósito – que não é estabelecer o controle conjunto da Pasa ou EDSP75, mas coordenar a atuação da AG Tel, LF Tel e Bratel no âmbito dos demais acordos de acionistas da Telemar. Suas disposições listadas nos itens (a) a (l) visam apenas a garantir que a AG Ltda. e Jereissati Par não alterem unilateralmente o propósito ou estrutura da Pasa ou EDSP75 de forma a frustrar o verdadeiro objetivo dos Acordos AG/LF, trazendo para seu âmbito questões que sejam estranhas a seus objetivos ou desequilibrando a relação entre AG Ltda., Jereissati Par e Bratel. Sua classificação, portanto – se acordos de acionistas sobre exercício do poder de controle, de defesa ou simplesmente de voto –, só pode ser feita com referência à Telemar, e não Pasa ou EDSP75. Mas para isso não se pode deixar de levar em consideração o Acordo AG/LF/FATL e o Acordo Telemar Geral.

#### *I.6.4. Acordo do Bloco*

O Acordo do Bloco, em linhas gerais, estabelece que Previ, Petros, Funcef e BNDES Par deveriam votar em bloco caso viessem a se tornar acionistas de Pasa e EDSP75. Tal disposição seria aplicável tanto para as assembleias gerais dessas companhias quanto para as reuniões conjuntas realizadas no âmbito dos Acordos AG/LF, mas não para aquelas do Acordo Telemar Geral ou para as assembleias gerais da Telemar<sup>106</sup>.

Considerando que esse acordo não se tornou eficaz, não há necessidade de analisá-lo. Mas ele chama a atenção para o fato de Funcef, Petros, Previ e BNDES Par parecerem formar um bloco à parte dentre os acionistas da Telemar, ainda que limitada e informalmente. Certas disposições do Acordo Telemar Geral (analisado a partir da fl. 47) reforçam essa percepção.

---

<sup>105</sup> *Acordo EDSFP75...*, Cláusula 4.2.3.

<sup>106</sup> *Acordo do Bloco...*, Cláusula 2.2 e suas subcláusulas.

### ***I.6.5. Acordo AG/LF/FATL***

O Acordo AG/LF/FATL tem como partes AG Tel, Luxemburgo Par, LF Tel e FATL, e como interveniente a Telemar. Originalmente também era parte do acordo Asseca Participações S.A., uma companhia que não participa do grupo Oi pelo menos desde 14 de novembro de 2008<sup>107</sup>. AG Tel e LF Tel detêm, cada uma, 38,54% das ações da Telemar afetadas ao Acordo AG/LF/FATL<sup>108</sup>, e a FATL, 22,92%<sup>109</sup>.

As disposições do Acordo AG/LF/FATL sobre exercício do direito de voto são muito simples: todos os acordantes deverão votar nas reuniões prévias do Acordo Telemar Geral de acordo com o resolvido pelos detentores da maioria absoluta das ações afetadas; e as reuniões prévias do Acordo AG/LF/FATL só poderão ser instaladas com a presença da AG Tel e LF Tel<sup>110</sup>. Não há limitação quanto às matérias sujeitas a tal arranjo.

Analisando-se tais disposições, conclui-se facilmente que, tratando-se de Matérias Qualificadas, a FATL exercerá seu voto nas reuniões prévias do Acordo Telemar Geral conforme estabelecido pela AG Tel e LF Tel. Os Acordos AG/LF exigem que tais matérias sejam objeto de deliberação conjunta pela AG Ltda., Jereissati Par e Bratel, que definirá o voto comum da AG Tel e LF Tel na reunião prévia do Acordo AG/LF/FATL. Considerando que AG Tel e LF Tel detêm conjuntamente 77,08% das ações afetadas ao Acordo AG/LF/FATL e que nenhuma deliberação pode ser tomada sem que ambas sociedades estejam presentes, seu posicionamento comum fatalmente prevalecerá. Entende-se, assim, porque os Acordos AG/LF assumem que o voto de AG Tel e LF Tel nas reuniões prévias do Acordo Telemar Geral será determinado no âmbito dos Acordo AG/LF, sem preocuparem-se com o que poderia ocorrer nas reuniões prévias do Acordo AG/LF/FATL<sup>111-112</sup>.

A generalidade da única disposição do Acordo AG/LF/FATL sobre exercício do direito de voto e a unidade que ela estabelece poderiam levar à conclusão de que trata-se de

---

107 De acordo com o Formulário de Informações Anuais – IAN da Telemar referente a essa data, disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> (acesso em 29 de dezembro de 2015).

108 *I.e.*, ações da Telemar de propriedade dos participantes do Acordo AG/LF/FATL, conforme Cláusula 1.1(a) do Acordo AG/LF/FATL.

109 Conforme Formulário de Referência 2013, v. 14 da Oi, disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> (acesso em 29 de dezembro de 2015).

110 *Acordo AG/LF/FATL...*, cláusulas 3.2 e 3.3.3.

111 Vide comentário nesse sentido na fl. 45.

112 O Aditivo ao Acordo AG/LF/FATL não modificou as disposições do Acordo AG/LF/FATL referentes ao exercício do direito de voto por seus participantes.



um acordo sobre exercício do poder de controle. Mas é preferível aguardar a formação do quadro completo dos acordos entre os acionistas da Telemar para analisar-se essa questão.

#### *1.6.6. Acordo Telemar Geral*

O Acordo Telemar Geral foi originalmente firmado entre AG Tel, LF Tel, ASSECA Participações S.A., BNDES Par, Fiago Participações S.A. e FATL, tendo como intervenientes Telemar, Previ, Petros, Funcef e Luxemburgo Par<sup>113</sup>. A partir da assinatura do Aditivo ao Acordo Telemar Geral, os participantes do acordo passaram a ser AG Tel, Luxemburgo Par, BNDES Par, Previ, FATL, Funcef, Petros, LF Tel e Bratel<sup>114</sup>, que representam 100% do capital social da Telemar. Este acordo vincula todas as ações de emissão da Telemar de propriedade dos acordantes, mas certas de suas disposições levam em consideração apenas as ações que disponham de direito de voto, como se verá abaixo.

Dentre todos os acordos com efeitos sobre a Telemar, este é o único que oferece *ab initio* indícios de ser um acordo sobre exercício do poder de controle. Em suas cláusulas 2.1 e 2.1.1 ele estabelece o fim imediato da Telemar (que não é participar de outras companhias, *mas controlá-las*) e os princípios fundamentais de sua gestão<sup>115</sup>, como se

---

113 A Asseca Participações S.A., como se afirmou logo acima, não participa do grupo Oi pelo menos desde 2008. Quanto à Fiago Participações S.A., as evidências disponíveis indicam que tratava-se de uma companhia aberta, controlada por FCF – Fundo de Investimento de Ações, cujos cotistas eram Previ, Petros, Funcef, FATL e Telos – Fundação Embratel de Seguridade Social; que o FCF – Fundo de Investimento de Ações foi liquidado; e que as ações da Telemar que possuía foram transferidas para os antigos cotistas do fundo (vide os preâmbulos do *Acordo Telemar Geral...* e do *Acordo de Acionistas Fiago...*). Adicionalmente, a Telos – Fundação Embratel de Seguridade Social teria vendido sua participação na Fiago para Previ e Funcef (*Acordo de Acionistas Fiago...*, Cláusula 1.2). Infelizmente os formulários de informações anuais da Fiago para o período relevante não estão mais disponíveis no *website* da CVM (conforme consulta realizada em 29 de dezembro de 2015). Possivelmente motivados pelo esgotamento do objeto social da Fiago em virtude da transferência das ações da Telemar que ela possuía seus acionistas deliberaram por sua dissolução em 3 de julho de 2009 (vide *Ata de AGE Fiago, 03.07.2009...*).

114 *Aditivo ao Acordo Telemar Geral...*

115 “A Companhia tenha por objeto social a participação no capital social da [OI], cabendo-lhe através da [OI] e demais controladas: (i) exercer o controle das sociedades exploradoras de serviços públicos de telefonia fixa e de sociedades exploradoras de serviços móvel pessoal (“SMP”), nos termos autorizados pela legislação em vigor [...]” e “A Companhia observe que: (a) a gestão de negócios de suas Controladas Relevantes seja exercida por profissionais experientes, independentes e capacitados [...]; (b) as decisões estratégicas da [OI], da [TELEMAR NL] e de suas Controladas Relevantes sejam sempre motivadas pelo melhor interesse dessas empresas; [...] (d) as decisões estratégicas no que tange à [OI], [TELEMAR NL] e às suas Controladas Relevantes tenham como objetivos básicos a manutenção e o crescimento de seu negócio principal, o desenvolvimento de novos projetos, o aumento da margem operacional e a adequada remuneração aos acionistas [...]” (*Acordo do Bloco...*, cláusulas 2.1.1 e 2.2). As referências à Tele Norte Leste Participações S.A. (“**Tele Norte Leste**”) foram substituídas por referências à Oi, que lhe sucedeu por incorporação em virtude da reorganização societária do grupo Oi realizada entre 2011 e 2012. A Telemar NL é designada simplesmente como

esperaria de quem dirige as atividades da companhia e orienta o funcionamento de seus órgãos de administração, características do poder de controle<sup>116</sup>.

Para suas finalidades o Acordo Telemar Geral estabelece regras sobre o exercício do direito de voto por seus participantes e eleição de administradores.

A regra geral é que a aprovação de deliberações pela assembleia geral ou conselho de administração da Telemar requerem o voto afirmativo de acionistas (ou conselheiros por eles indicados) que representem a maioria absoluta das ações com direito a voto vinculadas ao Acordo Telemar Geral<sup>117</sup>. Todavia, para a aprovação de deliberações relativas às matérias constantes de sua Cláusula 3.2.1 (as Matérias Qualificadas, elencadas nas fls. 42 a 44) requerem-se quóruns mais elevados<sup>118-119</sup>. Os quóruns de instalação das reuniões prévias são de 77% (em primeira chamada) e maioria absoluta das ações da Telemar (em segunda chamada, realizada 30min após a primeira)<sup>120</sup>.

O BNDES Par pode ainda, enquanto detiver ações preferencias resgatáveis da Telemar, vetar deliberações sobre as seguintes matérias:

- (ao) contração de dívidas em valor superior a R\$ 150 milhões (ou operações da mesma natureza que, em um prazo de 12 meses, totalizem esse valor), exceto para (A) resgatar as ações resgatáveis do BNDES Par ou pagar os dividendos fixos que lhe são devidos; ou (B) refinanciar certo empréstimo-ponte e notas promissórias já existentes à época da assinatura do Acordo Telemar Geral,

---

*Telemar* nesse acordo, o que poderia causar confusão, e por isso preferiu-se utilizar a denominação adotada nessa pesquisa.

116 “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: [...] b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

117 *Acordo Telemar Geral...*, Cláusula 3.2.

118 *Aditivo ao Acordo Telemar Geral...*, Terceiro.

119 Conforme informado na nota de rodapé n. 531, para as matérias dos itens (m) a (t), 75% das ações com direito a voto; para as dos itens (u) a (af), 77% de tais ações; e para as dos itens (ag) a (an), 87,4%, observados os seguintes preceitos: (A) nas operações entre a Telemar ou suas Controladas Relevantes e acionistas daquela ou partes relacionadas a elas em valor superior a R\$ 10 milhões (item (o)), o voto da acionista contraparte da Telemar ou da Controlada Relevante aplicável deve ser desconsiderado (*Acordo Telemar Geral*, Cláusula 3.2.2); e (B) nas operações entre a Telemar ou suas controladas relevantes e CTX Participações S.A. (“**CTX**”), Contax Participações S.A. (“**Contax**”) e Contax S.A. não é exigida a aprovação dos acordantes, ainda que elas ultrapassem os valores de R\$ 50 milhões e R\$ 10 milhões (itens (n) e (o)), desde que tais operações observem condições de mercado, atestadas por auditores externos. Caso contrário, elas exigem o voto favorável de acordantes representando 75% das ações com direito a voto da Telemar.

120 *Aditivo ao Acordo Telemar Geral...*, Terceiro.

desde que preservadas (em linhas gerais) as condições de tais operações financeiras;

- (ap)** realização de investimentos pela Telemar em valor superior a R\$ 10 milhões (ou operações da mesma natureza que, em um prazo de 12 meses, totalizem esse valor);
- (aq)** redução do capital social da Telemar, exceto para os fins dos itens (ao).(A) ou (ao).(B) logo acima;
- (ar)** alienação ou cisão de bens do ativo permanente de propriedade da Telemar (exceto pela cisão de bens relativos à participação na Contax S.A. em valor superior a R\$ 10 milhões (ou operações da mesma natureza que, em um prazo de 12 meses, totalizem esse valor);
- (as)** criação de ônus sobre bens do ativo permanente da Telemar em valor superior a R\$ 10 milhões (ou operações da mesma natureza que, em um prazo de 12 meses, totalizem esse valor), exceto **(A)** por ações preferenciais de classe A da Telemar detidas pela própria companhia e ações ordinárias da Oi<sup>121</sup>, quando em favor dos credores das obrigações referidas no item (ao).(B) acima, daquelas constituídas para seu refinanciamento ou daquelas que forem contraídas para pagar ao BNDES Par os valores que lhe forem devidos, conforme necessário para atender às exigências previstas nos respectivos instrumentos; **(B)** quando necessário para atender às exigências previstas nos instrumentos constitutivos das obrigações referidas no item (ao).(B) acima; ou **(C)** por quaisquer garantias prestadas em favor dos credores das obrigações referidas no item (ao).(B) acima, em decorrência direta delas ou que forem contraídas para pagar ao BNDES Par os valores que lhe forem devidos<sup>122</sup>;
- (at)** pagamento de dividendos ou juros sobre capital próprio aos acionistas da Telemar sem que antes tenham sido pagos os dividendos fixos devidos ao BNDES Par ou resgatadas suas ações programadas para resgate;
- (au)** quando do refinanciamento referido no item (ao).(B) acima, a pactuação de um cronograma de amortização com prazo de vencimento superior a 7 anos e prazo médio máximo superior a 5 anos;

---

121 Na condição de sucessora universal da Tele Norte Leste, conforme indicado na nota de rodapé n. 115.

122 As disposições dos itens (A), (B) e (C) parecem ser redundantes, ao menos em parte. Optou-se por reproduzi-las integralmente por fidelidade ao documento original.

(av) quando do refinanciamento referido no item (ao).(B) acima, a pactuação de um cronograma de desoneração das ações preferenciais de classe A da Telemar referidas no item (as) diferente daquele estabelecido na tabela constante do Acordo Telemar Geral<sup>123</sup>.

Tais direitos de veto refletem compromissos (*covenants*, no jargão do setor) tipicamente encontrados em contratos financeiros, e visam a proteger o mutuante contra operações que aumentem o risco por ele assumido, reduzindo (assim se espera) o custo do dinheiro aportado. Sua presença no Acordo Telemar Geral traz características de dívida ao aporte feito pelo BNDES Par. O fato de as ações preferenciais de propriedade do BNDES Par fazerem jus a um dividendo fixo mesmo nos exercícios sociais em que não for apurado lucro (pago com reservas estatutárias)<sup>124</sup> e serem resgatáveis em parcelas semestrais<sup>125</sup> reforça essa percepção – que, ressalve-se, aplica-se *apenas* às ações preferenciais de propriedade do BNDES Par, e não às ordinárias<sup>126</sup>.

É também (A) vedado aos acionistas da Telemar alterar o quantitativo consolidado de postos de trabalho no grupo Telemar pelo período de 3 anos (contado da assinatura do acordo), devendo tal obrigação constar de eventual contrato para alienação do controle sobre o grupo Oi, de forma a obrigar seus potenciais futuros controladores; e (B) enquanto o BNDES Par for acionista da Telemar, obrigatória a oferta de programas de treinamento ou recolocação a empregados eventualmente demitidos pelos grupo Telemar ou Oi<sup>127</sup>. Por meio dessas exigências o BNDES Par homenageia suas funções públicas.

A eleição de administradores recebe regulação própria. Os assentos no conselho de administração da Telemar e suas companhias controladas são partilhados entre as partes do Acordo Telemar Geral, podendo cada uma delas indicar para eleição um conselheiro para cada 7% de ações com direito a voto que possuir. Adicionalmente, é garantido (C) à AG Tel, LF Tel e FATL, em conjunto, o direito de indicar a maioria dos conselheiros de administração da Telemar e suas Controladas Relevantes; (D) ao BNDES Par, Previ, Petros

---

123 *Acordo do Bloco...*, Cláusula 24.5.

124 Conforme TELEMAR, *Estatuto Social...*

125 TELEMAR, *Estatuto Social...*

126 Segundo o Formulário de Referência 2013, v. 6 da Telemar, de 10 de dezembro de 2013, o BNDES Par possuía 414.535.522 ações ordinárias e 666.670 ações preferenciais da companhia (Fonte: <<http://www.cvm.gov.br>>, acesso em 3 de janeiro de 2016).

127 *Acordo do Bloco...*, Cláusula 24.6.

e Funcef, o direito de somar suas participações para fins de indicação de conselheiros<sup>128</sup>; e **(E)** à Bratel, o direito de indicar (sem prejuízo do disposto no item (J) e adicionalmente a seu direito de indicar um conselheiro para cada 7% de ações da Telemar que detiver) um conselheiro para a Telemar e 2 conselheiros para a Oi<sup>129</sup>. Os conselheiros indicados pela Bratel na forma do item (C) devem ser executivos do grupo Portugal Telecom, para garantir a integração operacional entre esse grupo e o grupo Oi, um dos objetivos do negócio que levou à aquisição da participação na Telemar pelo grupo luso. Essas disposições são complementadas por outra exigindo que todos acordantes exerçam seus direitos de voto para eleger os conselheiros por eles indicados. Por fim, o acordo estabelece ainda que BNDES, Previ, Petros, Funcef e Bratel poderão indicar membros para o conselho de administração de quaisquer controladas sempre que AG Tel, LF Tel e FATL o fizerem<sup>130</sup>.

Também a eleição de diretores é regulada pelo Acordo Geral Telemar. A diretoria da própria Telemar é composta de 4 diretores, dois deles (incluindo o Diretor Presidente<sup>131</sup>) eleitos por AG Tel, LF Tel e FATL; o terceiro, por Previ, Petros e Funcef (desde que detenham, conjuntamente, pelo menos 12% das ações da companhia); e o quarto, pela Bratel (direito igualmente condicionado à propriedade de pelo menos 12% das ações da companhia).

Já os diretores presidentes das controladas da Telemar são indicados por um Comitê de Escolha de Diretores Presidentes e referendados por acionistas representando 75% das ações da Telemar. Esse comitê decide por maioria e é composto por 5 membros, sendo 1 indicado conjuntamente por BNDES Par, Previ, Petros e Funcef<sup>132</sup>; 1, pela Bratel; e 3, por AG Tel, LF Tel e FATL, conjuntamente. Caso o nome indicado pelo Comitê não seja referendado pelos acionistas, aplica-se o seguinte procedimento: **(F)** o Comitê deve indicar três empresas de recrutamento de nível internacional, que devem ser referendadas por acionistas representando 75% das ações da Telemar; **(G)** é facultado aos acionistas detentores de pelo menos 23% das ações da Telemar vetar uma das três empresas indicadas pelo Comitê; **(H)** AG Tel, LF Tel e FATL, conjuntamente, selecionam uma dentre as duas

128 Outro indicativo da unidade entre os fundos e o BNDES Par no que toca a sua participação no capital da Telemar, já referida na fl. 45

129 Na qualidade de sucessora da Tele Norte Leste, conforme indicado na nota de rodapé n. 115.

130 Todas as disposições sobre eleição de conselheiros encontram-se em *Aditivo ao Acordo Telemar Geral...*, Quarto.

131 A quem cabe representar a Telemar nas assembleias gerais da Oi, conforme o Artigo 21, Parágrafo Único do estatuto social daquela companhia.

132 Mais um indicativo da já referida coalizão entre essas partes.

empresas restantes (ou as três, se a faculdade de veto do item (G) não houver sido exercida) para apoiar o Comitê na escolha do candidato; **(I)** com o apoio da empresa de recrutamento contratada, o Comitê indica três candidatos para o cargo em questão, que não poderá ter sido empregado das acordantes (ou controladas suas) ou nomeado por elas para cargos de administração e deverá ter experiência na administração de empresas de grande porte; **(J)** é facultado aos acionistas detentores de pelo menos 23% das ações da Telemar vetar um dos três candidatos; e **(K)** AG Tel, LF Tel e FATL, conjuntamente, selecionam um dentre os dois candidatos restantes (ou os três, se a faculdade de veto do item (I) não houver sido exercida)<sup>133</sup>.

Os demais diretores das Controladas Relevantes da Telemar são indicados **(L)** pelo Diretor Presidente da Oi<sup>134</sup> (no caso dessa); e **(M)** pelo Diretor Presidente da Oi e da sociedade em questão, no caso das demais Controladas Relevantes<sup>135</sup>.

O Acordo Telemar Geral também prevê que os Acordos AG/LF, o Acordo AG/LF/FATL e o Acordo do Bloco não poderão ser modificados sem anuência de todos os participantes do Acordo Telemar Geral<sup>136</sup>, sujeitando toda a estrutura de poder da companhia a este acordo.

Analisados todos os acordos de acionistas com efeito sobre a Telemar, tem-se um cenário complexo.

**(A)** Para a aprovação de deliberações referentes às Matérias Qualificadas é necessário o consenso entre AG Ltda., Jereissati Par e Bratel, que por sua vez determinará o voto da FATL e comandará, portanto, 62,29% do capital votante da Telemar. No entanto, considerando que o Acordo Telemar Geral exige entre 75% e 87,4% das ações com direito a voto da Telemar para a aprovação de deliberações referentes a Matérias Qualificadas, é necessário também o voto de acionistas representando pelo menos mais 12,71% das ações com direito a voto da companhia – e, portanto, o voto favorável do bloco formado por BNDES Par, Previ, Petros e Funcef.

**(B)** Para a aprovação de outras resoluções (*i.e.*, aquelas que não caracterizem Matérias Qualificadas), é determinante o voto de AG Tel, LF Tel e FATL (que juntas comandam 50,22% do capital votante da Telemar). Considerando que **(a)** nessas matérias

---

133 Todas as disposições sobre eleição dos diretores presidentes das controladas encontram-se em *Aditivo ao Acordo Telemar Geral...*, Quinto.

134 Na qualidade de sucessora da Tele Norte Leste, conforme exposto na nota de rodapé n. 115.

135 *Acordo Telemar Geral...*, Cláusula 5.4.

136 *Aditivo ao Acordo Telemar Geral...*, Sexto.

AG Ltda. e Jereissati Par determinam livremente a posição da Pasa e EDSP75 (e, assim, de AG Tel e LF Tel), e que ( $\beta$ ) por força do Acordo AG/LF/FATL, se AG Tel e LF Tel votarem no mesmo sentido, a FATL se verá obrigada a seguir essa orientação comum, então quando AG Ltda. e Jereissati Par concordarem elas comandarão a decisão da Telemar. Se, porém, AG Ltda. e Jereissati Par divergirem, a FATL funcionará como o fiel da balança.

(C) AG Tel, LF Tel e FATL elegem a maioria dos conselheiros de administração da Telemar e suas controladas relevantes – mas esse fato não deve ser superestimado. As decisões a serem tomadas pelos conselhos de administração dessas companhias são previamente submetidas a reunião prévia dos participantes do Acordo Telemar Geral<sup>137</sup>, cujas decisões vinculam o voto dos conselheiros eleitos nos termos desse acordo<sup>138</sup>. Assim, em última instância as decisões do conselho são determinadas pelos participantes do Acordo Telemar Geral, nos termos de suas disposições.

(D) AG Tel, LF Tel e FATL elegem conjuntamente (sem participação da Bratel no processo decisório) o Diretor Presidente da Telemar, a quem cabe representá-la nas assembleias da Oi, mas que (por força das disposições do Acordo Geral Telemar) goza de pouca autonomia para fazê-lo. A escolha dos diretores presidentes das Controladas Relevantes, por sua vez, depende ( $\gamma$ ) do voto de AG Tel, LF Tel e FATL (sem participação da Bratel no processo decisório) e de acionistas representando pelo menos mais 24,78%<sup>139</sup> das ações da Telemar; ou ( $\delta$ ) caso não se obtenha tal acordo, da orquestração entre AG Tel, LF Tel e FATL (sem participação da Bratel no processo decisório), de um lado, e acionistas representando pelo menos 23%<sup>140</sup> das ações da Telemar, de outro, conforme o procedimento descrito nas fls. 51 e 52. Os demais diretores das Controladas Relevantes, por sua vez, são eleitos pelos diretores presidentes das respectivas companhias, em conjunto com o diretor presidente da Oi (exceto no caso da própria Oi, por razões evidentes).

---

137 E, consequentemente, dos Acordos AG/LF e do Acordo AG/LF/FATL.

138 “As Partes deverão reunir-se previamente a qualquer Assembleia Geral ou Reunião do Conselho de Administração. Nas Reuniões Prévias Gerais, cada Ação ordinária Afetada terá direito a 1 (um) voto e as decisões tomadas deverão ser registradas por escrito e vincularão os votos de todas as Partes na respectiva Assembleia Geral, sendo certo, ainda, que *as Partes obrigam-se a fazer com que seus representantes, nas Reuniões do Conselho de Administração, votem de acordo com o que for decidido nas Reuniões Prévias Gerais e a diligenciar para sua implementação*” (Acordo Telemar Geral..., Cláusula 3.1).

139 P.e., Bratel e BNDES Par, ou BNDES Par e pelo menos mais dois dentre Petros, Previ e Funcef.

140 P.e., Petros, Previ e Funcef, ou quaisquer dois deles e BNDES Par.

Diante do exposto, conclui-se que *nenhum* acionista ou subgrupo de acionistas diretos ou indiretos da Telemar pode ser caracterizado como seu controlador, pois nenhum deles dispõe de direitos de sócio que lhe assegurem de modo estável a maioria dos votos nas reuniões prévias do Acordo Telemar Geral (e, conseqüentemente, nas assembleias gerais da Telemar). AG Tel, LF Tel e FATL, em conjunto e sem participação da Bratel, formam o subgrupo que mais se aproxima disso, pois são autonomamente capazes de decidir sobre todas as matérias que não constituam Matérias Qualificadas e de eleger a maioria dos conselheiros de administração. Mas esse poder não é estável, pois o voto do bloco AG/LF/FATL pode ser determinado ora por AG Tel e LF Tel, ora por uma dessas e FATL. Além disso, ele claramente não é uno, geral nem soberano, pois admite rivais, não alcança todas as esferas da Telemar e suas Controladas Relevantes e é limitado pelo poder exercido pelos demais acionistas.

O poder de controle sobre a Telemar (e, indiretamente, sobre a Oi) é portanto constituído pelo Acordo Telemar Geral e exercido *conjuntamente* por *todos* seus participantes. Apropriadamente, este acordo apresenta as características que seriam esperadas de um acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle – ele se apresenta como tal (conforme exposto na fl. 47); estabelece a obrigação dos acordantes exercerem seu voto de maneira uniforme de uma forma geral; dispõe sobre a eleição e atuação dos órgãos de administração da companhia; e contém cláusulas que restringem a circulação de ações<sup>141</sup>.

---

141 Vide suas cláusulas VII, VIII, IX e X (*Acordo Telemar Geral*) e XI-A (*Aditivo ao Acordo Telemar Geral*)



## II. PODER DE CONTROLE: LIMITES

No capítulo anterior analisou-se o conceito de poder de controle e seu exercício conjunto mediante acordo de acionistas, ilustrando-se os conceitos explorados com o estudo da estrutura de controle da Oi – que oportunamente ilustrará também os conceitos deste capítulo<sup>142</sup>.

Aquele capítulo se iniciou por uma genealogia hipotética do poder de controle<sup>143</sup>. No exemplo arquetípico, um empreendedor ou (pequeno grupo de empreendedores), ao se ver diante da necessidade de capitalizar seus negócios, admite a sua sociedade terceiros a eles alheios, trocando a condição de gestor do seu negócio pela de gestor dos negócios de uma coletividade.

Pois juntamente com o poder de controle surgem as oportunidades para seu abuso, como se demonstrará neste capítulo. Iniciar-se-á pela análise das normas aplicáveis ao exercício do poder de controle e o papel daquela que condena o abuso como parte da disciplina do poder de controle. Em seguida analisar-se-á a configuração dessa disciplina no Estados Unidos e no Reino Unido, buscando-se assim uma base comparativa para a análise do direito brasileiro. Este último será o objeto da terceira parte deste capítulo, que será seguida de um paralelo entre os conceitos jurídicos desenvolvidos e conceitos econômicos que dizem respeito ao mesmo fenômeno. Por fim, examinar-se-á o caso Oi.

### II.1. Estrutura normativa dos limites do poder de controle

Juridicamente, a sociedade personificada é proprietária de seus bens e titular de seus direitos. Mas nenhuma pessoa jurídica é capaz de fruir e gozar de seus bens e exercer seus direitos sem a intermediação de pessoas físicas.

Quem o faz ordinariamente são os administradores, cujos poderes são limitados e subordinados aos do controlador (como se afirmou acima<sup>144</sup>), a quem cabe dispor sobre os bens e direitos da pessoa jurídica em última instância.

A genealogia do poder de controle demonstra que a posição do controlador é diferente daquela do empresário individual. Enquanto este último administra negócios

---

142 Vide seção II.6.

143 Vide seção I.1.

144 Vide fl. 22.

próprios, aquele administra os negócios de uma coletividade (da qual pode nem mesmo fazer parte, se for o caso de controle gerencial).

A posição do controlador o distingue igualmente dos demais acionistas. Somente ele comanda a assembleia e dirige a empresa, e pode alterar tal comando e direção alienando sua participação. E há sempre o risco de que exerça tais poderes sem observar os fins a que se destinam. Berle e Means identificaram tal risco observando a separação entre propriedade e controle. “Se assumirmos que o desejo pelo ganho pessoal é a principal força motivadora do controle, somos obrigados a concluir que os interesses do controle são diferentes daquelas da propriedade, e com frequência radicalmente opostos a estes”<sup>145</sup>. E seguem:

“Se tais pessoas [os controladores] puderem obter um ganho de um milhão de dólares com a venda de um bem para a companhia, eles podem dar-se o luxo de sofrer uma perda de \$600.000 por meio da propriedade de 60 por cento das ações, pois ainda assim a transação lhes trará um ganho líquido de \$400.000, e os demais acionistas suportarão a perda correspondente”<sup>146</sup>.

São muitas as possibilidades de conflito. Os controladores podem conduzir a companhia a um crescimento desmesurado para ampliar seu poder e influência; ou doar os recursos da companhia para causas humanitárias, adquirindo fama de filantropos. O problema fundamental é o fato de os controladores não absorverem plenamente os custos de suas decisões – fenômeno que os economistas denominam *externalidade* (no caso, negativa)<sup>147</sup>.

Para tentar evitar a ocorrência de tais externalidades e proteger os acionistas minoritários, o direito impõe ao controlador (em maior ou menor grau, de acordo com as tradições de cada sistema jurídico) certos deveres, que determinam que atue no interesse de

---

145 “If we assume that the desire for personal profit is the prime force motivating control, we must conclude that the interests of control are different from and often radically opposed to those of ownership” (A. A. BERLE; G. C. MEANS, *The Modern Corporation...*, p. 114–115).

146 “If such persons can make a profit of a million dollars from a sale of property to the corporation, they can afford to suffer a loss of \$600,000 through the ownership of 60 per cent of the stock, since the transaction will still net them \$400,000 and the remaining stockholders will shoulder the corresponding loss” (A. A. BERLE; G. C. MEANS, *The Modern Corporation...*, pp. 114–115).

147 A análise seminal do problema encontra-se no clássico R. COASE, *The Problem of Social Cost...* Um externalidade é *negativa* quando o agente não absorve integralmente os custos de suas ações, e *positiva* quando ele não absorve integralmente os *benefícios* por elas gerados.

*todos* os componentes da coletividade empreendedora – e não *qualquer* interesse, mas aquele que os une e levou-os a associar-se<sup>148</sup>.

Tais deveres têm natureza e escopo diverso daqueles a que estão sujeitos os demais acionistas – daí certas diferenças entre os arts. 115 (de um lado) e 116, Parágrafo Único e 117 (de outro), todos da Lei das S.A. Enquanto os acionistas minoritários se submetem apenas à exigência de votar no interesse da companhia, abstendo-se de buscar causar-lhe dano ou obter vantagem a que não fazem jus, em prejuízo da companhia ou dos demais acionistas, o controlador deve *também* fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social (uma obrigação *comissiva*) – não apenas mediante o exercício do voto, mas em todas suas manifestações enquanto controlador<sup>149-150</sup>.

148 As reflexões acima foram orientadas pelo seguinte trecho da autoria de Comparato: “A ligação da pessoa jurídica aos bens sociais não é de *poder* (*plena in re potestas*) e sim de mera *pertinência*. Os bens sociais pertencem à sociedade, mas quem detém sobre eles o poder de disposição é o empresário, ou seja, o titular do controle. [...] O titular do poder de controle exerce, efetivamente, como sustentou Champaud, a disposição dos bens alheios e, por isso mesmo, essa “propriedade, sob a forma de empresa” não somente tem uma função social, mas é uma função social. A atividade empresarial deve ser exercida pelo empresário nas sociedades mercantis, não no interesse próprio, mas no interesse social, isto é, de todos os sócios *uti socii*. Trata-se, portanto, de um poder-dever, a meio caminho entre o *jus* e o *munus*” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 131). Em outra obra Comparato afirma que “Enquanto aquele [o controlador] tem deveres e responsabilidades não só em relação aos demais acionistas, mas também perante os trabalhadores e a comunidade em que atua a empresa, os não-controladores devem pautar sua atuação na companhia pelos interesses estritamente societários. É que uns são autênticos empresários, ao passo que os outros não passam de sócios capitalistas” (F. K. COMPARATO, *Controle conjunto, abuso...*, p. 86). Afirmar que o controlador tem deveres para com os trabalhadores e a comunidade em que a empresa atua (como faz o art. 116, Parágrafo Único da Lei das S.A.) não equivale a dizer que ele deve promover interesses dessas pessoas, mas apenas que deve respeitá-los e atendê-los, e portanto não parece haver contradição entre ambos os trechos do prof. Comparato. Também no sentido de que os controladores devem perseguir o fim social, mas fazendo referência às transformações provocadas pela transição do empresário individual para o empresário coletivo e indo um pouco além, também Lamy Filho e Pedreira: “Mas é inegável que mudança substancial teria que ser exigida no comportamento desses antigos empresários, ainda administradores: era a consciência de que administravam bens alheios, e teriam de prestar contas e seriam julgados como tais” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *A Lei das S.A.*, v. 1..., p. 146).

149 “O artigo 115 da lei regula o voto como direito subjetivo do acionista, que pode exercê-lo ou não, conforme for de seu interesse, embora quando o exerça deva fazê-lo no interesse da companhia (v. § 104-1). Os artigos 116 e 117 regulam o poder de fato de dirigir a atividade social, e a lei prescreve ao acionista controlador o dever de usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. O controlador pode, portanto, ser responsabilizado por omissão no cumprimento do seu dever de exercer o poder de controle, enquanto os demais acionistas não são responsáveis por omissão no exercício do direito de voto. Algumas das modalidades de abuso de poder de controle constantes das alíneas do § 1º do artigo 117 estão compreendidas na norma do artigo 115, que prescreve ao acionista o exercício do direito de voto no interesse da companhia, mas a responsabilidade do acionista controlador no exercício do poder de controle é bem mais ampla do que a do acionista no exercício do direito de voto” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA; §§ 229-245, p. 839). No mesmo sentido: “Todas as hipóteses contempladas no § 1º do art. 117 são comissivas. No entanto, a fórmula genérica do art. 116, parágrafo único, comporta, evidentemente, um dever ativo do controlador, e é este princípio que deve prevalecer, não se podendo interpretar isoladamente esses dispositivos legais” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 392-393).

150 De acordo com Alfredo Lamy Filho e Pedreira, “as normas do artigo 115 sobre proibição do direito de voto e conflito de interesses somente se aplicam ao exercício do direito de voto pelo acionista

O reconhecimento da existência de deveres dos controladores respalda a imposição de certas obrigações a ele<sup>151</sup> e a fiscalização do conteúdo de suas decisões<sup>152</sup>. Isso, por sua vez, molda os próprios poderes do controlador<sup>153</sup>. Assim, ao deixar-se levar por seus próprios interesses, olvidando-se daqueles da companhia e dos demais acionistas, ele deixa os domínios do exercício regular de direito e adentra aqueles da ilicitude<sup>154</sup>.

Essa fronteira é por vezes demarcada de forma clara e precisa. O art. 115, § 1º da Lei das S.A., antecipando-se ao problema, proíbe os acionistas de votarem a aprovação das

---

controlador enquanto compatíveis com as atribuições deste”, pois “as situações de impedimento ou conflito de interesses no exercício do direito de voto previstas no artigo 115 são esporádicas, enquanto o exercício do poder de controle é permanente, e a norma que vedasse ao acionista controlador exercer o direito de voto por conflito de interesses seria incompatível com o dever legal de exercer o controle, além de conflitar com o princípio majoritário”. O controlador só poderia ser responsabilizado, assim, em caso de violação das normas que regulam o exercício do poder de controle (§§ 229-245, p. 840). Mas esse entendimento não parece ter prosperado, pois ninguém duvida hoje que se aplicam aos controladores as disciplinas do conflito de interesses e benefícios particulares (embora haja profundas divergências quanto ao sentido dessas expressões e o conteúdo dessas disciplinas) e as vedações ao exercício do voto.

- 151 “betont der Minderheitenschutz die situationsabhängige Interessenwahrung und knüpft deshalb nicht an Rechte der unterworfenen Personen, sondern an Pflichten der Entscheidungsträger an” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, p. 419). Em tradução livre: “a proteção da minoria enfatiza o caráter situacional da proteção dos interesses e por isso não estabelece *direitos* para as pessoas a que se dirige, mas *obrigações* para os tomadores de decisão”.
- 152 “the substantive protection of minority with its focus on providing a substantive analysis of the decisions of the majority which the minority can assert before a court by way of litigation” (G. ROTH e P. KINDLER, *The Spirit of...*, p. 9). Em tradução livre: “a proteção substantiva da minoria, com seu foco em possibilitar uma análise substantiva das decisões da maioria, que a minoria pode exigir perante um tribunal mediante litigância”.
- 153 “Die Treuepflicht des herrschenden Gesellschafters oder der herrschenden Gesellschaftergruppe fußt auf dem Machtzuwachs, den derjenige erhält, der in der Gesellschafterversammlung und bei der Unternehmensführung über eigenes und fremdes Vermögen verfügen und dieses bei Rechtsgeschäften über seine Beteiligung beeinflussen kann. Die Pflicht zur treuhänderischen Verwaltung des gesamten Eigen- und Fremdkapitals ist eine Konkretisierung des allgemein Rechtsprinzips, wonach sich Einfluß und Verantwortung entsprechen müssen. Die Rücksichtspflicht des Mehrheitsgesellschafters begrenzt nicht nur seine Rechtsausübung, sondern gestaltet inhaltlich seine Rechtsmacht” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 432). Em tradução livre: “O dever de lealdade do acionista dominante ou do grupo de acionistas dominantes baseia-se no acréscimo de poder que obtém aquele que, na assembleia e por meio da condução da empresa, comanda patrimônio próprio e alheio, e essas [assembleia e condução da empresa] pode influenciar mediante negócios jurídicos envolvendo sua participação. O dever de administração leal dos capitais próprio e alheio comuns é uma concretização do princípio jurídico geral de acordo com o qual influência e responsabilidade devem corresponder. O dever de consideração do acionista majoritário não apenas limita o exercício de seus direitos, mas conforma o conteúdo de seus poderes jurídicos”. No mesmo sentido, K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, p. 615: “Aus dem Mehrheitsprinzip folgt das grundsätzliche Unterworfensein der Minderheit unter die Mehrheitsentscheidung, und gleichzeitig folgt daraus die Bindung und Verantwortlichkeit der Mehrheit” (“Do princípio da maioria segue-se a fundamental sujeição da minoria à decisão da maioria, e simultaneamente segue-se daí a vinculação e responsabilidade da maioria”).
- 154 “[O exercício irregular de direitos conferidos em vista de uma função atribuída ao agente, tal como o poder de controle, é] mais facilmente apreendido como desvio de finalidade, porque, nesse caso, o direito é conferido para que se atinja uma finalidade de interesse social, encontrando-se a finalidade na própria definição do direito subjetivo. Nesse caso, a finalidade é um dos elementos essenciais do direito, de modo que não existe direito se a ação é dirigida para fim diverso daquele para o qual o direito foi concebido” (C. A. da S. LOBO, *Reflexões Sobre a Responsabilidade...*, p. 52).

próprias contas e a avaliação de bens com que tenham contribuído para o capital social<sup>155</sup>. E os arts. 198 e 199 da Lei das S.A., que estabelecem limites para a constituição de reservas, lidos em conjunto com aqueles que estabelecem o dividendo obrigatório (em especial o art. 202), proíbem a retenção desmedida de lucros, tradicional forma de opressão dos minoritários.

Mas nem sempre é possível recorrer a regras tão precisas. Sua especificidade torna impraticável seu uso para a disciplina de *todas* as possíveis condutas desviantes do controlador, e sua inflexibilidade pode prejudicar a realização de operações legítimas e vantajosas para a companhia, ao mesmo tempo em que legitima operações fraudulentas, que atendam à letra da lei, mas não a seu espírito<sup>156</sup>.

Para superar essas limitações, o direito recorre a regras gerais e abertas, que preencham os espaços deixados pelas regras mais específicas. Hansmann e Kraakman, na conhecida obra *The Anatomy of Corporate Law*, dão a esse tipo de regra a denominação de *standard*, normas que “conferem discricção ao julgador para determinar *ex post* se houve uma violação”<sup>157</sup>. No vocabulário próprio de nossa tradição jurídica, tratam-se de *cláusulas gerais*<sup>158</sup>.

---

155 Conforme comentado à fl. 57, essas vedações aplicam-se igualmente aos minoritários. Mas na prática elas se aplicam com muito mais frequência aos controladores, já que (por definição) eles elegem a maioria dos administradores e que (também por definição) não é viável a integralização em bens pelos minoritários sem a anuência do controlador, o que impõem a necessidade de negociações prévias, que por sua vez reduz significativamente a possibilidade de abuso.

156 “few jurisdictions rely on the rules strategy as a principal device for regulating complex, intra-corporate relations, such as, for example, self-dealing transactions initiated by controlling shareholders. Such matters are, presumably, too complex to regulate with a matrix of prohibitions and exemptions, which threaten to codify loopholes and create pointless rigidities” (J. ARMOUR; H. HANSMANN; R. KRAAKMAN, *Agency Problems...*, p. 24). Em tradução livre: “poucos países se baseiam na estratégia de regras como principal mecanismo para regular relações intra-societárias complexas, tais como, por exemplo, situações de conflito de interesses criadas pelos controladores. Tais matérias são presumivelmente complexas demais para serem reguladas por meio de uma matriz de proibições e exceções, que correm o risco de solidificar lacunas e criar rigores sem sentido”.

157 “leave discretion for adjudicators to determine *ex post* whether violations have occurred” (J. ARMOUR; H. HANSMANN; R. KRAAKMAN, *Agency Problems...*, p. 24). Os autores, todavia, não explicitam o caráter integrativo dessas normas. Isso talvez possa ser atribuído a sua formação na *common law*, em que há (quando comparada à tradição romano-germânica) menor preocupação com a sistematização do direito.

158 Pelo menos na acepção do conceito adotada por Larenz (K. LARENZ, *Metodología de la Ciencia del Derecho...*, pp. 283 e ss.) e, no Brasil, por Cláudia Lima Marques (C. L. MARQUES, *A boa-fé nos serviços bancários...*) e Fabiano Menke (F. MENKE, *A interpretação das cláusulas gerais...*). Judith Martins-Costa só reconhece como cláusulas gerais aquelas normas que *não* estabelecem as consequências de sua violação – aquelas que o façam, mas utilizem formulações gerais e abertas, seriam marcadas apenas pelo recurso a *conceitos jurídicos indeterminados* (J. MARTINS-COSTA, *A Boa-Fé no Direito Privado...*, pp. 143). Mas essa polêmica é de pouco interesse para estas ponderações, dado que não estão em jogo as sanções à violação das normas sobre o abuso do poder de controle.

O que caracteriza as normas dessa espécie é a extraordinária e proposital *vagueza* de sua hipótese de incidência<sup>159</sup>. Fica delegada a seus aplicadores, assim, a tarefa de determinar seu sentido.

Para lograr êxito nesse empreendimento, aqueles que estudaram as cláusulas gerais recomendam o recurso à *concreção*. Sendo vagas (mas não vazias<sup>160</sup>), elas precisam ter seu conteúdo preenchido no momento de sua aplicação mediante referência à consciência jurídica geral da comunidade jurídica<sup>161</sup> (*i.e.*, os valores compartilhados por uma comunidade jurídica). E cada caso torna-se um *exemplo*, com o qual casos futuros poderão ser comparados para que se determine a aplicação (ou não) da norma em questão<sup>162</sup>. Por meio desse processo dialético entre a consciência jurídica geral e casuística, constrói-se o conteúdo da cláusula geral.

Submetida a esse permanente processo de reavaliação, a norma adquire uma *mobilidade e abertura* que seriam impossíveis de alcançar-se apenas com regras específicas. Canaris define esses conceitos, respectivamente, como **(a)** a possibilidade de, ao aplicar-se o direito, levar-se em consideração diversos princípios valorativos, qualquer deles capaz de afastar ou influenciar a aplicação dos demais, sem hierarquia<sup>163</sup>; e **(b)** a mutabilidade, especialmente mediante a “concretização de normas carecidas de

---

159 “As cláusulas gerais não são necessariamente nem gerais, nem genéricas, nem ambíguas. A sua linguagem é, contudo, particularmente vaga ou «porosa»” (J. MARTINS-COSTA, *A Boa-Fé no Direito Privado...*, p. 133). Convém ressaltar o adjetivo *particularmente*. A *vagueza* é um atributo da imensa maioria das normas jurídicas, ainda que por vezes só se revele sob circunstâncias excepcionais, como demonstra L. L. FULLER, *Positivism and Fidelity to Law...*, pp. 663 e ss. Por essa razão, o autor entende que identificar uma norma como cláusula geral (ou um conceito jurídico como indeterminado) não lhe confere um *status* diferenciado, mas apenas ajuda a definir os desafios para sua aplicação e os meios de enfrentá-los.

160 Pois “contienen siempre una idea jurídica específica, que, por cierto, se substraee a toda definición conceptual, pero que puede ser aclarada por medio de ejemplos generalmente aceptados” (K. LARENZ, *Metodología de la Ciencia del Derecho...*, pp. 214).

161 “Estas pautas reciben su contenido mediante la conciencia jurídica general de los vinculados a una comunidad jurídica, conciencia que no sólo lleva impreso el sello de la tradición, sino que está concebida como continua reconstitución” (K. LARENZ, *Metodología de la Ciencia del Derecho...*, pp. 214).

162 “Por lo que respecta a las pautas que precisan ser llenadas de contenido se muestra, con especial claridad, que su “aplicación” exige siempre su concretización, es decir: la ulterior determinación de su contenido; pero ésta, por su parte, repercute en la “aplicación” de la pauta en casos futuros comparables. Pues toda concretización (lograda) sirve como caso comparable y se convierte, con ello, en punto de partida de nuevas concretizaciones. La pauta “se concretiza” al enjuiciar el caso al que el enjuiciante la estima “aplicable” o “no aplicable”. En este proceso de concretización mediante el enjuiciamiento del caso la pauta enriquece su contenido y, de este modo, se desarrolla” (K. LARENZ, *Metodología de la Ciencia del Derecho...*, pp. 214)

163 C.-W. CANARIS, *Pensamento sistemático...*, pp. 128-129. O autor diferencia os sistemas móveis das cláusulas gerais (pp. 141 e ss.), afirmando que estas são ainda mais indeterminadas que aqueles, pois são valorativamente preenchidas no momento de sua aplicação. Pode-se dizer, assim, que as cláusulas gerais são dotadas de mais mobilidade que os sistemas móveis.

preenchimento com valorações” e da “erupção de princípios gerais de Direito extra-legais, que têm o seu fundamento de validade na ideia de Direito e na natureza das coisas”<sup>164</sup>. Essas características permitem que o direito desenvolva-se permanentemente, adaptando-se a novos problemas e novas ideias.

Em maior ou menor grau, encontram-se normas que disciplinam o poder de controle de forma móvel e aberta no direito da maioria os países com que comumente se compara o direito brasileiro<sup>165</sup>. A seguir analisar-se-ão as disposições pertinentes constantes dos direitos estadunidense e britânico. Em seguida, com o enriquecimento proporcionado por tal análise, passar-se-á ao direito brasileiro.

## II.2. Direito estadunidense

O direito estadunidense limita a conduta dos controladores das *corporations* submetendo-os a deveres fiduciários congêneres àqueles impostos aos administradores. Tais deveres são substancialmente os mesmos<sup>166</sup>, mas a ampla competência do *board of di-*

---

164 C.-W. CANARIS, *Pensamento sistemático...*, pp. 126 e ss.

165 “Os sistemas legislativos e as construções jurisprudenciais, relativamente às sociedades anônimas, adotam normas e conceitos, visando à proteção das minorias, substancialmente equivalentes. A vasta bibliografia existente sobre o assunto evidencia que, de par com certos direitos chamados “intangíveis” (assegurados aos acionistas individuais e que a Assembleia não pode violar), são consagradas restrições às deliberações majoritárias com fundamento em “abuso de direito”, “desvio” ou “excesso de poder”, “relatividade de voto”, “*fraud on the minority*”, “*fairness*” e “*fiduciary relationship*”, ou, ainda, com base na doutrina “*ultra vires*” ou na teoria institucional” (A. LAMY FILHO, *Abuso do Poder de Controle...*, p. 230). No trecho citado os autores têm em mente apenas a disciplina das deliberações da assembleia, mas o raciocínio é plenamente extensível ao poder de controle como um todo.

166 “In general, however, power granted to a majority must be regarded as standing on the same footing with the power granted to the management. While an individual shareholder normally is not required to exercise his voting rights in a fiduciary capacity, nevertheless the power of a majority is subject to certain equitable limitations, which appear to differ under varying states of fact. Thus, a majority composed of scattered shareholders, not actuated by a unifying interest, nevertheless must not so exercise its power as to “confiscate” the rights of the minority, nor so as to oppress them unreasonably. The mere power concentrated in the hands of, say, a parent corporation, or of the management itself, appears to be tested by rules almost exactly like those applicable to boards of directors” (A. A. BERLE; G. C. MEANS, *The Modern Corporation...*, p. 236.). Em tradução livre: “Em geral, entretanto, poder conferido à maioria deve ser considerado como repousando sobre a mesma base que o poder conferido à administração. Enquanto de um acionista individual normalmente não é exigido que exerça seus direitos de voto como um fiduciário, não obstante o poder de uma maioria é sujeito a certas limitações equitativas, que parecem variar em diferentes circunstância. Assim, mesmo uma maioria composta de acionistas dispersos, não movidos por um interesse unificador, não deve exercer seu poder de forma a “confiscar” os direitos da minoria, nem para oprimi-los irrazoavelmente. O mero poder concentrado nas mãos de, por exemplo, uma companhia controladora, ou da própria administração, parece ser testado por regras quase exatamente iguais aquelas aplicáveis ao conselho de diretores”.

*rectors*<sup>167</sup> nas companhias estadunidenses faz com que as oportunidades de sua aplicação aos *directors* seja mais ampla que aquelas relativas aos controladores.

Para compreender a extensão dos deveres dos controladores de companhias estadunidenses é necessário analisá-los no contexto de sua aplicação – como é típico da *common law*. Há fundamentalmente 4 linhas jurisprudenciais sobre a matéria (a) transações entre controladores e controladas; (b) usurpação de oportunidades; (c) transferência do poder de controle; e (d) *freeze outs* – operações societárias que resultem na exclusão de acionistas<sup>168</sup>. Uma visão completa dos deveres dos controladores exige que cada uma delas seja analisada<sup>169</sup>.

### II.2.1. Transações entre controladores e controladas

As transações entre controladoras e controladas são julgadas com base em um dentre dois padrões, de acordo com as circunstâncias do caso: *business judgement rule* (“regra do julgamento comercial”) ou *intrinsic fairness* (“equitatividade intrínseca”)<sup>170</sup>. O padrão aplicado pode alterar radicalmente o resultado do caso.

No caso *Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co.*, a *Supreme Court of Delaware* aplicou a regra do julgamento comercial porque os termos da relação entre controladora (*Getty Oil*) e controlada (*Skelly Oil*) não haviam sido estabelecidos por aquela, mas pelo governo<sup>171-172</sup>.

167 As companhias americanas não possuem *diretoria e conselho de administração*, mas um único órgão – o *board of directors* –, cujos membros exercem as funções de conselho e diretoria (embora na prática seja comum que os poderes de representação sejam delegados a certos membros do *board*, designados *executive* ou *managing directors*). Assim, qualquer tentativa de traduzir *board of directors* ou *directors* poderia levar a interpretações equivocadas, e por isso optou-se por manter tais expressões no idioma original.

168 A organização e análise dos casos abaixo baseou-se principalmente em GILSON e GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*.

169 As considerações a seguir são focadas no direito do estado de Delaware, que (segundo o *site* oficial do governo desse estado) concentra mais de 50% das companhias abertas estadunidenses (Fonte: <<http://www.corp.delaware.gov>>. Acesso em 26 de maio de 2016.)

170 Traduzir *fairness* não é uma tarefa fácil. Não se trata de justiça, nem de equidade, que na tradição lusófona relaciona-se ao conceito exposto por Aristóteles na *Ética a Nicômacos* (particularmente, a partir de 1137a) – a “correção” da lei quando sua aplicação levar a um resultado injusto. *Fairness* diz respeito à exigência de tratarem-se os iguais igualmente, que não é sintetizada em nenhum vocábulo da língua portuguesa. Por essas razões, optou-se por utilizar o neologismo *equitatividade*.

171 O caso dizia respeito à divisão de quotas de importação de petróleo cru, que haviam sido impostas pelo governo estadunidense. Uma decisão do governo decretara a perda do direito de importar petróleo cru pela *Skelly*, sobre o fundamento de que ela era parte do grupo societário da *Getty*. A *Skelly*, então, processou sua controladora para que ela fosse obrigada a dividir com ela sua quota de importação.

172 “The test of 'intrinsic fairness' has been applied to parent-subsiary business where the parent controls the making of the transaction and the fixing of its terms. [...]. However, our courts have continued to apply the 'business judgment' test to actions of the parent where the terms of a parent-subsiary transaction are not set by the parent but by a third party, usually the State or Federal Government” (*Getty Oil*



Nesses casos, não caberia comparar a decisão da controladora com uma solução de mercado, pois “partes sem relação de controle não poderiam estar na posição destas partes. E [...] partes independentes não negociariam voluntariamente colocar-se na posição destas partes”<sup>173</sup>. Aplicando o *standard* da regra de julgamento comercial, o tribunal decidiu pela improcedência da ação, por entender que tal padrão não fora violado, pois não houvera uma “extrapolação grosseira e palpável” pela controladora, já que **(i)** a *Skelly* havia sido prejudicada, mas a *Getty* não havia obtido qualquer vantagem com isso; e **(ii)** o controlador não é obrigado a sacrificar-se pela controlada<sup>174</sup>.

Já o caso *Sinclair Oil v. Levien* é o paradigma da aplicação de equidade intrínseca. *Levien*, um acionista da *Sinclair Venezuela* (“*Sinven*”), acusou a controladora *Sinclair* de **(i)** distribuição exagerada de dividendos, com vistas a gerar caixa para a *Sinclair*; e **(ii)** renúncia injustificada ao direito de exigir o cumprimento de um contrato com a *Sinclair*<sup>175</sup>.

---

*Co. v. Skelly Oil Co...*). Em tradução livre: “O teste de ‘equitatividade intrínseca’ tem sido aplicado a negócios entre controladora e controlada em que a controladora controla a realização da transação e o estabelecimento de seus termos. [...]. Todavia, nossos tribunais têm continuado a aplicar o teste do ‘julgamento comercial’ para ações da controladora em que os termos da transação entre controladora e controlada não são definidos pela controladora, mas por um terceiro, geralmente o governo estadual ou federal”.

173 No original: “non-affiliates could not be in the position of the parties here. And [...] independent parties would not willingly negotiate to place themselves in the position of the parties here” (*Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co...*).

174 Sobre a expressão usada pela *Supreme Court of Delaware* (“extrapolação grosseira e palpável”), considere-se a seguinte passagem de Clark: “Judicial opinions use various linguistic expressions to describe what will overcome the business judgment rule and lead a court to find that a given dividend policy was improper. But they suggest that the plaintiff must show that the policy complained of is not justified by any reasonable business objective, and/or that the policy resulted from improper motives and harmed the corporation or certain shareholders. In other words, the case fall into my fourth, or “mixed motive”, category of conflict of interest transactions: The corporation is caused to take an action or enter a transaction in which the controlling parties have no direct financial interest, but which has collateral consequences that are of personal interest to those controlling parties. [...] the law often tries to govern these cases by a “proper purpose” test or similar formula that inevitably seems unsatisfactory” (R. C. CLARK, *Corporate...*, p. 602). Em tradução livre: “Decisões judiciais usam várias expressões linguísticas para descrever o que superará a regra do julgamento comercial e levará o tribunal a entender que uma determinada política de dividendos foi imprópria. Mas eles sugerem que o autor deve demonstrar que a política de que se reclama não é justificada por qualquer objetivo negocial legítimo, e/ou que a política resultou de motivos impróprios e causou danos à sociedade ou certos acionistas. Em outras palavras, o caso se enquadra na minha quarta, ou “motivos mistos”, categoria de transações em conflito de interesses: A sociedade é levada a agir ou celebrar um negócio em que os controladores não têm interesse financeiro direto, mas que possui consequências colaterais que são do interesse pessoal de tais controladores. [...] o direito frequentemente tenta governar esses casos com um teste de “propósito adequado” ou fórmula similar que parece inevitavelmente insatisfatória”. As considerações de Clark são extensíveis à aplicação da regra do julgamento comercial à relação entre controladoras e controladas de uma forma geral.

175 *Levien* também sustentou que havia ocorrido a usurpação de oportunidades comerciais da *Sinven* pela *Sinclair*, mas o tribunal entendeu que *Levien* não demonstrou nenhuma oportunidade concreta que houvesse sido usurpada, e assim não enfrentou a matéria.

O tribunal seguiu a linha estabelecida em *Getty Oil v. Skelly Oil* e decidiu que o padrão de equitatividade intrínseca só seria aplicável quando houvesse um negócio consigo mesmo, *i.e.*, quando a controladora, mediante seu poder sobre a subsidiária, a levasse a agir de tal forma que aquela recebesse uma vantagem em prejuízo dos acionistas minoritários desta<sup>176-177</sup>.

Com base nesse entendimento, o tribunal aplicou a regra de julgamento comercial à acusação de distribuição excessiva de dividendos, pois a *Sinven* tinha uma única classe de ações, e portanto a *Sinclair* não recebera nenhum benefício particular com tal distribuição<sup>178</sup>. Mas à acusação de renúncia injustificada ao direito da *Sinven* de exigir da *Sinclair* o cumprimento de um contrato foi aplicado o teste da estrita equidade, e o pedido foi julgado procedente<sup>179</sup>.

---

176 “A parent does indeed owe a fiduciary duty to its subsidiary when there are parent-subsidiary dealings. However, this alone will not evoke the intrinsic fairness standard. This standard will be applied only when the fiduciary duty is accompanied by self-dealing [...]. Self-dealing occurs when the parent, by virtue of its domination of the subsidiary, causes the subsidiary to act in such a way that the parent receives something from the subsidiary to the exclusion of, and detriment to, the minority stockholders of the subsidiary”. Em tradução livre: “Uma controladora de fato está adstrita a um dever fiduciário para com sua subsidiária quando há negócios entre controladora e subsidiária. No entanto, isso não basta para invocar o padrão da equitatividade intrínseca. Esse padrão aplicar-se-á apenas quando o dever fiduciário for acompanhado de um negócio consigo mesmo. [...] Um negócio consigo mesmo ocorre quando a controladora, em virtude de seu domínio sobre a subsidiária, faz com que a subsidiária aja de tal forma que a controladora recebe algo da subsidiária à exclusão e em prejuízo dos acionistas minoritários da subsidiária”.

177 Não se deve confundir o conceito de negócio consigo mesmo do direito societário estadunidense com aquele do direito civil brasileiro, constante do art. 117 do Código Civil.

178 “Sinclair received nothing from Sinven to the exclusion of its minority stockholders. As such, these dividends were not self-dealing. We hold therefore that the Chancellor erred in applying the intrinsic fairness test as to these dividend payments. The business judgment standard should have been applied” (*Sinclair Oil v. Levien...*). Em tradução livre: “Sinclair não recebeu nada da Sinven em exclusão aos acionistas minoritários. Sendo assim, tais dividendos não são um negócio consigo mesmo. Nós decidimos, portanto, que o Chanceler [juiz do tribunal *a quo*] errou em aplicar o teste de estrita equitatividade a esses pagamentos de dividendos. O padrão da regra do julgamento comercial deveria ter sido aplicado”.

179 “Clearly, Sinclair’s act of contracting with its dominated subsidiary was self-dealing. Under the contract Sinclair received the products produced by Sinven, and of course the minority shareholders of Sinven were not able to share in the receipt of these products. If the contract was breached, then Sinclair received these products to the detriment of Sinven’s minority shareholders. We agree with the Chancellor’s finding that the contract was breached by Sinclair, both as to the time of payments and the amounts purchased. Although a parent need not bind itself by a contract with its dominated subsidiary, Sinclair chose to operate in this manner. As Sinclair has received the benefits of this contract, so must it comply with the contractual duties. Under the intrinsic fairness standard, Sinclair must prove that its causing Sinven not to enforce the contract was intrinsically fair to the minority shareholders of Sinven. Sinclair has failed to meet this burden. Late payments were clearly breaches for which Sinven should have sought and received adequate damages. As to the quantities purchased, Sinclair argues that it purchased all the products produced by Sinven. This, however, does not satisfy the standard of intrinsic fairness. Sinclair has failed to prove that Sinven could not possibly have produced or somehow have obtained the contract minimums. As such, Sinclair must account on this claim” (*Sinclair Oil v. Levin...*). Em tradução livre: “Claramente, o ato da *Sinclair* de contratar com sua subsidiária controlada foi um negócio consigo mesmo. Pelo contrato a *Sinclair* recebia os produtos produzidos pela *Sinven*, e certamente os acionistas

Um detalhe importante nesse julgamento é a distribuição do ônus probatório. Provar que a distribuição da dividendos contrariou a regra do julgamento comercial foi uma incumbência atribuída ao autor; já aquela de provar que a renúncia ao direito de exigir o cumprimento de um contrato *não* contrariou a exigência de equitatividade intrínseca, foi atribuída à ré<sup>180</sup>. Como afirma Bainbridge, “como frequentemente ocorre, a parte a quem foi atribuído o ônus da prova [...] perdeu”<sup>181</sup>.

### II.2.2. Usurpação de oportunidades

A regra sobre usurpação de oportunidades comerciais foi construída sobre o caso *Perlman v. Feldman*. É preciso descrevê-lo com um pouco mais de detalhe que os anteriores para entendê-la.

*Feldman* era *director* e controlador de *Newport Steel*, uma indústria de aço que operava de forma pouco eficiente devido à defasagem de seus equipamentos, e que por isso vendia apenas para clientes de sua região. Durante a Guerra da Coréia, a *Newport* teve a oportunidade de aumentar seus preços, e com tal receita extraordinária, modernizar seu maquinário. Mas a execução desse plano foi interrompida por uma oferta da *Wilport Company*, um consórcio de empresas para as quais o aço era um insumo, mas que não costumavam comprar da *Newport*. A *Wilport* desejava garantir o acesso de suas

---

minoritários da *Sinven* não podiam participar da recepção de tais produtos. Se o contrato foi quebrado, então a *Sinclair* recebeu esses produtos em prejuízo dos acionistas minoritários da *Sinven*. Nós concordamos com a conclusão do Chanceler de que o contrato foi quebrado pela *Sinclair*, tanto quanto ao momento dos pagamentos, quanto às quantidades adquiridas. Apesar de uma controladora não ser obrigada a vincular-se com sua subsidiária controlada por meio de um contrato, a *Sinclair* escolheu operar dessa forma. Como a *Sinclair* recebeu os benefícios de tal contrato, ela deve cumprir com seus deveres contratuais. De acordo com o padrão de intrínseca equitatividade, a *Sinclair* deve provar que ter feito a *Sinven* não exigir o cumprimento de um contrato foi intrinsecamente equitativo para com os acionistas minoritários da *Sinven*. A *Sinclair* falhou em atender a esse ônus. Pagamentos atrasados foram claramente inadimplementos, pelos quais a *Sinven* devia ter exigido e recebido uma indenização. Quanto às quantidades, a *Sinclair* argumenta que comprava todos os produtos produzidos pela *Sinven*. Isso, no entanto, não satisfaz o padrão de equitatividade intrínseca. A *Sinclair* falhou em provar que a *Sinven* não poderia ter produzido ou de alguma forma obtido os mínimos contratuais. Sendo assim, a *Sinclair* deve responder por essa alegação”.

180 “The standard of intrinsic fairness involves both a high degree of fairness and a shift in the burden of proof. Under this standard the burden is on Sinclair to prove, subject to careful judicial scrutiny, that its transactions with Sinven were objectively fair” (*Sinclair Oi. v. Levin...*). Em tradução livre: “O padrão de equitatividade intrínseca envolve tanto um alto grau de equitatividade, quanto uma inversão do ônus da prova. Sob esse padrão, cabe à *Sinclair* o ônus de provar, sujeito a um cuidado escrutínio judicial, que suas transações com a *Sinven* foram objetivamente equitativas”.

181 “As is often the case, the party bearing the burden of proof [...] lost” (S. M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, p. 187).

consorciadas ao aço, por um preço que lhes fosse conveniente, e para isso adquiriu de *Feldman* o controle sobre a *Newport*.

Em vista do particular contexto da transação, o tribunal qualificou a conduta do controlador alienante como “extrair, para ganho pessoal, vantagens corporativas derivadas de uma situação de mercado favorável”<sup>182</sup>. Veja-se o trecho abaixo da decisão:

Não pretendemos sugerir que um acionista majoritário não possa dispor sobre seu bloco de controle em favor de terceiros sem ter que responder perante sua companhia pelos lucros, ou mesmo [que não possa] nunca fazer isso impunemente quando o comprador for um cliente interessado, atual ou potencialmente, nos produtos da companhia. Mas quando a venda necessariamente resulta em um sacrifício desse elemento do aviamento social e em consequente lucro extraordinário para o fiduciário que causou esse sacrifício, ele deve responder por seus ganhos. Então, em um período de escassez no mercado, quando uma demanda pelo produto da sociedade permite uma margem [de lucro] extraordinariamente alta, de uma forma ou de outra, nós pensamos ser bom direito que um fiduciário não possa se apropriar do valor dessa margem<sup>183</sup>

Note-se que *Feldman* era *director* e acionista majoritário, mas o tribunal deixou claro que de qualquer forma seriam aplicáveis a ele os mesmos deveres, pois ele elegia e controlava os demais *directors*<sup>184</sup>.

Ao analisar esse caso, é importante levar em consideração seu contexto bastante peculiar. De acordo com *Perlman v. Feldman*, a venda do controle só caracteriza a usurpação de uma oportunidade da companhia quando (i) ocorrer o sacrifício de elementos do aviamento; e (ii) a transação resultar em um lucro extraordinário para o controlador alienante.

---

182 “siphoning off for personal gain corporate advantages to be derived from a favorable market situation” (*Perlman v. Feldman*...).

183 “We do not mean to suggest that a majority stockholder cannot dispose of his controlling block of stock to outsiders without having to account to his corporation for profits or even never do this with impunity when the buyer is an interested customer, actual or potential, for the corporation's product. But when the sale necessarily results in a sacrifice of this element of corporate goodwill and consequent unusual profit to the fiduciary who has caused the sacrifice, he should account for his gains. So in a time of market shortage, where a call on a corporation's product commands an unusually large premium, in one form or another, we think it sound law that a fiduciary may not appropriate to himself the value of this premium” (*Perlman v. Feldman*...).

184 “Although the Indiana case is particularly relevant to Feldmann as a director, the same rule should apply to his fiduciary duties as majority stockholder, for in that capacity he chooses and controls the directors, and thus is held to have assumed their liability” (*Perlman v. Feldman*...). Em tradução livre: “Embora o caso de Indiana seja particularmente relevante para Feldmann enquanto diretor, a mesma regra se aplicaria a seus deveres fiduciários enquanto acionista majoritário, pois nessa capacidade ele escolhe e controle os diretores, e portanto é considerado como tendo assumido sua responsabilidade”.

### II.2.3. Transferência do controle

Ainda que não caracterize uma usurpação de oportunidade, a alienação do controle sobre uma companhia deve observar certas regras – que podem ser sintetizadas afirmando-se que é legítimo que o controlador receba um “prêmio”, desde que **(i)** as circunstâncias do negócio não indiquem que o adquirente irá saquear ou administrar indevidamente a companhia; **(ii)** a venda não envolva fraude ou uso indevido de informações confidenciais; **(iii)** a venda não se equipare à apropriação indevida de ativos pertencentes à companhia; e **(iv)** a venda não inclua um prêmio pela venda de cargos na administração da companhia<sup>185</sup>.

Na subseção II.2.2 já se teve a oportunidade de analisar um caso em que a alienação do controle foi equiparada à apropriação indevida de ativos pertencentes à companhia (item *iii* da lista logo acima). O uso indevido de informações (item *ii*) será abordado na subseção II.2.4. Nesta subseção focar-se-á, portanto, nos casos dos itens *i* e *iv*.

Em *Essex Universal Corp. v. Yates*, a *United States Court of Appeals for the Second Circuit* afirmou a regra segundo a qual é vedada a venda de cargos na administração<sup>186</sup>. O entendimento funda-se na ideia de que tais cargos são ocupados em benefício da sociedade, e seus ocupantes não podem dispor deles como se fossem propriedade sua<sup>187</sup>. Por outro lado, o tribunal indicou que quando houvesse a venda do controle (e, portanto, do direito de eleger a maioria dos *directors*), seria lícito estabelecer um plano para a substituição dos

---

185 “As a general rule, controlling shareholders are free to dispose of their stock as they see fit and on such terms as a willing buyer offers. The cases setting out the general rule, however, typically go on to identify a number of exceptions, such as a sale under circumstances indicating that the purchasers intend to loot or mismanage the corporation, the sale involves fraud or misuse of confidential information, the sale amounts to a wrongful appropriation of corporate assets that properly belong to the corporation, or the sale includes a premium for the sale of office” (S. M. BAINBRIDGE, *Corporate Law...*, p. 191). Em tradução livre: “Como regra geral, acionistas controladores são livres para dispor de suas ações como entenderem adequado e nos termos oferecidos por um comprador interessado. Os casos que estabelecem a regra legal, todavia, tipicamente prosseguem identificando certas exceções, como uma venda sob circunstâncias que indiquem que os compradores pretendem saquear ou administrar indevidamente a companhia, a a venda envolva fraude ou uso indevido de informação confidencial, a venda seja equivalente a uma apropriação indevida de ativos que de fato pertençam à sociedade, ou a venda inclua um prêmio pela venda de cargo”.

186 “It is established beyond question under New York law that it is illegal to sell corporate office or management control by itself (that is, accompanied by no stock or insufficient stock to carry voting control). [...] The same rule apparently applies in all jurisdictions where the question has arisen” (*Essex v. Yates...*). Em tradução livre: “É estabelecido para além de qualquer questionamento que sob a lei de Nova Iorque é ilegal vender um cargo societário ou o controle administrativo em si (isso é, não acompanhado de ações ou acompanhado de ações insuficientes para carrear o controle por meio de voto). [...] Aparentemente, a mesma regra se aplica em todas jurisdições em que a questão foi levantada”.

187 “persons enjoying management control hold it on behalf of the corporation's stockholders, and therefore may not regard it as their own personal property to dispose of as they wish” (*Essex v. Yates...*).

*directors* eleitos pelos vendedores por pessoas indicadas pelos compradores. Houve uma fundamental divergência, todavia, sobre o que caracterizaria a alienação do controle<sup>188</sup>.

Já *DeBaun v. First Western Bank* é o caso paradigma em matéria de alienação de controle para saqueadores. O *First Western* detinha, na condição de *trustee*, 70% das ações da companhia *Alfred S. Johnson Incorporated*. O banco vendeu as ações do *trust* para um certo *Mattison*, uma pessoa com um histórico financeiro altamente questionável e que não dispunha de recursos para pagar o preço contratado<sup>189</sup>. A *Court of Appeal of California* entendeu que, em transações envolvendo o controle de uma companhia, o controlador deve agir de boa-fé e de forma equitativa, do ponto de vista da companhia e daqueles nela interessados, e que isso implica em uma obrigação de investigar fatos sobre o comprador que levem uma pessoa prudente a suspeitar da intenção de tal comprador adquirir a companhia para saqueá-la<sup>190</sup>. Baseando-se nesses fundamentos, o tribunal condenou o *First Western*.

---

188 O Juiz Lumbard entendeu que os 28,3% de ações com direito a voto alienados no caso sob análise seriam suficientes; o Juiz Clark absteve-se de opinar sobre a matéria, deixando para o juízo *a quo* definir sobre quando seria lícito estabelecer um plano para a substituição dos *directors* eleitos pelo vendedor por pessoas indicadas pelo comprador; e o Juiz Friendly opinou que apenas quando fossem alienadas mais de 50% das ações com direito a voto um plano dessa natureza seria lícito.

189 “Bank knew from the Dun & Bradstreet report that Mattison's financial record was notable by the failure of entities controlled by him. Bank knew that the only source of funds available to Mattison to pay it for the shares he was purchasing lay in the assets of the corporation. The after-tax net income from the date of the sale would not be sufficient to permit the payment of dividends to him which would permit the making of payments. An officer of Bank possessed personal knowledge that Mattison, on at least one occasion, had been guilty of a fraud perpetrated on Bank's predecessor in interest and had not satisfied a judgment Bank held against him for damages flowing from that conduct” (*DeBaun v. First Western Bank*). Em tradução livre: “O Banco sabia, a partir do relatório de Dun & Bradstreet, que os registros financeiros de Mattison eram notáveis pelo insucesso das entidades por ele controladas. O Banco sabia que a única fonte de recursos disponível para Mattison pagar pelas ações que estava adquirindo repousava sobre os ativos da companhia. A receita líquida de impostos na data da venda não seria suficiente para permitir o pagamento de dividendos para [Mattison] que permitissem a realização de tais pagamentos. Um funcionário do Banco possuía conhecimento pessoal de que Mattison, em pelo menos uma ocasião, fora culpado por uma fraude perpetrada contra uma entidade sucedida pelo Banco, e que [Mattison] não havia pago uma condenação que o Banco detinha contra ele por danos decorrentes de tal conduta”.

190 “In any transaction where the control of the corporation is material, "the controlling majority shareholder must exercise good faith and fairness "from the viewpoint of the corporation and those interested therein". [...] That duty of good faith and fairness encompasses an obligation of the controlling shareholder in possession of facts "[such] as to awaken suspicion and put a prudent man on his guard [that a potential buyer of his shares may loot the corporation of its assets to pay for the shares purchased... to conduct a reasonable and adequate investigation [of the buyer]” (*DeBaun v. First Western Bank*). As diversas aspas devem-se ao fato desse trecho ser um verdadeiro *pout pourri* de precedentes utilizados pelo tribunal.

#### II.2.4. Freeze outs

*Freeze outs* são possivelmente a área mais complexa da regulação do poder de controle no direito estadunidense. A expressão pode ser entendida como referindo-se a qualquer conduta dos controladores que vise a deprimir o valor da participação dos minoritários na sociedade, oportunizando a compra de tal participação pelo controlador por um preço reduzido. Nesse sentido, um exemplo seria o pagamento de uma remuneração generosa aos administradores (que muitas vezes são os próprios controladores ou pessoas intimamente ligadas a ele), acompanhado da retenção dos lucros, sem distribuição de dividendos<sup>191</sup>.

Mas condutas como essa se submetem à regra aplicável às transações entre controladores e controladas – o caso da *Sinclair Oil v. Levien*<sup>192</sup>, p.e., trata da política de distribuição de dividendos. Em sentido estrito, *freeze out* denota a exclusão dos acionistas minoritários por meio de operações societárias. No direito estadunidense, em uma fusão ou incorporação não é obrigatório que os acionistas das sociedades fusionadas ou da sociedade incorporada recebam ações da companhia constituída por meio da fusão ou da incorporadora, sendo possível estabelecer no equivalente local ao protocolo que os acionistas minoritários serão pagos em dinheiro<sup>193</sup>.

---

191 Um exemplo de uso da expressão nesse sentido é encontrado no seguinte trecho: “In a closely held corporation dividend policies may be established that favor controlling shareholders. [...] b. The controlling shareholders may divert the bulk of the corporate income to themselves by adopting a “no dividend” policy, refusing to employ the minority shareholders in the business, and paying the bulk of the earnings to themselves in the form of salaries, bonuses, benefit plan contributions, and fringe benefits [...]. 2) These policies may be adopted in an effort to “soften up” minority shareholders and persuade them to sell their shares at a low price either to the corporation or the other shareholders. 3) This tactic is referred to as “freeze out” or “squeeze out” (R. W. HAMILTON, *Corporations*, p. 336). Em tradução livre: “Em uma companhia fechada, políticas de dividendos que favoreçam os acionistas controladores podem ser estabelecidas. [...] b. Os acionistas controladores podem direcionar o grosso da renda social para si adotando uma política de “não dividendos”, recusando-se a empregar acionistas minoritários nos negócios e distribuindo o grosso do faturamento para si por meio de salários, bônus, contribuições para planos de benefícios e vantagens adicionais. [...] 2) Essas políticas podem ser adotadas em um esforço para “amaciar” os acionistas minoritários e persuadi-los a vender suas ações por um preço baixo, para a companhia ou outros acionistas. 3) Essa tática é conhecida como *freeze out* ou *squeeze out*”. A expressão *freeze out* surgiu da prática de deixar um cômodo tão frio que os convidados passem a desejar ir embora.

192 Vide pp. 63 e ss.

193 “a merger also converts the shares of each constituent corporation into whatever consideration was specified in the merger agreement” (S. M. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, p. 198). Em tradução livre: “uma incorporação também converte as ações de cada companhia constituinte em o que quer que seja estabelecido no contrato de incorporação”. Note-se que a palavra *merger* designa tanto a fusão, quanto a incorporação. Considerando que na prática brasileira a fusão é muito rara, será utilizado o termo incorporação, que soa mais habitual.

A linha de decisões em que se encontram os precedentes aplicáveis a *freeze outs* começa com *Weinberger v. UOP*. Nesse caso a companhia *Signal*, controladora da *UOP*, propôs a incorporação desta última mediante o pagamento de US\$ 21,00 por ação.

A *Supreme Court of Delaware* aplicou o padrão de plena equitatividade (*entire fairness*), pois a *Signal* (por meio dos *directors* da *UOP* por ela indicados) havia atuado nos dois lados da negociação<sup>194</sup>, e estabeleceu que a análise da equitatividade deveria englobar tanto a forma como a negociação foi conduzida, quanto o preço pago pelas ações dos minoritários<sup>195</sup>. E esclareceu: “o teste de equitatividade não é bifurcado em negociação equitativa e preço. Todos os aspectos da questão devem ser examinados como um todo, pois a questão é de equitatividade plena”<sup>196-197</sup>.

---

194 “Given the absence of any attempt to structure this transaction on an arm's length basis, Signal cannot escape the effects of the conflicts it faced, particularly when its designees on UOP's board did not totally abstain from participation in the matter. There is no "safe harbor" for such divided loyalties in Delaware. When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain. [...] The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts” (*Weinberg v. UOP*). Em tradução livre: “Dada a falta de qualquer tentativa de estruturar esta transação como uma negociação em condições de mercado, a *Signal* não consegue escapar dos efeitos do conflito que enfrentou, particularmente quando seus indicados no *board* da *UOP* não se abstiveram completamente de participar da questão. Não há “porto seguro” para tais lealdades divididas em Delaware. Quando *directors* de uma companhia de Delaware estão em ambos lados de uma transação, exige-se deles que demonstrem sua absoluta boa-fé e a mais escrupulosa equitatividade inerente da negociação. [...] A exigência de equitatividade é inabalável em sua exigência de que quando alguém está em ambos os lados de uma transação, ele tem o ônus de estabelecer sua plena equitatividade, suficiente para passar o teste de cuidadoso escrutínio pelos tribunais”. Note-se que o tribunal inicia o trecho falando da *Signal* e direciona sua atenção para seus diretores sem fazer qualquer corte. É significativo que o tribunal afirme que a *Signal* enfrentou um conflito, indicando que os atos dos *directors* da *UOP* por ela indicados foram considerados atos seus.

195 “The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock” (*Weinberg v. UOP*). Em tradução livre: “O conceito de equitatividade tem dois aspectos básicos: negociação equitativa e preço equitativo. Aquela engloba questões sobre o momento para o qual a transação foi programada, como foi iniciada, estruturada, negociada e informada aos *directors*, e como a aprovação dos *directors* e acionistas foi obtida. Este aspecto da equitatividade relaciona-se à contraprestação econômica e financeira pela incorporação proposta, incluindo todos os fatores relevantes: ativos, valor de mercado, faturamento, perspectivas futuras e quaisquer outros elementos que afetem o valor intrínseco ou inerente das ações da companhia”.

196 “the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness” (*Weinberger v. UOP*).

197 Embora à primeira vista possa parecer que se o preço for justo não haveria por que se considerar a forma como se deu a negociação, é preciso ter em mente que podem haver outras questões envolvidas. No próprio caso da *UOP*, por exemplo, fizeram parte da negociação o tratamento a ser conferido às opções de compra de que dispunham seus empregados e o valor dos honorários do banco de investimentos que avaliou as ações da *UOP*.



Analisando as evidências que lhe foram apresentadas, o tribunal entendeu que a conduta da *Signal* não satisfazia as exigências da plena equitatividade. Certos *directors* da *Signal*, que eram também parte do *board* da *UOP*, haviam realizado estudos preliminares utilizando informações desta última de caráter não público. Tais estudos haviam sido utilizados pela *Signal* para preparar sua proposta, mas não haviam sido revelados aos *directors* da *UOP* sem vínculo com a *Signal* ou aos acionistas daquela companhia – cuja decisão, portanto, não foi adequadamente informada. Para chegar a sua decisão a *Supreme Court of Delaware* também considerou relevante (i) que os *directors* em comum entre a *UOP* e a *Signal* participaram das discussões relativas à operação, embora não tenham votado na deliberação que a aprovou; (ii) que da apresentação da proposta aos *directors* da *UOP* não ligados à *Signal* até sua aprovação pelo *board* passaram-se apenas 4 dias úteis, tempo insuficiente para uma análise adequada da proposta; e (iii) que o relatório elaborado por um banco de investimentos que apontava o valor de US\$ 21,00 por ação como justo fora elaborado às pressas nesses mesmos 4 dias.

Em uma nota de rodapé, o tribunal destacou que sua decisão “poderia ter sido completamente diferente se a *UOP* houvesse nomeado um comitê de negociação independente de *directors* independentes para negociar com a *Signal* em condições de mercado”<sup>198</sup>.

Certos aspectos da decisão da *Supreme Court of Delaware* em *Weinberger v. UOP* foram aprofundados em *Kahn v. Lynch Communications* (1994)<sup>199</sup>. Naquela decisão o tribunal afirmara que em incorporações entre controladoras e controladas “nenhuma proteção adicional significativa seria conferida aos acionistas minoritários com a exigência de um propósito negocial”<sup>200</sup>. Em *Kahn v. Lynch Communications* (1994) a *Supreme Court* esclareceu que “seria inconsistente com sua decisão em *Weinberger* aplicar a regra do julgamento comercial no contexto de uma incorporação com interesses conflitantes, em que por definição não há um propósito negocial”<sup>201</sup>.

Isso deixou claro que o padrão de julgamento aplicável a incorporações entre controladores e controladas seria sempre a equitatividade plena. Avançando a partir da nota

198 “could have been entirely different if UOP had appointed an independent negotiating committee of its outside directors to deal with Signal at arm's length” (*Weinberger v. UOP*).

199 Há uma segunda decisão no mesmo caso, tomada em 1995, de que se falará logo adiante.

200 “we do not believe that any additional meaningful protection is afforded minority shareholders by the business purpose requirement” (*Weinberger v. UOP*).

201 “it would be inconsistent with its holding in *Weinberger* to apply the business judgment rule in the context of an interested merger transaction which, by its very nature, did not require a business purpose” (*Kahn v. Lynch Communications* (1994)).

de rodapé em *Weinberger v. UOP* (citada logo acima), a *Supreme Court of Delaware* esclareceu que o único efeito da criação de um comitê independente de *directors* da controlada para apreciar a operação, ou da aprovação da operação pelos acionistas minoritários, seria a atribuição do ônus da prova da violação à equitatividade plena aos acionistas minoritários. Mas para isso seria necessário ainda que (i) o controlador não houvesse determinado os termos da transação e (ii) o comitê independente tivesse efetivo poder de barganha para conduzir uma negociação em condições de mercado .

Tendo entendido (ao contrário do julgador *a quo*) que essas condições não haviam sido atendida, a *Supreme Court* devolveu os autos à instância inferior para novo julgamento. A *Chancery Court* julgou o caso em favor de *Lynch Communications* e seus controladores, e o minoritário apelou novamente. Em sua nova decisão<sup>202</sup>, a *Supreme Court of Delaware* reajustou seu foco, do *board* para os acionistas minoritários, analisando se estes últimos haviam sido coagidos a aceitar a oferta do controlador.

No novo julgamento, o tribunal expressou o entendimento de que a coerção pode não macular a equitatividade das negociações se houver outras forças econômicas em jogo, capazes por si só de produzir o resultado<sup>203</sup>. Com base nesse entendimento, a *Supreme Court of Delaware* decidiu em favor do controlador da *Lynch Communications*.

A decisão da *Supreme Court of Delaware* em *Kahn v. Lynch (1995)*, conjugada com a que lhe antecedeu, permite concluir que o teste de equitatividade das negociações tem dois níveis. Se o controlador coagiu o *board*, então o ônus de provar que as negociações e o preço foram plenamente equitativos recai sobre ele. A partir daí, a análise da equitatividade das negociações passa ao nível dos *acionistas minoritários*, e a coerção destes últimos pode não maculá-la se houver outros fatores econômicos determinantes em jogo<sup>204</sup>.

Essa linha de decisões (*Weinberger v. UOP* e os dois julgamentos em *Kahn v. Lynch*) criou uma série de ônus para controladores que desejam incorporar (ou ser incorporados por) suas controladas. Em qualquer caso, aplica-se o padrão da equitatividade intrínseca, cabendo ao controlador comprovar que ela não foi violada (i) s e não for constituído um comitê independente com todos os poderes necessários para negociar a

202 *Kahn v. Lynch (1995)*.

203 “Where other economic forces are at work and more likely produced the decision to sell, as the Court of Chancery determined here, the specter of coercion may not be deemed material with respect to the transaction as a whole, and will not prevent a finding of entire fairness” (*Kahn v. Lynch (1995)*).

204 Essa análise é baseada em R. J. GILSON e J. N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*. Não se afirma, todavia, que ela seria subscrita por tais autores.

operação em condições de mercado; **(ii)** se o controlador determinar os termos da transação; ou **(iii)** se a conduta do controlador perante os minoritários for considerada coercitiva (e não houver outras forças econômicas em jogo que por si só determinariam o resultado da operação).

Mas uma decisão da *Supreme Court of Delaware* e em *Solomon v. Pathe Communications* abriu uma via para escapar dessas exigências. *Solomon* era um acionista da *Pathe Communications*, e questionou o preço proposto por sua controladora em uma oferta pública de aquisição dirigida aos minoritários. O tribunal decidiu em favor do controlador, afirmando que “na falta de coerção ou violação do dever de informar, a adequação do preço em uma oferta pública de aquisição voluntária não pode ser uma questão”<sup>205</sup>.

Com base nessa decisão, os controladores de companhias estadunidenses adotaram uma nova estratégia de *freeze out*: uma *tender offer* (oferta pública de aquisição voluntária), seguida de uma *short form merger* (incorporação sumária) – uma forma de incorporação prevista no *Title 8, § 253* do *Delaware Code*, que exige a concentração de 90% das ações por um único acionista e pode ser consumada sem a realização de uma assembleia geral<sup>206</sup>. Por disposição expressa da lei, a ação de que os minoritários dispõem para opor-se a uma incorporação sumária é o direito de exigir a avaliação de suas ações a um preço justo, direito esse que está sujeito ao cumprimento de uma série de ônus e cujo exercício só beneficia àqueles acionistas que houverem cumprido tais ônus<sup>207</sup>. Trata-se de uma ação bem menos incisiva que as *class actions*, cabíveis nos casos “tradicional” de *freeze out*, cujo exercício é cercado de menos formalidades, e os resultados, mais amplos e profundos.

Mas esse flanco, aberto em *Solomon v. Pathe Communications*, foi parcialmente fechado em *In re Pure Resources*, um caso de oferta pública voluntária seguida de incorporação sumária.

Nessa decisão a *Court of Chancery of Delaware, New Castle* reconheceu as diferenças entre *Kahn v. Lynch* e *Solomon v. Pathe*, afirmando que havia duas linhas jurisprudenciais sobre *freeze out* no estado de Delaware: uma mais restritiva, aplicável a incorporações negociadas com o *board*; e outra mais liberal, aplicável a ofertas públicas

---

205 “in the absence of coercion or disclosure violations, the adequacy of the price in a voluntary tender offer cannot be an issue” (*Solomon v. Pathe Communications*).

206 Trata-se de um dispositivo semelhante ao art. 4º, § 5º da Lei das S.A., mas com propósito diverso.

207 Vide § 262 do *Title 8* do *Delaware Code*.

voluntárias<sup>208</sup>. Mas o tribunal recusou-se a generalizar os *standards* de *Kahn v. Lynch*, por entender que “o direito societário não deveria ser elaborado sobre a suposição de que os investidores são débeis, mas, ao contrário, deveria mostrar grande deferência a transações por eles aprovadas de forma voluntária e informada”<sup>209</sup>.

A *Court of Chancery of Delaware, New Castle* passou então a especificar o que poderia ser considerada uma *oferta pública não coercitiva e divulgação completa das informações* – os dois requisitos para que o tribunal se abstenha de julgar o preço da uma oferta, de acordo com *Solomon v. Pathe*.

Para o tribunal, uma oferta não seria coercitiva quando “1) ela estiver sujeita a uma condição não renunciável de aceitação pela maioria da minoria; 2) o acionista controlador comprometer-se a consumir imediatamente uma incorporação sumária pelo mesmo preço [da oferta] se obtiver mais de 90% das ações; e 3) o acionista controlador não fizer ameaças de retaliação”<sup>210</sup>. Além disso, o controlador deve garantir autonomia aos *directors* independentes da companhia alvo, dar-lhes tempo para reagir à oferta e (no mínimo) permitir-lhes que contratem seus próprios assessores e forneçam aos minoritários uma recomendação sobre a oferta e informações adequadas para que eles tomem uma decisão informada<sup>211</sup>.

---

208 “At present, the Delaware case law has two strands of authority that answer these questions differently. In one strand, which deals with situations in which controlling stockholders negotiate a merger agreement with the target board to buy out the minority, our decisional law emphasizes the protection of minority stockholders against unfairness. In the other strand, which deals with situations when a controlling stockholder seeks to acquire the rest of the company's shares through a tender offer followed by a short-form merger under 8 Del. C. § 253, Delaware case precedent facilitates the free flow of capital between willing buyers and willing sellers of shares, so long as the consent of the sellers is not procured by inadequate or misleading information or by wrongful compulsion” (*In re Pure Resources*). Em tradução livre: “Atualmente, na jurisprudência de Delaware há duas linhas de precedentes que respondem a essas perguntas diferentemente. Em uma linha, que lida com situações em que os acionistas controladores negociam um acordo de incorporação para a compra das ações dos minoritários com o *board* da companhia alvo, nosso direito pretoriano enfatiza a proteção dos acionistas minoritários contra a inequidade. Em outra linha, que lida com situações em que o acionista controlador visa a adquirir o restante das ações da companhia por meio de uma oferta pública voluntária seguida de uma incorporação sumária de acordo com o § 253 do Capítulo 8 do *Delaware Code*, o precedente de Delaware facilita o livre fluxo de capital entre compradores e vendedores voluntários, desde que o consentimento dos vendedores não seja obtido mediante informações inadequadas ou ludibrias ou indevida opressão”.

209 “corporate law should not be designed on the assumption that diversified investors are infirm but instead should give great deference to transactions approved by them voluntarily and knowledgeably” (*In re Pure Resources*).

210 “1) it is subject to a non-waivable majority of the minority tender condition; 2) the controlling stockholder promises to consummate a prompt § 253 merger at the same price if it obtains more than 90% of the shares; and 3) the controlling stockholder has made no retributive threats” (*In re Pure Resources*).

211 “the majority stockholder owes a duty to permit the independent directors on the target board both free rein and adequate time to react to the tender offer, by (at the very least) hiring their own advisors, providing the minority with a recommendation as to the advisability of the offer, and disclosing adequate

Uma divulgação completa de informações, por sua vez, deve compreender “todos os fatos relevantes pertinentes para as decisões que [os acionistas minoritários] estejam sendo chamados a tomar”<sup>212</sup>. Por “relevante” devem ser entendidas as informações que um acionista razoável entenderia necessárias para tomar a decisão de aderir ou não à oferta<sup>213</sup> (e exigir ou não a avaliação de suas ações, nas circunstâncias expostas logo abaixo) e “cuja divulgação, caso omitida, teria substancial probabilidade de ser vista por um acionista razoável como tendo alterado o conjunto total de informações tornadas disponíveis”<sup>214</sup>. O plural da palavra “decisões” é importante, pois diversas podem ser exigidas dos acionistas minoritários. No caso da *Pure Resources*, por exemplo, o tribunal identificou duas: os acionistas deveriam primeiro decidir entre aceitar ou não a oferta; e se a oferta resultasse na aquisição de 90% das ações pelo controlador, aqueles que não a houvessem aceitado precisariam decidir entre aceitar em silêncio a consumação da incorporação simplificada ou resistir a ela, exercendo o direito de exigir a avaliação de suas ações a um preço justo<sup>215</sup>.

Assim, continuam a existir duas regulações diferentes para operações de *freeze out*: uma aplicável a incorporações; e outra, a ofertas públicas de aquisição voluntárias seguidas de uma incorporação sumária. No primeiro caso, exige-se equitatividade plena (tanto dos procedimentos, quanto do preço); no segundo, ausência de coerção (ao *board* e aos minoritários) e divulgação completa de informações.

É com essas hipóteses fundamentais de improbidade dos controladores que trabalha o direito estadunidense.

### II.3. Direito britânico

Tradicionalmente afirma-se que o exercício do direito de voto nas companhias britânicas é livre, podendo inclusive ser exercido *contra* o interesse da sociedade<sup>216</sup>. Ao

---

information for the minority to make an informed judgment” (*In re Pure Resources*).

212 “all material facts pertinent to the decisions they are being asked to make” (*In re Pure Resources*).

213 “a reasonable investor would consider important in tendering his stock” (*In re Pure Resources*).

214 “substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable stockholder as having significantly altered the 'total mix' of information made available” (*In re Pure Resources*).

215 Vide fl. 73.

216 “it has been repeatedly laid down that votes are proprietary rights, to the same extent as any other incidents of the shares, which the holder may exercise in his own selfish interests even if these are opposed to those of the company. He or she may even bind him- or herself by contract to vote or not to vote in a particular way and his contract may be enforced by injunction. Moreover [...] directors themselves, even though personally interested, can vote in their capacity of shareholders at that general meeting, unless the [Companies] Act or the Listing Rules specifically deprive them of the right to vote” (P.

contrário dos *directors*<sup>217</sup>, os acionistas não têm uma relação fiduciária com a companhia, e portanto não têm a obrigação de exercer os poderes que lhe são conferidos no exclusivo benefício desta última.

Mas isso não significa que eles possam “tripudiar sobre os interesses dos acionistas não controladores impunemente”<sup>218</sup>. Na prática, o poder dos acionistas está sujeito a certas limitações, aplicáveis a: **(i)** deliberações com efeito sobre a sociedade; **(ii)** deliberações sem efeito sobre a sociedade; **(iii)** *squeeze out* (semelhante ao *freeze out* do direito estadunidense); **(iv)** *schemes of arrangements* (“planos de acordo”); **(v)** ratificação de atos do *board*; **(vi)** casos de *unfair prejudice* (“prejuízo inequitativo”); e **(vii)** *shadow directors* (“*directors* ocultos”).

### II.3.1. Deliberações com efeitos sobre a sociedade

Como regra geral, os poderes dos acionistas das companhias britânicas são limitados pela regra disposta em *Allen v Gold Reefs of West Africa, Ltd.* De acordo com essa decisão, os direitos dos acionistas devem ser exercidos de boa-fé, em benefício da companhia como um todo, e sem excessos<sup>219</sup>.

Essa regra foi pormenorizada na decisão *Shuttleworth v Cox Bros. Shuttleworth* era um *director* que ficara 22 meses sem prestar contas das quantias que lhe eram disponibilizadas mensalmente para pagamento de despesas. De acordo com o estatuto da

---

DAVIES, *Gower and Davies...*, p. 653). Em tradução livre: “Tem sido repetidamente estabelecido que votos estão sujeitos ao direito de propriedade, na mesma extensão de quaisquer outros direitos decorrentes das ações, que podem ser exercidos por seu proprietário nos seus próprios interesses egoístico, ainda que opostos aos da companhia. Ele ou ela pode mesmo obrigar-se contratualmente a votar ou não votar em um determinado sentido, e seu contrato pode ser objeto de execução específica. Adicionalmente, [...] os próprios *directors*, ainda que pessoalmente interessados, podem votar na assembleia geral na qualidade de acionistas, salvo se a Lei das Companhias ou as Regras de Listagem especificamente privá-los de seu direito ao voto”.

217 As mesmas considerações feitas sobre os *directors* no contexto do direito estadunidense (vide nota de rodapé n. 167) aplicam-se no contexto britânico.

218 “The controlling shareholders may not be required to exercise their powers in the best interests of the non controlling shareholders, but this does not mean they may trample over the interests of the latter with impunity” (P. DAVIES, *Gower and Davies...*, p. 654).

219 “Wide, however, as the language of s 50 is the power conferred by it must, like all other powers, be exercised subject to those general principles of law and equity which are applicable to all powers conferred on majorities and enabling them to bind minorities. It must be exercised, not only in the manner required by law, but also bona fide for the benefit of the company as a whole, and it must not be exceeded” (*Allen v. Gold Reefs of West Africa*).

companhia, isso não autorizava sua exoneração<sup>220</sup>, e então os demais acionistas alteraram dito estatuto e exoneraram *Shuttleworth*.

Na primeira instância o caso foi julgado por um júri, que decidiu que a decisão dos acionistas **(i)** contrariava a boa-fé, *mas* **(ii)** havia sido tomada em benefício da companhia como um todo. Essa decisão bipartite surpreendeu a *Court of Appeals*, que então estabeleceu um roteiro para aplicar o teste de *Allen v Gold Reefs of West Africa, Ltd*:

Partindo do ponto de vista de que foi aos acionistas que a lei confiou o poder [de alterar o estatuto], agiram tais acionistas de boa-fé, no interesse da companhia como um todo? Você pode considerar a questão da boa-fé do ponto de vista de se eles foram movidos à ação por motivo impróprio, malícia, e assim por diante; e você pode chegar a uma conclusão que resolva todo o caso sobre a questão de sua boa-fé ou falta de boa-fé. Mas assumindo-se a boa-fé, no sentido de nenhum motivo impróprio, qual deve ser o teste que o tribunal [...] deve aplicar em referência àquela parte do teste que lida com ser a ação, na opinião dos acionistas, em benefício da companhia? Pode ser que a ação seja tão ultrajante que jogue uma luz sobre a boa-fé das pessoas responsáveis por ela, mas, sendo menos que ultrajante, parece-me que ela possa ser tão irrazoável que nenhum homem razoável poderia chegar a tal conclusão, e o tribunal é autorizado, penso eu, a aplicar o mesmo teste à ação dos acionistas que ele aplica aos vereditos do júri, e dizer que o tribunal não ratificará uma decisão dos acionistas que seja tão irrazoável que nenhuma pessoa razoável poderia chegar a essa conclusão. O caso pode ser ainda mais forte, e alguém poderia ser capaz de aplicar outro teste de *common law*, qual seja, se, com base nos fatos, a ação dos acionistas é ou não capaz de ser considerada como em benefício da companhia. Eu penso que esses são ambos os testes que o tribunal pode aplicar corretamente à ação dos acionistas<sup>221</sup>.

Um ponto que não deve passar despercebido no trecho acima é que o tribunal estabeleceu que é a opinião *dos acionistas* que deve determinar se a ação foi no benefício

---

220 A companhia era sucessora de um negócio antes desenvolvido por *Shuttleworth* e outros dois *directors*, que em virtude disso haviam sido eleitos *directors* vitalícios na constituição da companhia, exoneráveis apenas em circunstâncias bastante estritas.

221 “Starting from the point of view that it is the shareholders to whom the statute has entrusted the power, have these shareholders acted bona fide in the interests of the company as a whole? You may consider the question of bona fides from the point of view of whether they were actuated by an improper motive, or malice and so forth; and you may come to a conclusion which governs the whole case upon the question of their good faith or want of good faith. But assuming good faith in the sense of no wrong motive, what is to be the test that the court [...] is to apply in reference to that part of the test which deals with the action being, in the opinion of the shareholders, for the benefit of the company? It may be that the action is so outrageous that it throws a light upon the bona fides of the persons who were responsible for it, but, short of being outrageous, it seems to me that it may be so unreasonable that no reasonable men could arrive at such a conclusion, and the court is entitled, I think, to apply the same test to the action of the shareholders as it does to a verdict of a jury, and say that the court will not allow a decision of shareholders to stand which is so unreasonable that no reasonable people could possibly arrive at that conclusion. The case may be still stronger, and one may be able to apply another common law test, and that is, whether or not, upon the facts, the action of the shareholders is capable of being treated as for the benefit of the company. I think these are both tests which the court may properly apply to the action of the shareholders” (*Shuttleworth v Cox Bros*).

da companhia como um todo. Isso significa que se os acionistas agirem de boa-fé, seus atos somente serão reprovados pelos tribunais britânicos com base na regra de *Allen v Gold Reefs of West Africa* quando forem ultrajantes, absolutamente irrazoáveis ou incapazes de serem vistos como tendo sido praticados em benefício da companhia.

Mas (segundo Davies) essa postura *liberal* não parece aplicar-se a casos de alterações do estatuto que visem a conferir aos *directors* ou à assembleia o direito de exigir que os acionistas transfiram suas ações à companhia, outros acionistas ou terceiros – direito esse que provavelmente seria repudiado pelo direito brasileiro<sup>222</sup>, mas que é sancionado pelo direito britânico<sup>223</sup>.

O autor cita três casos sobre a matéria: **(i)** *Brown v British Abrasive Wheel Co*; **(ii)** *Sidebottom v Kershaw, Leese & Co Ltd*; e **(iii)** *Dafen Tinplate Co v Llanelly Steel Co*.

No primeiro, a companhia precisava de capital, e os detentores de 98% das ações só estavam dispostos a fazer o investimento necessário para recuperá-la se lhes fosse oportunizado deter 100% da companhia. Como os minoritários recusaram-se a retirar-se, o estatuto foi alterado para que os controladores pudessem adquirir compulsoriamente suas ações.

No segundo caso, um acionista passara a competir com a companhia, e os estatutos foram alterados para permitir que os *directors* pudessem obrigar qualquer acionista nessa situação a vender suas ações para outro acionista ou terceiros. As circunstâncias do terceiro caso eram semelhantes, mas os estatutos foram alterados para permitir que a maioria pudesse exigir a alienação compulsória das ações de qualquer minoritário, independentemente de qualquer justificativa.

O que chama a atenção é que nos três casos os tribunais britânicos avocaram para si a autoridade para definir se a alteração havia sido feita *de boa-fé, no interesse da*

---

222 O autor não tem notícia de tentativa de implementar algo semelhante em uma companhia brasileira.

223 “Thus, it may well be that, in the case of a compulsory transfer of shares, and despite the decision in *Shuttleworth*, the scrutiny which the courts will exercise over the majority’s decision to expropriate is more rigorous than in other cases of alterations of the articles”. (P. DAVIES, *Principles of Modern...*, p. 656). Em tradução livre: “Assim, pode muito bem ser que, no caso de transferência compulsória de ações, e apesar da decisão em *Shuttleworth*, o exame que os tribunais exercerão sobre a decisão da maioria de expropriar [a minoria] é mais rigoroso que em outros casos de alteração do estatuto”.



*companhia como um todo*<sup>224-225-226</sup>. É por essa razão que Davies entende que esse tipo de alteração dos estatutos está sujeita a uma avaliação mais rigorosa pelos tribunais britânicos.

### *II.3.2. Deliberações sem efeitos sobre a sociedade*

Os casos citados acima não se prestam a embasar a resolução de disputas entre os acionistas, em que não estão em jogo os interesses da companhia. A autoridade nessa matéria é *Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd and Others*.

O caso trata da alteração do estatuto de *Arderne Cinemas* para permitir que qualquer acionista alienasse suas ações sem necessidade de garantir preferência aos demais e sem que o *board of directors* pudesse recusar-se a registrar os adquirentes como sócios, desde que a alienação fosse aprovada pela maioria simples dos acionistas. O tribunal entendeu que tal alteração discriminava injustamente os minoritários, que continuavam sujeitos às restrições estatutárias por ela afastadas.

Em sua decisão, a *Court of Appeal* estabeleceu que em situações como essa a palavra *companhia* na frase “de boa-fé em benefício da companhia como um todo” deve

---

224 “The question which I have to decide is whether this is an alteration which the majority should be allowed to press on an unwilling minority. It is said that this is an oppressive attempt to buy out the minority forcibly for the benefit of the holders of this large block of shares. The question is whether this proposition is contrary to natural justice. If the proposition is fair and just, in the interests of the company and the shareholders generally, the court cannot interfere, but if, on the other hand, it is oppressive and unfair the court should prevent it being carried out” (*Brown v British Abrasive Wheel*). Em tradução livre: “A questão que eu tenho de decidir é se essa é uma alteração que a maioria deveria poder impor a uma minoria renitente. Diz-se que essa é uma tentativa opressiva de comprar compulsoriamente a saída da minoria, em benefício dos detentores desse grande bloco de ações. A questão é se essa proposta é contrária à justiça natural. Se essa proposta for justa e equitativa, no interesse da companhia e dos acionistas em geral, o tribunal não pode interferir; mas se, por outro lado, ele for opressiva e inequitativa, o tribunal deveria impedi-la de ser implementada”.

225 “I think, looking at the alteration broadly, that it is for the benefit of the company that they should not be obliged to have amongst them as members persons who are competing with them in business, and who may get knowledge from their membership which would enable them to compete better” (*Sidebottom v Kershaw, Leese & Co*). Em tradução livre: “Eu penso, olhando a alteração de forma ampla, que é para o benefício da companhia que eles não fossem obrigados a ter entre eles como associados pessoas que estejam concorrendo com seus negócios, e que, em virtude de tal associação, possam obter conhecimento que lhes permitiria melhor concorrer”.

226 “It has been suggested that the only question in such a case as this is whether the shareholders bona fide or honestly believed that the alteration was for the benefit of the company. But this is not, in my view, the true meaning of the words of Lindley M.R. or of the judgement in *Sidebottom’s Case*. The question is whether in fact the alteration is genuinely for the benefit of the company” (*Dafen Tinplate Co v Llanelly Steel Co*). Em tradução livre: “Tem sido sugerido que a única questão em casos como esse é se os acionistas, de boa-fé ou honestamente, acreditavam que a alteração fora em benefício da companhia. Mas esse não é, na minha visão, o verdadeiro significado das palavras de Lindley M.R. ou do julgamento no *Caso Sidebottom*. A questão é se de fato a alteração é genuinamente benéfica para a companhia”.

ser lida como designando não a pessoa jurídica, mas os associados como uma classe<sup>227</sup>. E completou afirmando que “uma deliberação que exija maioria qualificada desse tipo seria sujeita a impugnação se seu efeito fosse discriminar entre acionistas majoritários e minoritários, de forma a conferir àqueles uma vantagem de que estes fossem privados”<sup>228</sup>.

Na opinião de Davies, essa decisão oferece limitada orientação, pois ou bem ela se limitaria a reiterar o princípio segundo o qual acionistas da mesma classe devem ser tratados (de forma geral) igualmente; ou bem proibiria que se permitisse à maioria retirar vantagens da minoria – o que contrariaria a própria decisão, tendo em vista que o tribunal considerou válida a alteração do estatuto da *Arderne Cinemas* que favoreceu aos controladores<sup>229</sup>. Dessa forma, o autor inglês entende que “onde não haja um interesse social envolvido, a melhor abordagem consiste em aplicar um teste de equitatividade”<sup>230</sup> – tal como nos casos de *unfair prejudice*, de que se tratará abaixo<sup>231</sup>. Aliás, *Greenhalgh v Arderne Cinemas* antecede a criação da disciplina do *unfair prejudice*, e hoje em dia conflitos como aqueles tratados nesse caso provavelmente seriam resolvidos em uma ação proposta com base em tal disciplina<sup>232</sup>. Isso indica que a norma disposta nessa decisão é provavelmente obsoleta, e sua referência tem maior interesse histórico que prático.

### II.3.3. Squeeze out

Outro meio oferecido pelo direito britânico para a exclusão de acionistas minoritários (em adição à adoção de regras estatutárias que a autorizem, conforme visto acima<sup>233</sup>) é o *squeeze out*. De acordo com o *Companies Act 2006*, se uma oferta pública de

---

227 “does not (at any rate in such a case as the present) mean the company as a commercial entity as distinct from the corporators. It means the corporators as a general body” (*Greenhalgh v Arderne Cinemas*).

228 “a special resolution of this kind would be liable to be impeached if the effect of it were to discriminate between the majority shareholders and the minority shareholders so as to give to the former an advantage of which the latter were deprived” (*Greenhalgh v Arderne Cinemas*).

229 “all it appears to do is reiterate that members of the same class must generally be treated alike. That principle seems to have no connection with the concept of “bona fide in the interests of the company” unless what Evershed M R meant was that resolutions could be impeached if they were intended to enable the majority to deprive the minority (but not the majority) of an advantage. [...] And in the instant case the majority were given an advantage of which the minority were deprived, in the shape of the freedom to transfer their shares to whomsoever they pleased” (P. DAVIES, *Principles of Modern...*, p. 661).

230 “where no corporate interest is engaged, the best approach is to apply a test of fairness” (P. DAVIES, *Principles of Modern...*, p. 662).

231 Vide subseção II.3.6.

232 Conforme opinião externada por Davies em P. DAVIES, *Principles of Modern...*, p. 662.

233 Vide fls. 78 e ss.

aquisição voluntária obtiver a adesão de 90% ou mais de seus destinatários, o ofertante tem o direito de adquirir compulsoriamente as ações daqueles que a houverem rejeitado, nas mesmas condições da oferta pública.

O *squeeze out* pode ser questionado pelos acionistas a ele sujeitos **(i)** alegando-se que não se verificaram as condições para seu exercício (p.e., não foi alcançado o índice de 90%); ou **(ii)** mediante um pedido dirigido ao tribunal para que ele altere os termos da oferta “conforme julgue cabível”<sup>234</sup>.

Do ponto de vista jurídico, a maior dificuldade encontra-se na ação do item **(ii)** logo acima. Cabe ao autor comprovar que o valor da oferta foi inequitativo – algo que os tribunais ingleses deixaram claro ser uma tarefa inglória<sup>235</sup>. Em regra, há duas vias disponíveis para os minoritários: **(a)** demonstrar que a oferta não continha informações suficientes para uma aceitação informada<sup>236</sup>; ou **(b)** demonstrar que os aceitantes da oferta eram controlados pelo ofertante – o que inverte o ônus da prova, obrigando este último a provar a equitatividade da oferta<sup>237</sup>.

234 “as the court thinks fit” (*Companies Act, Section 986(1)(b)*).

235 Em *Re Grierson, Oldham and Adams, a Chancery Division*, mediante referências a uma série de casos anteriores, estabeleceu que o valor de mercado das ações (quando tratar-se de uma companhia aberta) é uma evidência persuasiva de seu valor justo, e que o mero fato da oferta ter sido aceita por pelo menos 90% de seus destinatários é um forte indício de que ela foi equitativa. Isso indica que apenas um preço inferior ao de mercado (que, aliás, dificilmente receberia adesão dos minoritários) ensejaria uma análise mais detida pelo tribunal. Superar esses obstáculos (ou somente o segundo deles, no caso de uma companhia fechada) é um desafio ainda maior quando se considera que uma avaliação independente foi qualificada como “apenas a expressão de uma opinião”, que portanto não seria determinante.

236 “But it is, in my judgment, always necessary to give an offeree sufficient information to enable him to make a properly informed decision, and sufficient time in which to make that decision. It is equally important that the offeree company, the target, has an opportunity, in an appropriate case, to obtain competent, independent advice on the offer, and to make that advice known to its shareholders. [...] typically, the information will include details of the offeror company, its most recent accounts showing the assets and liabilities of the company, the profit and loss account and the balance sheet, and an auditor's or an accountant's report. In some cases, the information will include similar information in relation to the target company” (*Fiske Nominees v Dwyka Diamonds*). Em tradução livre: “Mas é, em meu julgamento, sempre necessário dar aos destinatários da oferta informação suficiente para permitir-lhe uma decisão devidamente informada, e tempo suficiente para que eles tomem uma decisão. É igualmente importante que a companhia destinatária da oferta, a alvo, tenha a oportunidade, quando apropriado, de obter aconselhamento competente e independente sobre a oferta, e de dar conhecimento de tal aconselhamento aos acionistas. [...] tipicamente, a informação incluirá detalhes da companhia ofertante, seus demonstrativos mais recentes demonstrando seus ativos e passivos, as contas de lucros e prejuízos e o balanço patrimonial, e um relatório do auditor ou contador. Em alguns casos, a informação incluirá informações similares relativas à companhia alvo”.

237 “here, although as a matter of law the body making the offer must be regarded as distinct from the persons who hold shares in that body, nevertheless as a matter of substance the persons who are putting forward this offer are Messrs. Jackson and Shaw, the only two shareholders in the transferee company, and they are the holders of the ninety per cent, majority shareholding, whose acceptance of that offer it is suggested binds the applicant also to accept the offer. In a case of this kind it seems to me that the onus must clearly be on the other side, and that it must be incumbent on the majority shareholders to satisfy the court that the scheme is one with which the minority shareholder ought reasonably to be compelled to fall in” (*Re Bugle Press*). Em tradução livre: “aqui, embora legalmente o ente ofertante deva ser

Ressalve-se que problemas como esse dificilmente surgiriam em uma companhia aberta, que estão sujeitas ao *Takeover Panel* e a seu *Takeover Code*, que estabelece uma série de regras para a realização de ofertas públicas. Em vista do prestígio do *Panel* e do nível de detalhe do *Code*<sup>238</sup>, é muito pouco provável que uma oferta que tenha passado por esse crivo seja invalidada por um tribunal.

#### II.3.4. *Schemes of arrangements* (“planos de acordo”)

Há ainda uma terceira forma de adquirir compulsoriamente as ações de uma companhia britânica – um instituto denominado “*schemes of arrangement*”, ou *planos de acordo*. Esse instituto servia originalmente para que companhias em liquidação fizessem acordos com seus credores<sup>239</sup>, mas tem hoje um amplo escopo de aplicação – inclusive a realização de fusões e incorporações, que de outra forma são desconhecidas pelo direito britânico.

A estrutura de um plano de acordo é a seguinte: **(1)** uma companhia (por meio do *board* ou da assembleia, mas normalmente daquele) propõe um acordo com seus associados ou credores; **(2)** tal proposta é submetida a um tribunal, que convoca uma assembleia (de associados ou credores, conforme o caso) para deliberar sobre ela; **(3)** se aprovada pela assembleia, a proposta é submetida ao tribunal para ratificação.

A vantagem de um plano de acordo, comparativamente a uma oferta pública de aquisição, é que aquele exige a aprovação de acionistas representando apenas 75% das

---

tratado como distinto das pessoas que detêm ações de tal ente, os ofertantes são substancialmente os Srs. Jackson e Shaw, os dois únicos acionistas da companhia alvo, e eles são os detentores de noventa por cento das ações, cuja aceitação da oferta, assim sugere-se, vincula também o autor a aceitá-la. Em casos como esse parece-me que o ônus deve claramente incidir sobre a outra parte, e que a ela deve incumbir demonstrar ao tribunal que o plano é tal que a minoria deva ser compelida a aceitá-lo”. Sobre o conceito de *scheme*, vide trecho logo abaixo.

238 O documento original, disponível no *website* <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk>>, contém 410 folhas (acesso em 25 de setembro de 2016).

239 “In fact, when these provisions were introduced by the Joint Stock Companies Arrangement Act 1870, they applied only to arrangements with creditors (and indeed only to arrangements proposed by companies in the course of being wound up). The members were added in 1900 but not until the Companies (Consolidation) Act 1908 was the winding-up requirement dropped and the forerunner of the modern provision emerged” (P. DAVIES, *Principles of Modern...*, p. 1061). Em tradução livre: “De fato, quando essas disposições foram introduzidas pelo *Joint Stock Companies Arrangement Act 1870*, elas aplicavam-se apenas a acordos com credores (e de fato apenas a acordos propostos por companhias em liquidação). Os associados foram acrescentados em 1900, mas apenas com o *Companies (Consolidation) Act 1908* a exigência de liquidação foi removida e surgiu o precedente da atual disposição”.

ações e maioria absoluta *per capita*, enquanto o *squeeze out* examinado na subseção II.3.3 exige a aprovação da oferta por pelo menos 90% dos minoritários.

A intervenção dos tribunais na aprovação do plano é concentrada em dois momentos: **(i)** definição das classes em que os acionistas serão divididos para votá-lo; e **(ii)** ratificação.

O ponto do item **(i)** é mais sensível nos casos de planos envolvendo credores. Em planos envolvendo acionistas, as classes constituídas para fins de análise do plano correspondem, em regra, às classes de ações emitidas pela companhia<sup>240</sup>.

Já a ratificação do plano pelo tribunal exige que **(1)** o estatuto tenha sido observado, **(2)** a classe de acionistas aplicável tenha sido razoavelmente representada, **(3)** todas as informações relevantes tenham sido disponibilizadas e **(4)** o plano seja tal que um integrante inteligente e razoável da classe envolvida, que aja de acordo com seus interesses, poderia aprová-lo<sup>241</sup>. Esse último elemento tende a ter menor relevância se os demais houverem se verificado.

### *II.3.5. Ratificação de atos do board*

Outra limitação ao poder dos controladores de companhias britânicas encontra-se em *Cook v Deeks*, uma decisão sobre os limites do poder da assembleia para ratificar atos praticados pelos *directors* em violação a seus deveres estatutários – efetivamente perdoando-os por tal violação.

---

240 “Shareholders with the same rights in respect of the shares which they hold may be subject to an infinite number of different interests and may therefore, assessing their own personal interests (as they are perfectly entitled to do), vote their shares in the light of those interests. But that in itself, in my judgment, is simply a fact of life: it does not lead to the conclusion that shareholders who propose to vote differently are in some way a separate class of shareholders entitled to a separate class meeting” (*Re BTR plc*). Em tradução livre: “Acionistas com os mesmos direitos decorrentes de suas ações podem ter um número infinito de interesses diferentes e podem, portanto, avaliando seus próprios interesses pessoais (tal como eles estão perfeitamente autorizados a fazer), votar com suas ações à luz desses interesses. Mas isso por si só, em meu julgamento, é simplesmente um fato da vida: não leva à conclusão de os acionistas que pretendam votar diversamente formam de alguma maneira uma classe separada, a que é assegurada uma assembleia especial”.

241 “In exercising its power of sanction the court will see, first, that the provisions of the statute have been complied with; secondly, that the class was fairly represented by those who attended the meeting and that the statutory majority are acting bona fide and are not coercing the minority in order to promote interests adverse to those of the class whom they purport to represent and thirdly, that the arrangement is such as an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest, might reasonably approve” (*Re National Bank, Ltd*). Em verdade essa é uma citação de um trecho da obra *Buckley on the Companies Act*, que por sua vez é parcialmente baseado em *Re Dorman, Long & Co Ltd*. O teste proposto foi plenamente ratificado no já citado caso *Re BTR plc*.

De forma sucinta, pode-se afirmar que é vedado aos acionistas ratificar atos praticados pelos *directors* que resultem em expropriação de bens ou direitos da companhia. O critério para estabelecer a ocorrência de expropriação baseia-se na distinção entre *law* e *equity*<sup>242</sup>. Quando o bem ou direito relevante pertencer ao *director* em *law* e em *equity*, não há expropriação. É esse o caso, p.e., quando um *director* vende algo que lhe pertence à companhia – ainda que tal venda se dê em condições desfavoráveis para a companhia, a assembleia poderá ratificá-la. Todavia, quando o bem ou direito pertencer em *law* ao *director*, mas em equity à companhia, é *ilícito* ratificar atos a ele relativos praticados pelos diretores. É esse o caso, p.e., quando os *directors* usurpam uma oportunidade comercial da companhia<sup>243</sup>. Essa é certamente uma distinção difícil, mesmo para juristas formados na *common law*<sup>244</sup>, mas Davies prevê que deve tornar-se menos relevante, na medida em que o *Companies Act 2006* proibiu *directors* diretamente interessados em uma transação de votarem em sua ratificação – justamente o conflito que motivou a decisão tomada em *Cook v Deeks*<sup>245</sup>.

### II.3.6. *Unfair prejudice* (“prejuízo inequitativo”)

O instituto do *unfair prejudice* (ou *prejuízo inequitativo*) permite que os acionistas questionem judicialmente atos praticados pelos administradores ou pela assembleia quando (i) os negócios da companhia sejam ou tenham sido conduzidos em prejuízo inequitativo aos interesses dos acionistas em geral ou uma parte dos acionistas ou (ii) um ato ou

---

242 O direito inglês (e também o direito estadunidense) divide-se em dois ramos: *law* e *equity*. Tal divisão tem origens históricas. Na era medieval, a justiça era administrada na Inglaterra por tribunais de direito. Em certos casos, todavia, permitia-se a propositura de demandas ou recursos ao rei – que, estando acima do direito, decidia por equidade – *equity*. Com o tempo, os monarcas delegaram seu poder de julgar por *equity*, e acabou formando-se uma verdadeira jurisdição paralela. Embora a divisão administrativa tenha sido abolida, ainda hoje o direito britânico diferencia *law* e *equity*. O direito de propriedade sente essa divisão de forma particularmente aguda, na medida em que cada uma dessas “jurisdições” tem seus próprios critérios para reconhecê-lo. O instituto do *trust* é um dos resultados dessa dissonância. No *trust*, a propriedade pertence ao *trustee* em *law*, mas ao *cestui que* (i.e., o beneficiário do *trust*) em *equity*. Como o direito das companhias britânico tem origem no direito dos *trusts*, a distinção foi-lhe estendida, considerando-se os *directors* (e, em alguns casos, os controladores) como *trustees*; e a companhia, como a *cestui que*.

243 Vide *Cook v Deeks*.

244 Davies afirma que explicá-la de forma satisfatória e consistente com o bom senso é difícil, ou mesmo impossível, e que outros autores enfrentam a mesma dificuldade (P. DAVIES, *Principles of Modern...*, p. 587).

245 “it appears quite certain that directors holding a majority of votes would not be permitted to make a present for themselves” (*Cook v Deeks*). Em tradução livre: “parece claro que não seria permitido a *directors* detendo uma maioria dos votos presentear a si próprios”.

omissão da companhia (ou praticado em seu benefício), atual ou potencial, causar ou puder causar (no caso de um ato potencial) um tal prejuízo. O poder conferido aos tribunais nesses casos é bastante amplo<sup>246</sup>, mas na maioria dos casos a solução consiste em determinar que a companhia ou os controladores adquiram as ações dos reclamantes por um preço justo.

Até a entrada em vigor do *Companies Act 1985*, para obter uma ordem equivalente àquela disponível por meio de um processo de *unfair prejudice* o acionista descontente precisava provar **(i)** que os negócios da companhia estavam sendo conduzidos de uma maneira opressiva a uma parte dos sócios (incluindo o reclamante) e **(ii)** que liquidar a companhia prejudicaria de forma inequitativa esse grupo de sócios, mas que de outra forma os fatos justificariam uma ordem de liquidação sobre o fundamento de que seria justo e equitativo que a companhia fosse liquidada<sup>247</sup>.

No caso *Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd and others*, a *House of Lords* teve a oportunidade de pronunciar-se sobre quando seria “justo e equitativo” liquidar a companhia. Para esta casa parlamentar reunida como tribunal, as palavras “justo e equitativo” importariam o reconhecimento “de que por trás [da companhia], ou nela, há indivíduos, com direitos, expectativas e obrigações *inter se* que não estão necessariamente submersas na estrutura da companhia”. A regra do “justo e equitativo” permitiria ao tribunal “sujeitar o exercício de direitos legais a considerações de equidade; isto é, considerações de caráter pessoal decorrentes [da relação] entre um indivíduo e outro, que possam tornar injusto ou inequitativo insistir-se em certos direitos, ou exercê-los de certa maneira”. Mas – ressaltou o tribunal – esse tipo de relação entre os participantes das companhias, não intermediada pelo direito societário ou pelos estatutos, seria rara<sup>248</sup>.

246 Segundo o § 996 do *Companies Act 2006*, “Se o tribunal entender que uma petição [proposta sob] esta Parte [do *Companies Act*, referente a *unfair prejudice*] está bem fundada, ele poderá expedir a ordem que entender cabível para conceder indulto com relação às matérias reclamadas” (“If the court is satisfied that a petition under this Part is well founded, it may make such order as it thinks fit for giving relief in respect of the matters complained of”).

247 “in a manner oppressive to some part of the members (including himself)” e “to wind up the company would unfairly prejudice that part of the members, but otherwise the facts would justify the making of a winding-up order on the ground that it was just and equitable that the company should be wound up” (*Companies Act 1985*).

248 “The words [just and equitable] are a recognition of the fact that a limited company is more than a mere judicial entity, with a personality in law of its own: that there is room in company law for recognition of the fact that behind it, or amongst it, there are individuals, with rights, expectations and obligations *inter se* which are not necessarily submerged in the company structure. That structure is defined by the *Companies Act 1948* and by the articles of association by which shareholders agree to be bound. In most companies and in most contexts, this definition is sufficient and exhaustive, equally so whether the company is large or small. The ‘just and equitable’ provision does not, as the respondents suggest, entitle one party to disregard the obligation he assumes by entering a company, nor the court to dispense him

Essa decisão influenciou diretamente o desenvolvimento da disciplina do *unfair prejudice*, que foi introduzido no *Companies Act* de 1985 e preservado integralmente no *Companies Act* de 2006.

A tarefa de limitar o que seria um “prejuízo inequitativo” é delegada pela lei inteiramente aos tribunais. A única exigência é que haja um ato ou omissão real ou proposto que possa ser caracterizado como inequitativamente prejudicial aos interesses de certos sócios (incluindo o demandante).

Em *Sam Weller & Sons*, um dos primeiros casos relevantes de aplicação do (então) novo instituto, a *Chancery Division* analisou o significado de *interesse*. O tribunal concluiu que é possível que uma pessoa tenha um interesse ainda que não tenha um direito, e que ainda que duas pessoas tenham os mesmos direitos, podem não ter os mesmos interesses<sup>249</sup>. O tribunal entendeu ainda que *unfairness* deve ser compreendido de maneira objetiva, independentemente da intenção das partes<sup>250</sup>.

---

from it. It does, as equity always does, enable the court to subject the exercise of legal rights to equitable considerations; considerations, that is, of a personal character arising between one individual and another, which may make it unjust, or inequitable, to insist on legal rights, or to exercise them in a particular way” (*Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd and others*). Em tradução livre: “As palavras [justo e equitativo] são um reconhecimento do fato de que uma companhia é mais que uma mera entidade jurídica, com personalidade jurídica própria: que há espaço no direito societário para o reconhecimento do fato de que por traz dela, ou nela, há indivíduos, com direitos, expectativas e obrigações entre si que não estão necessariamente submersas na estrutura da companhia. Esta estrutura é definida no *Companies Act 1948* e pelo estatuto ao qual os acionistas concordam a se vincular. Na maioria das companhias e contextos, essa definição é suficiente e exaustiva, tanto nas companhias grandes, quanto nas pequenas. A regra do ‘justo e equitativo’ não autoriza, como sugere o réu, que uma das partes desconsidere a obrigação que ela assumiu ao ingressar na companhia, nem o tribunal a dispensá-la de tal obrigação. Ela permite, como a *equity* sempre permite, que o tribunal sujeite o exercício de direito legais a ponderações equitativas, isto é, ponderações de caráter pessoal, que surjam entre um indivíduo e outro, que podem tornar injusto, ou inequitativo, insistir em certos direitos jurídicos, ou exercê-los de uma certa maneira”.

249 “The word ‘interests’ is wider than a term such as ‘rights’, and its presence as part of the test of s 459(1) to my mind suggests that Parliament recognised that members may have different interests, even if their rights as members are the same. Further, the adverb ‘unfairly’ introduces the wide concept of fairness in relation to the prejudice to the interests of some part of the members that must be established. Again, that reinforces the notion that it is possible that even if all the members are prejudiced by the conduct complained of, the interests of only some may be unfairly prejudiced” (*Sam Weller & Sons*). Em tradução livre: “A palavra ‘interesses’ é mais larga do que termos como ‘direitos’, e sua presença como parte do teste da Seção 459(1) sugere a minha mente que o Parlamento reconheceu que associados podem ter interesses diferentes, mesmo que seus direitos enquanto associados sejam os mesmos. Ademais, o advérbio ‘inequitativamente’ introduz o amplo conceito de equidade em relação ao prejuízo aos interesses de certa parte dos associados, que deve ser definida. De novo, isso reforça a noção de que é possível que, ainda que todos os associados sejam prejudicados pela conduta de que se reclama, apenas os interesses de alguns sejam prejudicados inequitativamente”.

250 “To my mind, the wording of the section imports an objective test. One simply looks to see whether the manner in which the affairs of the company have been conducted can be described as ‘unfairly prejudicial to the interests of some part of the members’. That [...] requires an objective assessment of the quality of the conduct. Thus, conduct which is ‘unfairly prejudicial’ to the petitioner’s interests, even if not intended to be so, may nevertheless come within the section” (*Sam Weller & Sons*). Em tradução livre: “Para minha mente, a linguagem da seção importa um teste objetivo. Basta olhar para ver se a maneira



A decisão proferida em *Re Saul D Harrison & Sons plc* aproximou a disciplina do prejuízo inequitativo da decisão tomada em *Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd and others*. Nesse caso a *Court of Appeal* estabeleceu que *unfairness* deve ser entendida em um contexto comercial e que “cumprir promessas e honrar acordos é provavelmente o mais importante elemento da equitatividade comercial”<sup>251</sup>. Indo além, o tribunal sustentou que as relações entre os sócios podem criar “expectativas legítimas” e limitar o exercício de certos direitos<sup>252</sup>. Em *O’Neill and another v Phillips and others*, a *House of Lords* substituiu a expressão *expectativas legítimas* por *considerações equitativas*, e fundamentou sua eficácia na boa-fé<sup>253</sup>.

A partir dessas decisões, as relações entre os sócios para além dos estatutos e da lei – e em especial os acordos entre eles, formais ou informais – tornaram-se a questão central para a aplicação da disciplina do prejuízo inequitativo. Os deveres fiduciários previstos pela lei britânica, considerados ínsitos aos acordos entre aqueles que se associam para constituir uma sociedade, fornecem igual base para a aplicação da disciplina.

A casuística da aplicação de tal regra é variada, especialmente porque ela se aplica tanto a atos dos controladores, quanto dos *directors*. *Re Cumana Ltd*, p.e., trata do desvio de negócios de uma companhia para outra na qual o controlador possuía maior

---

pela qual os negócios da companhia têm sido conduzidos pode ser descrita como ‘inequitativamente prejudicial para os interesses de certa parte dos associados’. Isso [...] requer uma avaliação objetiva da qualidade da conduta. Assim, uma conduta que seja ‘inequitativamente prejudicial’ para os interesses do petionante, ainda que não fosse essa a intenção, pode não obstante submeter-se a esta seção”.

251 “keeping promises and honouring agreements is probably the most important element of commercial fairness” (*Re Saul D Harrison & Sons plc*).

252 “the personal relationship between a shareholder and those who control the company may entitle him to say that it would in certain circumstances be unfair for them to exercise a power conferred by the articles upon the board or the company in general meeting. I have in the past ventured to borrow from public law the term ‘legitimate expectation’ to describe the correlative ‘right’ in the shareholder to which such a relationship may give rise. It often arises out of a fundamental understanding between the shareholders which formed the basis of their association but was not put into contractual form” (*Re Saul D Harrison & Sons plc*). Em tradução livre: “a relação pessoal entre um acionista e aqueles que controlam a companhia pode autorizá-lo a dizer que, em certas circunstâncias, seria inequitativo que eles exercessem um poder conferido pelo estatuto ao *board* ou à companhia em assembleia. No passado eu me aventurei a tomar emprestado do direito público o termo ‘expectativa legítima’ para descrever o correlativo ‘direito’ do acionista que podem surgir dessa relação. Ela frequentemente surge de um entendimento fundamental entre os acionistas, que forma a base de sua associação, mas que não tomou a forma de um contrato”.

253 “there will be cases in which equitable considerations make it unfair for those conducting the affairs of the company to rely upon their strict legal powers. Thus unfairness may consist in a breach of the rules or in using the rules in a manner which equity would regard as contrary to good faith” (*O’Neill v Phillips*). Em tradução livre: “haverá casos em que considerações equitativas tornarão inequitativo que aqueles conduzindo os negócios da companhia baseiem-se em seus estritos poderes legais. Assim, inequitatividade pode consistir na quebra das regras [jurídicas] ou no uso das regras de uma maneira que a *equity* consideraria contrária à boa-fé”.

participação; *Bhullar v Bhullar*; da usurpação de uma oportunidade comercial; e *Elgindata*, do uso de bens da companhia por seus *directors* (que eram também controladores) e pessoas ligadas a eles. Mas sem dúvida a linha mais representativa de casos refere-se ao pagamento, aos *directors*, de remuneração excessiva ou sem a observância das formalidades legais exigíveis – geralmente acompanhada do não pagamento de dividendos. Essa questão é levantada em *Re Cumana Ltd*, assim como no já citado caso *Sam Weller & Sons*, e em *Irvine v Irvine*.

Esse último caso é particularmente interessante. Dois irmãos, *Ian* e *Malcolm*, eram acionistas (na razão de 50%/50%) e *directors* de uma determinada companhia. Em verdade, parte da participação atribuída a *Malcolm* era detida por um *trust*, cujos beneficiários eram seus filhos. Havia um acordo entre *Ian* e *Malcolm* de que todo o lucro gerado pelo negócio deveria ser distribuído entre eles (*i.e.*, nenhuma reserva deveria ser constituída), na proporção de 70% para *Ian* e 30% para *Malcolm*. Para fins de tal distribuição, não se fazia distinção entre *Malcolm* e o *trust*, nem entre remuneração e dividendos.

Quando *Malcolm* morreu, sua esposa *Patricia* foi nomeada *director*, e passou a receber os lucros gerados pela companhia no lugar de seu falecido marido. Mas *Ian*, sem observar as formalidades legais aplicáveis, modificou unilateralmente a proporção da participação dos sócios nos lucros da sociedade, chegando a receber 95% deles.

A *Chancery Division* poderia ter determinado que *Ian* devolvesse à companhia a remuneração recebida sem observância das formalidades legais<sup>254-255</sup>, ou aplicado o acordo existente entre *Ian* e *Malcolm* para a distribuição dos lucros na proporção de 70%/30%. No entanto, o tribunal optou por colher a opinião de *experts* e arbitrar o que lhe pareceu um valor justo para a remuneração de *Ian*<sup>256</sup>.

254 No direito das companhias britânicos presume-se gratuito o exercício da administração – uma herança do direito dos *trusts*, que está em sua origem. Assim, quaisquer valores recebidos pelos administradores sem as autorizações necessárias – da assembleia ou do *board*, conforme definido nos estatutos – são considerados ilegítimos, e devem ser reembolsados à companhia. Nesse sentido, vide *Guinness v Saunders*.

255 Ou tomado decisão equivalente, como determinar que o valor das ações da autora *Patricia* fosse calculado adicionando-se ao caixa da companhia valor equivalente àquele recebido indevidamente por *Ian*.

256 “In my judgment, his appropriate remuneration would have been 40% of the business's net profits (calculated after payment of all expenses but before tax) subject to a minimum of £ 300,000 (for the year 2003) and discounted down [...] for each preceding year back to 1996. The excess would have been available for payment as dividends to Ian, Patricia and the trustees of the trust according to their respective shareholdings and, given the practice of distributing as much of the company's profits as possible [...] would probably have been dealt with in that way” (*Irvine v Irvine*). Em tradução livre: “No meu julgamento, sua remuneração apropriada seria de 40% do lucro líquido dos negócios (calculado

Essa decisão representa um desvio da lógica predominante nos casos de prejuízo inequitativo, pois para estabelecer qual seria o valor justo da remuneração de *Ian* o tribunal não invocou os acordos “para além dos estatutos e da lei” entre os acionistas, nem os deveres fiduciários dos *directors*<sup>257</sup>, decidindo que deveriam ser aplicados “critérios comerciais objetivos”<sup>258</sup>. Trata-se de um caso relativamente recente, que talvez importe uma guinada dos tribunais britânicos em direção a uma maior assertividade no julgamento de atos dos controladores e diretores de companhias.

Cabe ressaltar que a disciplina do prejuízo inequitativo se aplica de forma limitada a companhias abertas. Os dois casos envolvendo esse tipo de companhia foram julgados improcedentes. Os tribunais britânicos entenderam que não se poderia conferir normatividade aos acordos informais ou expectativas legítimas formadas entre sócios de companhias abertas, pois isso atentaria contra as expectativas legítimas dos investidores, de que os estatutos e as leis contêm a integralidade das regras aplicáveis à sociedade<sup>259</sup>. Esse raciocínio, porém, não impediria a procedência de uma ação por prejuízo inequitativo baseada no descumprimento de deveres fiduciários, que decorrem da lei.

---

após o pagamento de todas despesas, mas antes dos tributos), sujeito a um mínimo de £ 300.000 (para o ano de 2003) e descontado [...] para cada ano precedente, até 1996. O excesso ficaria à disposição para o pagamento de dividendos a Ian, Patricia e o trust, de acordo com suas respectivas participações, e, dada a prática de distribuir o máximo possível dos lucros da companhia [...], teria muito provavelmente sido distribuído”.

257 No direito britânico, em regra a remuneração dos *directors* é definida pelo *board*, e não pela assembleia, como no Brasil.

258 “objective commercial criteria” (*Irvine v Irvine*).

259 “No doubt there are cases where a legitimate expectation may be inferred from arrangements outside the ambit of the formal constitution of the company, but it must be borne in mind that this is a public company, a listed company, and a large one, and that the constitution was adopted at the time when the company was first floated on the Unlisted Securities Market. Outside investors were entitled to assume that the whole of the constitution was contained in the articles, read, of course, together with the Companies Acts. There is in these circumstances no room for any legitimate expectation founded on some agreement or arrangement made between the directors and kept up their sleeves and not disclosed to those placing the shares with the public through the Unlisted Securities Market” (*Re Blue Arrow plc*). Em tradução livre: “Sem dúvida há casos em que expectativas legítimas podem ser inferidas de arranjos fora do âmbito dos estatutos da companhia, mas deve-se ter em mente que esta é a uma companhia aberta e listada, e uma das grandes, e que seu estatuto foi adotado quando ela foi cotada pela primeira vez no mercado de balcão. Investidores externos estavam autorizados a assumir que todas os termos e condições condições estavam contidos nos estatutos, lidos, é claro, em conjunto com a Lei das Companhias. Nessas circunstâncias não há espaço para expectativas legítimas baseadas em algum acordo ou arranjo feito entre os *directors* e mantidos em uma gaveta e não revelados àqueles que distribuíram as ações ao público por meio do mercado de balcão”. Vide também *Re Astec (BSR) plc*.

### II.3.7. *Shadow directors* (“*directors ocultos*”)

O último ramo do direito britânico a regular a conduta dos controladores é a disciplina dos *shadow directors*, ou *directors ocultos*. São consideradas como tais aquelas pessoas cujas instruções ou direções sejam costumeiramente observadas por uma companhia, excetuados aqueles que dêem instruções na condição de profissionais (tal como advogados e contadores) e pessoas jurídicas (*body corporates*), em relação a suas subsidiárias<sup>260</sup>.

De uma forma geral, *directors ocultos* estão sujeitos aos mesmos deveres que os *directors*, na medida em que eles tenham de fato controlado a atuação do *board*. Assim, um controlador pessoa física ou *director* de uma companhia controladora que não ocupe um assento no *board* de sua controlada podem acabar se sujeitando aos deveres aplicáveis aos *directors* de tal controlada se forem particularmente “intrometidos”<sup>261</sup>.

### II.4. A norma dos arts. 116, Parágrafo Único e 117 da Lei das S.A.

O exposto nas seções acima demonstra que os direitos estadunidense e britânico são riquíssimos em ilustrar as diferentes formas de opressão dos minoritários pelos controladores. Mas (como é típico da *common law*), falta-lhes certa sistematicidade (principalmente ao britânico), pelo menos aos olhos de um jurista formado na tradição romano-germânica.

A disciplina estadunidense do poder de controle é articulável, na maior parte, em torno do *duty of loyalty* (*dever de lealdade*), que cuida de casos de conflito de interesses (e, portanto, transações entre controladores e controladas e *freeze outs*, que não são mais que um caso específico desse tipo de conflito) e usurpação de oportunidades comerciais. Também a vedação à venda de cargos na administração pode ser subsumida a essa regra, tendo em vista que é baseada no entendimento de que tais cargos são ocupados em benefício da companhia, e portanto vendê-los equivale a vender algo que a ela pertence<sup>262</sup>.

---

260 *Section 251 do Companies Act 2006.*

261 Tendo em vista a extensão e complexidade dos deveres dos *directors*, não é possível aqui explorar a matéria.

262 Clark fundamenta tal vedação da seguinte forma: “directors and officers are forbidden to demand or accept payment from someone other than their corporation to exercise the powers they have, by virtue of their positions, to influence the company’s fortunes. [...] Thus, retiring director John could not properly take a secret \$1,000 payment from Henry in exchange for a promise to put Henry’s name before the

A venda do controle para saqueadores, por outro lado, é melhor compreendida quando analisada à luz do *duty of care* (dever de cuidado). Clark sintetiza esse dever afirmando que *directors* devem “exercer aquele grau de habilidade, diligência e cuidado que uma pessoa razoavelmente prudente exerceria em circunstâncias similares”<sup>263</sup>. O dever de investigar o potencial comprador quando houver motivos para desconfiar de que se trata de um saqueador, imposto aos controladores em *DeBaun v. First Western Bank*, se ajusta a essa descrição.

Contudo, essa articulação da jurisprudência em torno dos deveres fiduciários é mais uma construção *ex post facto* que um reconhecimento dos fundamentos teóricos que orientam os tribunais. Embora algumas das normas aplicadas aos controladores sejam análogas àquelas aplicáveis aos *directors* como parte de seus deveres fiduciários (especialmente as disciplinas do conflito de interesses e usurpação de oportunidades), é raro encontrar-se uma referência explícita a esses deveres nas decisões que fundamentam a disciplina do controle.

E o direito britânico é ainda mais avesso a sistematização. *Allen v Gold Reefs of West Africa, Ltd* estabelece a regra geral para atos que afetem diretamente a companhia (“de boa-fé, em benefício da companhia como um todo”), e a disciplina dos *prejuízos inequitativos* regula as disputas entre acionistas (entendendo-se que ela tornou obsoleta a decisão proferida em *Greenhalgh v Alderne Cinemas*). Integrar ambas as regras sob uma mesma classificação não lhes faria justiça. Já as disciplinas de *squeeze outs*, *schemes of arrangements* e ratificação de atos do *board* são intimamente vinculadas a suas origens, como por vezes ocorre na tradição da *common law*.

A disciplina do poder de controle no Brasil, ao contrário, é eminentemente sistemática. A regra geral de controle do *conteúdo* dos atos do controlador encontra-se no

---

nominating committee and push it vigorously. If John recommends anyone, he should recommend whoever he thinks is best for the job, and his compensation for doing so is to be found in his official directors’ fee”. Em tradução livre: “Directors e diretores são proibidos de exigir ou aceitar pagamento de qualquer um que não sua companhia para exercer os poderes que possuem em virtude de sua posição, para influenciar os destinos da companhia. [...] Assim, o director em processo de aposentadoria John não poderia devidamente aceitar em segredo de Henry um pagamento de US\$ 1.000 em troca da promessa de indicar Henry para o comitê de nomeação e promovê-lo vigorosamente. Se John recomendar qualquer um, ele deveria recomendar aquele que ele entende ser o melhor para a função, e sua compensação por fazê-lo faz parte de sua remuneração oficial de director”. Essa descrição deixa claro que o que está em jogo nesse caso é a contaminação do juízo do agente corporativo e a possibilidade de ele colocar os interesses da companhia em segundo plano – província do dever de lealdade.

263 “exercise that degree of skill, diligence, and care that a reasonably prudent person would exercise in similar circumstances” (R. C. CLARK, *Corporate Law*, p. 123).

art. 116, Parágrafo Único da Lei das S.A., complementado pelo art. 117 – enquanto o primeiro estabelece os *deveres* dos controladores, o segundo (i) estabelece sua *responsabilidade* pelo descumprimento de tais deveres, em estrutura semelhante à posteriormente adotada nos arts. 186 e 187 (de um lado) e 927 (de outro) do Código Civil, e (ii) cita alguns exemplos de descumprimento dos deveres<sup>264-265</sup>. Além de aplicar-se *per se*, ela também informa a aplicação de outras normas: é de praxe falar-se em abuso ao tratar-se, p.e., das normas sobre preço de emissão<sup>266</sup>; resgate de ações<sup>267</sup>; constituição de reservas para contingências<sup>268</sup>; ou retenção de lucros<sup>269</sup>, não obstante serem todos esses temas objeto de regulação específica na Lei das S.A.<sup>270</sup>.

Fica fora do escopo da regra dos arts. 116 e 117 apenas a regra de conflito de interesses<sup>271</sup>, bem como sua *prima-irmã* referente a benefícios particulares (assumindo-se que se tratam de duas regras diferentes, o que não é incontroverso). Essa é uma divisão tradicional em nosso direito, mas não muito lógica, como se demonstrará logo abaixo.

Esta seção será dividida em quatro subseções, dedicadas, respectivamente, (1) ao conceito de abuso em direito societário; (2) à aplicação de tal conceito na disciplina do

---

264 “No parágrafo único do artigo 116 a figura do acionista controlador é complementada pela definição de seus deveres. O preceito é rico de ideias fundamentais para definir o abuso do poder de controle, pois indica que se trata de um poder-função, que deve ser exercido em benefício da companhia (“para realizar seu objeto e cumprir sua função social”), acarretando deveres e responsabilidades para o acionista controlador. Em verdade, é o parágrafo único do artigo 116 que sopra o diapasão para que se defina o exercício regular do poder de controle; a enumeração do parágrafo primeiro do artigo 117, aliás meramente exemplificativa, apenas precisa certos casos de mais frequente ocorrência, de atos ou omissões, que destoam do preceito citado” (C. A. da S. LOBO, *Reflexões Sobre a Responsabilidade...*, p. 47). Vide, no mesmo sentido, C. SALOMÃO FILHO, *Deveres fiduciários do controlador...*, p. 170. Sobre a distinção entre dever e obrigação, vide fls. 201 e ss.

265 No PAS CVM n. RJ2012/1131 o colegiado parece ter estabelecido uma distinção entre o arts. 116, Parágrafo Único e 117. A SEP apresentou uma acusação com base em ambos dispositivos, mas a Procuradoria Federal Especializada (PFE) junto à CVM recomendou que fosse excluída a referência ao art. 117, que “pressuporia a atuação do acusado, visando somente ao seu favorecimento pessoal” e porque não se perceberia conduta dolosa por parte do controlador. Em seu voto, a relatora do caso perante o colegiado, Diretora Luciana Dias, sem comentar especificamente as razões apresentadas pela PFE para distinguir o art. 116, Parágrafo Único do art. 117, afirmou: “ainda que não se configure o ilícito consubstanciado no art. 117, é possível punir o controlador pelo descumprimento do art. 116 isoladamente”. A leitura dos citados artigos esposada neste trabalho é manifestamente contrária a esse entendimento, que se reputa equivocado.

266 F. K. COMPARATO, *A fixação do preço...*

267 F. K. COMPARATO, *Funções e disfunções...*

268 PAS CVM n. RJ2012/4066.

269 Inst. CVM n. 323/2000, art. 1º, XV.

270 Respectivamente, arts. 170, § 1º; 44; 195; e 196 e 199.

271 Vide, p.e., “São dois os instrumentos principais para o monitoramento do exercício do poder pelo acionista controlador: (i) a regra de conflito de interesses; e (ii) a definição de abuso do poder de controle” (E. S. MUNHOZ, *Quem deve comandar...*, p. 509). Refere-se aqui a conflito de interesses *lato sensu*, englobando avaliação de bens integralizados, aprovação de contas e benefícios particulares.

poder de controle; (3) interesse e função social; e (4) lealdade e discricionariedade do controlador.

#### II.4.1. O conceito de abuso

A noção de abuso de poder não é objeto de graves controvérsias na doutrina societária. Segundo Comparato, o abuso pode ocorrer nas modalidades do *desvio* ou *excesso*. A primeira ocorre quando há um “afastamento não da forma mas do espírito da lei, representando ato típico de *frau legis*, e não *contra legis*”<sup>272</sup>. Por vezes o desvio é praticado mediante uma série de atos aparentemente regulares, cuja finalidade, contudo, é ilegítima<sup>273</sup> – o que, por sua vez, contamina toda a cadeia de atos praticados<sup>274</sup>.

Já o *excesso* ocorre “quando o agente, embora perseguindo fins consagrados ou impostos pela ordem jurídica, interfere, não obstante, de modo mais do que necessário na esfera jurídica alheia”<sup>275</sup>. Em outra obra Comparato subdivide o abuso do poder de controle em *de meio* e *de fins*<sup>276</sup>, e é fácil traçar um paralelo entre essa subdivisão e as modalidades do excesso e desvio, respectivamente.

Na raiz do abuso está sempre um conflito entre os interesses do controlador e aqueles aos quais ele tem o dever de atender<sup>277</sup> – o que explica por que as transações com partes relacionados ocupam um espaço tão proeminente na disciplina do controle no direito

---

272 F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 364.

273 “o abuso do acionista controlador reveste, de comum, a forma de uma seqüência de atos, praticados no âmbito fechado da administração, cuidadosamente preparados para o “*placet*” assemblear, cuja obtenção lhe é antecipadamente assegurada pela maioria que detém. Nesses casos, o vício de deliberação é evidenciado não apenas pelo ato em si, pela decisão que não consulta aos interesses comuns dos sócios, ao interesse da companhia (o que seria suficiente para invalidá-la), mas ainda porque se fecha como um elo necessário numa cadeia de procedimentos que vão lograr um resultado, que é a satisfação do interesse próprio” (A. LAMY FILHO, *Abuso do Poder de Controle...*, p. 236).

274 “E como o objetivo final de todos os atos praticados é ilícito – é o de fraudar a lei –, é evidente que todos e cada um deles são igualmente contaminados pela ilicitude. Eles não podem ser vistos isoladamente, mas sempre em conjunto, como atos de uma peça só” (E. V. de A. e N. FRANÇA, *Atos e Operações Societárias em Fraude à Lei...*, p. 282).

275 F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 364.

276 “as variadas hipóteses de abuso no exercício de direitos podem ser agrupadas em duas classes: abuso quanto aos fins visados pelo agente e quanto aos meios empregados”. (F. K. COMPARATO, *Funções e disfunções...*, p. 121).

277 “preferimos entender que o voto abusivo é necessariamente uma modalidade de voto conflitante. Com efeito, o conflito de interesses é subjacente a todo ato injurídico. Só se pratica ofensa a direito de outrem quando se tem interesse conflitante com esse outro. Assim, o conflito de interesses também está presente em todo voto abusivo: só exerce voto abusivo quem tem interesse conflitante com o da companhia” (C. A. da S. LOBO, *Reflexões Sobre a Responsabilidade...*, p. 43). Lobo tem em mente aqui a disciplina do voto, constante do art. 115 da Lei das S.A., mas suas observações são plenamente adaptáveis ao abuso do poder de controle.

estadunidense<sup>278</sup>. O abuso se verifica quando o controlador age colocando seus próprios interesses à frente destes últimos, sacrificando-os em benefício próprio ou de terceiros<sup>279-280</sup>.

#### II.4.2. Abuso e finalidade do poder de controle

Para que se passe do conceito abstrato de abuso para o mais concreto de abuso do poder de controle, é necessário definir o que caracteriza o uso legítimo de tal poder. O controle é sempre vinculado a um fim<sup>281</sup>, que a Lei das S.A. estabelece no art. 116, Parágrafo Único: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”<sup>282</sup>.

A principal dificuldade em dar sentido à finalidade estabelecida pelo art. 116, Parágrafo Único decorre de seu caráter dúplice. O controlador deve visar tanto à realização do objeto da companhia, quanto ao cumprimento de sua função social.

A crítica à *stakeholder theory* – teoria econômico-gerencial que propõe que os administradores de companhias atendam a todos os interesses convergentes na empresa, e não apenas àqueles dos acionistas – demonstra que é contraproducente estabelecer diversas finalidades para o exercício do poder de controle. Quando (i) amplia-se ao ponto da quase indeterminação o conjunto de fatores que o controlador deve ter em conta (efeito da

---

278 Vide seção II.2.1.

279 “a responsabilidade decorre do chamado “abuso do controle”, e este supõe dois elementos (como observa CHAMPAUD [...]): a) violação do interesse social; b) para atender a interesse pessoal. “Esses dois elementos são ligados, porque o delito consiste, precisamente no sacrifício do interesse social ao interesse egoísta de quem exerce o controle do patrimônio social”, conclui CHAMPAUD” (A. LAMY FILHO, *Responsabilidade do Acionista...*, p. 212). No mesmo sentido: “poderá configurar abuso por parte do acionista controlador qualquer ato em que fique caracterizada a utilização de seu poder para atender a fins pessoais, em prejuízo dos interesses da sociedade ou dos demais interesses que ele tem o dever de preservar” (N. EIZIRIK, *Lei das S.A. ....*, v. 1, p. 679.).

280 Como destaca Comparato, “a lei nem sempre exige que o ato abusivo seja praticado em benefício do próprio controlador” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 395.).

281 Vide seção II.1 e, ainda: “a todo poder correspondem dever e responsabilidades próprias, exatamente porque se trata de um *direito-função*, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas. Assim também no que diz respeito ao poder de controle, na estrutura da sociedade anônima” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 361).

282 A Exposição de Motivos da Lei (MINISTÉRIO DA FAZENDA, *Exposição de Motivos n. 196...*) acrescenta *os investidores do mercado* dentre aqueles cujos direitos e interesses o controlador deve respeitar e atender.



referência à função social); e (ii) não se estabelece um critério único para orientar sua conduta, ou uma função que determine a forma de escalonar os diferentes fatores a serem levados em conta, deixa-se o controlador sem objetivos claros aos quais visar<sup>283</sup> – o que, por sua vez, confere discricionariedade ao controlador para definir os objetivos que deverá perseguir<sup>284</sup> – o oposto do que se deseja quando se estabelece uma finalidade para o exercício de seu poder. A falta de qualquer especificação dos deveres do controlador perante aqueles cujos direitos e interesses ele deve respeitar e atender (art. 116, Parágrafo Único, segunda parte) agrava essa indeterminação.

Mais feliz foi a dicção do art. 154 da Lei das S.A., que claramente dispõe que os administradores devem exercer suas atribuições *para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa*. Ou seja: são os fins e interesses da companhia que orientam a conduta dos administradores, mas as decisões por eles tomadas e atos por eles praticados para atingir tais fins e promover tais interesses são moderadas pelas exigências do bem público e da função social.

Da mesma forma, deve-se entender que o controlador deve visar ao interesse da companhia (ou dos acionistas *qua* acionistas, quando não estiver em jogo o interesse da sociedade, como em *Greenhalgh v Alderne Cinemas*), respeitados os direitos e atendidos os interesses de investidores, credores, trabalhadores, comunidade local, etc. Isso posto, a

---

283 “It is logically impossible to maximize in more than one dimension at the same time unless the dimensions are monotone transformations of one another. Thus, telling a manager to maximize current profits, market share, future growth in profits, and anything else one pleases will leave that manager with no way to make a reasoned decision. In effect, it leaves the manager with no objective. The result will be confusion and lack of purpose that will fundamentally handicap the firm in its competition for survival. A firm can resolve this ambiguity by specifying the tradeoffs among the various dimensions, and doing so amounts to specifying an overall objective function such as  $V = f(x, y, \dots)$  that explicitly incorporates the effects of decisions on all the goods or bads (denoted by  $(x, y, \dots)$ ) affecting the firm (such as cash flow, risk, and so on)” (M. C. JENSEN, *Value maximization...*, p. 238). Em tradução livre: “É logicamente impossível maximizar mais de uma dimensão ao mesmo tempo, exceto se as dimensões forem transformações monótonas umas das outras. Assim, dizer a um gestor para que maximize os lucros presentes, fatia de mercado, crescimento futuro dos lucros e o que mais se queira deixa o gestor sem meio de tomar uma decisão pensada. De fato, deixa o gestor sem objetivo. O resultado será confusão e falta de propósito, que deixará a empresa em fundamental desvantagem na concorrência pela sobrevivência. Uma empresa pode resolver essa ambiguidade especificando trocas entre estas várias dimensões, e fazê-lo equivale a especificar uma função objetiva global, tal como  $V = f(x, y, \dots)$  que explicitamente incorpore os efeitos das decisões em todos os benefícios e malefícios (denotados por  $(x, y, \dots)$ ) que afetem a empresa (tal como fluxo de caixa, e assim sucessivamente)”.

284 “An organisation that is accountable to everyone, is actually accountable to no one: accountability that is diffuse, is effectively non-existent” (E. STERNBERG, *The Defects...*, p. 5). Em tradução livre: “Uma organização que responde perante todos, de fato não responde perante ninguém: responsabilidade difusa é efetivamente não existente”.

questão passa a ser a determinação dos fins e interesses da companhia e das exigências da função social.

### II.4.3. Função e interesse social

A função social diz respeito – como não poderia deixar de ser – ao papel da empresa na sociedade. Na transição da era feudal para o capitalismo, a produção, distribuição e consumo de bens e serviços tornou-se um fenômeno social. A vida econômica, que antes se resumia ao feudo, com esporádicas intervenções externas (nas feiras ou visitas ao *burgo*), ampliou suas fronteiras<sup>285</sup>. Tarefas antes realizadas pela própria família ou pela comunidade local tornaram-se responsabilidade do *empresário*<sup>286</sup>. Mas não só isso – o fornecimento de bens e serviços e a integração dos indivíduos ao processo produtivo (mediante a criação de empregos) também passaram a ser responsabilidades suas<sup>287</sup>.

A exigência de observância da função social da empresa é o reconhecimento dos deveres do empresário para com esses grupos que dele dependem ou por ele são afetados. O que a Lei das S.A. *não* define é que deveres são esses.

O art. 116 fornece uma orientação ao dispor que o controlador deve lealmente respeitar e atender aos *direitos e interesses* dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa e dos membros da comunidade em que ela atua (a Exposição de Motivos que prefaciou o projeto que deu origem à Lei das S.A. acrescenta a esse rol os investidores). A

---

285 “what has taken the place of the family house? One part of it, the workshop, has been turned adrift. [...] as a rule the many small workshops have become merged into large factories. The same applies to the storeroom and to the spinning and sewing room which have been welded together into mammoth textile works. The small kitchen gardens have given way to the establishments of the market gardeners in the outskirts of the city” (K. RENNER, *The Institutions...*, p. 74). Em tradução livre: “O que tomou o lugar da casa familiar? Uma parte, a oficina, foi lançada à deriva. [...] em regra, muitas pequenas oficinas se fundiram em grandes fábricas. O mesmo aplica-se à dispensa e às salas de tear e costura, que foram unidas em enormes linhas de produção têxteis. A pequena horta deu lugar a feiras de hortifrutí nos limites da cidade [...]”.

286 “As a private person he fulfills the task which in other social systems is performed by the community (for instance the common clearing of new land by the tribe)” (K. RENNER, *The Institutions...*, p. 202). Em tradução livre: “Enquanto indivíduo privado, ele cumpre a tarefa que em outros sistemas sociais é desempenhada pela comunidade (por exemplo, a limpeza comum de novas terras pela tribo)”.

287 “If the individual peasant left his land fallow, he wronged no-one and only shortened his own subsistence. But the mine-owner who closes down his mine cuts down fuel for everybody, deprives his workers of their livelihood and perhaps enlarges his income by increasing the price of coal” (K. RENNER, *The Institutions...*, p. 267). Em tradução livre: “Se o camponês individual deixasse sua terra em repouso, ele não prejudicava a ninguém, mas apenas a sua própria subsistência. Mas o dono de uma mina que a fecha corta o [suprimento de] combustível para todos, priva os trabalhadores de seu sustento e talvez aumente sua renda mediante o aumento do preço do carvão”.

própria referência a *comunidade* – um conceito que pode ser lido sob diversos aspectos, tal como político, geográfico, econômico, etc. – demonstra que se trata de uma lista aberta, e não um rol exaustivo. Embora o dispositivo comentado não mencione os consumidores, p.e., não se duvida que eles estejam entre aqueles cujos direitos e interesses devem ser respeitados e atendidos pelos controladores.

Que os *direitos* de terceiros devem ser respeitados pelo controlador não deve causar surpresa a qualquer jurista, já que essa é uma obrigação a que estão sujeitos todos aqueles que vivem sob um sistema jurídico como aquele atualmente vigente no Brasil. Naturalmente pode haver divergência sobre a existência ou extensão de certos direitos, como de fato frequentemente ocorre, mas esses conflitos (desde que não sejam fruto de malícia ou má-fé) são parte da vida do direito, e não geram, nem podem gerar, por si, qualquer responsabilidade.

É certamente bem mais complexo definir os *interesses* que devem ser atendidos. Primeiro, porque eles raramente se manifestam de forma clara e precisa. E segundo, porque eles frequentemente contradizem uns aos outros.

Não é prudente autorizar o controlador a superar por si essas dificuldades, definindo livremente quais interesses devem ser atendidos e em que medida isso deve ser feito. Não só porque isso conferiria a ele uma ampla discricionariedade, mas principalmente porque não cabe ao controlador definir quais os interesses dos investidores, trabalhadores, consumidores, etc., merecem ser atendidos, *mas a seus próprios titulares*.

A questão principal, portanto, é saber como tais titulares comunicam seus interesses e demandam seu atendimento pela empresa. O mecanismo utilizado para esse fim de forma mais ampla na vida moderna é provavelmente o *mercado*. Consumidores, empregados e investidores informam seus desejos por meio de decisões sobre consumir ou não um determinado bem ou serviço, trabalhar ou não em determinada empresa e investir ou não em determinada companhia, e o preço pelo qual estão dispostos a fazê-lo. Essas decisões não são influenciadas apenas por considerações rasas sobre custo e retorno, mas inclusive por valores éticos, como indica o crescimento de selos como *Fair Trade*<sup>288</sup> e do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)<sup>289</sup>.

---

288 Vide <<http://www.fairtradebrasil.com.br/home>>. Acesso em 5 de julho de 2016.

289 Vide <<http://www.isebvmf.com.br/>>. Acesso em 5 de julho de 2016.

Outro mecanismo importantíssimo é o *estado*. Mediante embates no parlamento e a influência sobre a adoção de políticas públicas e o exercício do poder de polícia, os diversos grupos de interesse da sociedade promovem seus objetivos.

Mas ainda que amplos e importantes, esses dois meios de manifestação não esgotam as possibilidades, até mesmo porque ambos têm limitações que não precisam ser aqui ressaltadas. Para suprir essas limitações surgem *outros* mecanismos de incentivo, monitoração e aplicação (*enforcement*). Trabalhadores unem-se em sindicatos para beneficiar-se da força das multidões; ambientalistas formam organizações não-governamentais, que fornecem certificações do tipo “*selo verde*” ou “*amiga do meio ambiente*” a empresas cujas práticas considerem exemplares, e promovem protestos contra outras, gerando inconvenientes práticos e publicidade negativa; outros empreendedores criam instrumentos como o *website Reclame Aqui*<sup>290</sup>, que permite aos consumidores gerar publicidade negativa para as empresas que os desrespeitem, e aos empresários registrar o atendimento às reclamações, sinalizando seu compromisso com seus consumidores. As possibilidades são inúmeras, e incluem a imprensa, que tem o poder de gerar espontaneamente publicidade negativa ou positiva<sup>291</sup>.

O controlador se vê, então, compelido a atender aos anseios daqueles que tomam parte na empresa ou são por ela afetados. Ignorá-los – seja qual for o meio pelo qual eles se manifestem – é o caminho para a ruína da empresa<sup>292</sup>.

Mas há uma condição para a validade dessa leitura do art. 116, Parágrafo Único da Lei das S.A.: todas as informações de que a companhia disponha que sejam potencialmente relevantes para os diversos grupos de interesse por ela afetados devem ser disponibilizada a tais grupos. Acredita-se amplamente, p.e., que a indústria do amianto tinha pleno conhecimento dos severos danos que esse composto pode causar à saúde de trabalhadores e consumidores que com ele tenham contato, e trabalhou ativamente durante décadas para escondê-los do (ou pelo menos minimizá-los perante o) público em geral. Muitas pessoas poderiam ter se precavido contra os danos causados pelo amianto nesse período caso

---

290 Vide <<http://www.reclameaqui.com.br>>. Acesso em 24 de junho de 2016.

291 As considerações dos parágrafos logo acima baseiam-se em C. W. L. HILL e T. M. JONES, *Stakeholder-Agency Theory*.

292 “Corporate managements, like others, knowingly or unknowingly are constrained to work within a frame of surrounding conceptions which in time impose themselves. The price of failure to understand and observe them is decay of the corporation itself” (A. A. BERLE, *The 20th Century...*, p. 188). Em tradução livre: “Os gestores de companhias, como outros, conscientemente ou não, são compelidos a trabalhar dentro de um espaço delimitado por concepções confinantes, que com o tempo se impõem. O preço da falha em entender e observá-las é a ruína da própria companhia”.

tivessem todas as informações relevantes, e grupos de interesse poderiam ter se organizado para exigir que certas medidas de prevenção fossem tomadas – ou mesmo que esse composto fosse proibido, como fizeram alguns estados brasileiros em tempos recentes<sup>293</sup>. Pode-se afirmar que a revelação de informações a partes interessadas é uma exigência específica da função social da empresa.

A ideia de que cabe aos interessados manifestar seus interesses não elimina o papel do controlador no cumprimento da função social da empresa. O atendimento a tais interesses exige o exercício de julgamento (“Devemos ceder à pressão do sindicato neste ponto? Esta reclamação é representativa dos anseios de nossos consumidores ou este é um consumidor idiossincrático, que deve ser tratado de forma pontual? Vale à pena esforçar-se para integrar o *Índice de Sustentabilidade (ISE)* da Bovespa? Devemos divulgar essa informação para nossos investidores?”). Mas desde que o controlador oriente-se pelo fim social e considere *lealmente* os interesses em jogo, sua conduta não merecerá reparos – lembrando-se que ele não é responsável por erros cometidos sem dolo ou culpa grave<sup>294</sup>.

Navegando dentro desses contornos, o controlador deve buscar a consecução dos fins da companhia. A definição desses fins é uma das questões mais polêmicas do direito societário – a determinação do *interesse social*. A ela se dedicaram alguns dos maiores expoentes da disciplina<sup>295</sup>, com conclusões diversas. A Lei das S.A., lida em conjunto com o Código Civil, não deixa dúvidas: a finalidade da companhia é o desenvolvimento das atividades empresariais que compõem o objeto social para obtenção de lucro e sua partilha entre os acionistas<sup>296</sup>. Esse objetivo pode ser qualificado pelos próprios acionistas – a companhia Natura Cosméticos S.A., p.e., prevê em seu estatuto social que

O desenvolvimento das atividades relacionadas ao objeto social leva em consideração os seguintes fatores: **(i)** os interesses, de curto e longo prazo, da Companhia e de seus acionistas, e **(ii)** os efeitos econômicos, sociais, ambientais e jurídicos, de curto e longo prazo, em relação aos seus colaboradores, fornecedores, parceiros, clientes e demais credores, bem como das comunidades em que a Companhia atue local e globalmente<sup>297</sup>.

293 V. *Proibição de amianto...*

294 Vide fl. 105.

295 A título ilustrativo, vide as seguintes obras **(a)** A. A. BERLE, *Corporate Powers... e The 20<sup>th</sup> Century...*; **(b)** E. M. DODD JR., *For Whom...*; **(c)** H. HANSMANN e R. KRAAKMAN, *The End of History...*; **(d)** P. G. JAEGER, *L'interesse sociale e L'interesse sociale rivisitato...*; **(e)** C. SALOMÃO FILHO, *Interesse social...*; **(f)** W. RATHENAU, *La realtà...*; **(g)** A. ASQUINI, *I battelli...*; **(h)** J. I. DOBSON, *Interés societario*; e **(i)** Comparato, no já inúmeras vezes citado *O poder de controle...*

296 Vide arts. 92 da Lei das S.A. e 981 do Código Civil. Vide, no mesmo sentido, F. K. COMPARATO, *O Poder de Controle...*, p. 382.

297 Fonte: <<http://natu.infoinvest.com.br>>.

Tal disposição deixa ao menos implícito que os controladores poderão eventualmente privilegiar (p.e.) a preservação do meio ambiente, em detrimento da lucratividade da companhia. E isso não deveria ensejar críticas dos minoritários, já que ao ingressar na companhia eles anuíram com essa possibilidade<sup>298-299</sup>.

A questão aparentemente difícil é determinar o horizonte de tempo do *lucro* que informa a finalidade da companhia – curto, médio ou longo prazo. Mas que essa não é uma questão a ser determinada *a priori* e em abstrato; cada sociedade precisa descobrir o que lhe é mais adequado, consideradas suas circunstâncias<sup>300</sup>. A sociedade a prazo indeterminado pretende-se perene até que se delibere por sua dissolução, e portanto eventuais conflitos postos pelas exigências da lucratividade a curto e longo prazo devem ser mediados pela exigência de preservação da empresa<sup>301</sup>. Isso não significa que se deverá optar sempre por privilegiar as demandas de longo prazo. A curto prazo pode ser exigido, p.e., capital de giro ou o adiantamento de despesas para o aproveitamento de condições de mercado excepcionalmente.

Observadas as exigências da função social e supridas as demandas vitais da companhia coloca-se a questão de que fazer com o excedente – distribuir aos acionistas ou reinvestir? Ausentes assimetrias entre minoritários e controlador, este último goza de

---

298 Como colocam Easterbrook e Fischel: “If the *New York Times* is formed to publish a newspaper first and make a profit second, no one should be allowed to object. Those who came in at the beginning consented, and those who came later bought stock the price of which reflected the corporation’s tempered commitment to a profit objective” (*The Economic Structure...*, p. 36). Em tradução livre: “Se o *New York Times* for formado para publicar um jornal em primeiro lugar e obter lucro em segundo, não se deveria permitir a ninguém levantar objeção. Aqueles que se associaram no começo consentiram, e aqueles que se associaram mais tarde compraram ações cujo preço refletia o compromisso mitigado da companhia com a finalidade lucrativa”.

299 A adoção dessa regra talvez pudesse ensejar críticas por parte dos acionistas que faziam parte da companhia *antes* de ela ser incluída no estatuto. Mas ao ingressar na companhia eles anuíram com a possibilidade da modificação de seu estatuto, observado ou quórum (legal ou estatutário) aplicável. Ademais, no caso específico da Natura, a disposição citada encontra-se no artigo dedicado ao objeto social, e poder-se-ia argumentar que sua adoção autorizaria o exercício do direito de recesso, na forma dos arts. 136, VI e 137 da Lei das S.A.

300 Tratando de estruturas organizacionais, Easterbrook e Fischel afirmam que “The structure suited to a dynamic, growing firm such as Xerox in 1965 is quite unsuited to Exxon in 1965 (or to Xerox in 1990). The participants in the venture need to be able to establish the arrangement most conducive to prosperity” (*The Economic Structure...*, p. 13). Em tradução livre: “A estrutura adequada para uma empresa dinâmica e em crescimento, como a Xerox em 1965, não é adequada para a Exxon em 1965 (ou a Xerox em 1990). Os participantes de um empreendimento devem estar aptos a estabelecer a estrutura que melhor conduza à prosperidade”. O raciocínio é passível de extensão ao horizonte temporal: cada sociedade, em cada momento de sua existência, precisa equilibrar as exigências de curto, médio e longo prazo de forma a alcançar o melhor resultado. Mudanças das circunstâncias ou inerentes ao ciclo vital da própria sociedade afetarão este equilíbrio, o que exigirá a revisão das decisões. Não existe uma solução única, que funcione para todos os casos.

301 Nas sociedades a prazo *determinado* (normalmente sociedades de propósito específico), o longo prazo é aquele de duração, conforme estabelecido no estatuto.

elevado grau de discricionariedade, pois será ele quem sofrerá as consequências de sua decisão de forma mais intensa<sup>302</sup>. Mas muitas companhias brasileiras não preenchem essa condição: a existência de classes diversas de ações e a nomeação dos controladores para cargos de administração, p.e., fazem com que o retorno proporcionado a estes últimos seja diverso daquele proporcionado aos minoritários.

Em outros casos, as situações do controlador e acionistas minoritários pode ser tão discrepante que mesmo mantida a formal igualdade entre eles, a igualdade material é quebrada – p.e., quando a companhia representar uma parcela negligenciável do patrimônio do controlador, mas for um investimento e fonte de renda importante para os minoritários; ou quando o controlador encontrar-se em ruína financeira<sup>303</sup>. São questões que só se colocam quando houver certo grau de pessoalidade nas relações societárias – ou, como consta da disciplina do *unfair prejudice* no direito societário britânico, quando houver direitos, expectativas e obrigações entre os sócios que extrapolam o estatuto e a lei<sup>304</sup>.

Em casos como esses, faz-se necessário o recurso aos padrões de julgamento estabelecidos pela Lei das S.A. para a valoração do exercício do poder de controle, de que se tratará em seguida.

#### **II.4.4. Lealdade e discricionariedade do controlador**

É importante notar que, apesar da importância da função social, a noção de *abuso do poder de controle* é balizada pelos fins e interesses da companhia e seus acionistas<sup>305</sup>. Qualquer ato do controlador – comissivo ou omissivo – que vise a outros fins e interesses ou que, embora visando-os, imponha à companhia ou aos minoritários ônus mais graves do

302 É esse o sentido da decisão da *Supreme Court of Delaware* em *Sinclair Oil v. Levien*, citada na nota de rodapé n. 178.

303 Não se refere aqui aos casos em que um controlador em dificuldades financeiras faz com que a companhia distribua dividendos a ponto de comprometer sua sobrevivência. Em casos tais nem entram em questão as relações entre controlador e minoritários, pois a conduta daquele não passa sequer do primeiro teste, que é a adequação à preservação da empresa.

304 Vide subseção II.3.6, e em especial a nota de rodapé n. 248.

305 Comparato nota isso no seguinte trecho: “*O desvio do poder de controle é anomalia sempre ligada à opressão dos não-controladores*, à situação que na prática norte-americana denomina-se *intracorporate oppression* ou *freezing out* ou *squeezing out minority shareholders*. No direito inglês, fala-se, de modo análogo, em *fraud on the minority*, mas a doutrina salienta que a expressão deve ser interpretada em sentido largo” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 383). Da mesma forma, Waldemar Ferreira afirma que “Prossegue vitoriosa a campanha em prol dos direitos da minoria na sociedade anônima [...] no pressuposto de não ser lícito à maioria deliberar validamente senão no interesse de todos os acionistas” (W. FERREIRA, *As deliberações da maioria...*, p. 367).

que o necessário, sem que tais desvios ou excessos sejam justificados pelas exigências da função social, configura abuso.

Pode parecer que isso estrangula a conduta do controlador, que terá seus atos sempre determinados pelas exigências do interesse social e da função social. Mas essa seria uma conclusão equivocada. “Governam-se as sociedades anônimas pelo princípio majoritário”<sup>306</sup>, e é legítimo que o controlador exerça seu poder de voto para dirigir a companhia – o exercício do poder de controle não é, em si, ilícito<sup>307</sup>. De fato, em regra a interpretação do interesse social feita pelo controlador deve prevalecer sobre aquela dos minoritários, sob pena de subverter-se o princípio majoritário.

É lícito, inclusive, que o controlador busque seus próprios fins. Primeiro, porque eles frequentemente coincidem com aqueles dos demais acionistas<sup>308</sup> ou da companhia<sup>309</sup>. Segundo, porque o acionista controlador não é *apenas* o gestor de patrimônio alheio, mas também do seu próprio patrimônio, e não se exige que ele ignore seus próprios interesses<sup>310</sup>. Ele não é como um servidor público, a quem é proibido beneficiar-se dos atos praticados no exercício de suas funções e de quem se exige total dedicação aos desígnios do interesse público. E terceiro, porque é irrazoável submeter a disputas todos os atos do

---

306 E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, *Das sociedades anônimas...*, v. 1, p. 291.

307 “O exercício do poder de comandar os negócios sociais é lícito e legítimo, exercendo o controlador a soberania societária e expressando a vontade da companhia” (N. EIZIRIK, *A Lei das S.A....*, v. 1, p. 683).

308 “an interest being pursued by the majority may also be legitimate, for example if the majority in a private limited company wants to convert it into a public limited company so that the shares may be traded in the capital markets and in so doing not only procure additional equity for the company but also potentially permits shares to be sold on favourable terms” (G. H. ROTH; P. KINDLER, *The Spirit of Corporate Law...*, p. 141). Em tradução livre: “um interesse sendo almejado pela maioria também pode ser legítimo, por exemplo, se a maioria em uma companhia fechada deseja convertê-la em companhia aberta para que as ações sejam negociadas no mercado de capitais, e assim obter capital adicional para a companhia, mas também potencialmente permitir que as ações sejam vendidas em condições favoráveis”.

309 “Unlike managers, controlling shareholders often invest heavily in their companies, and therefore have a strong financial interest in their performance” (G. HERTIG; H. KANDA, *Related Party...*, p. 118). Em tradução livre: “Ao contrário dos administradores, os acionistas controladores frequentemente investem pesado em suas companhias, e portanto têm um grande interesse financeiro em seu desempenho”.

310 “Der herrschende Gesellschafter vertritt in der Personengesellschaft wie in der Körperschaft in erster Linie seine eigenen Interessen und darf diese auch wahrnehmen. Er ist folglich – von besonderen Voraussetzung abgesehen – immer zugleich Eigen- und Fremdverwalter, Eigentümer und Amtsträger; man muß je nach der Angelegenheit, auf die er Einfluß nimmt, mehr die eine oder die andere Stellung betonen” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 434). Em tradução livre: “O acionista controlador, tanto na sociedade de pessoas quanto na de capitais, representa em primeiro lugar seus próprios interesses e está autorizado a considerá-los. Ele é, portanto — exceto sob condições especiais —, sempre simultaneamente, zelador de si e de terceiros, proprietário e ocupante de um cargo; dependendo da matéria sobre a qual se exerce influência, deve-se enfatizar uma ou outra posição”.



controlador, cuja legitimidade reside não em sua correção ou valor de verdade, mas no princípio majoritário<sup>311</sup>.

Faz-se necessário, assim, estabelecer em que circunstâncias cabe a revisão dos atos do controlador.

Como visto nas seções II.2 e II.3, os direitos estadunidense e britânico lançam mão de diferentes critérios para esse fim. Aquele recorre aos deveres fiduciários, e em especial aos dever de lealdade; este, aos critérios da boa-fé e razoabilidade (no caso de atos que afetem diretamente a companhia) e equitatividade (no caso de atos que *não* afetem diretamente a companhia), entre outros, conforme a casuística demandar.

No direito alemão, tal como no estadunidense, o conceito central é o de *lealdade*. Para Wiedemann, ele é o *ponto de conexão* da disciplina do controle, regulando as deliberações da assembleia, a gestão dos negócios e as transações envolvendo participações acionárias. Tratando-se de um parâmetro especificamente societário, que permite o desenvolvimento de categorias próprias a essa disciplina, sem necessidade de

---

311 “Zwar kann nicht jeder Beschluss inhaltlich auf seine Richtigkeit geprüft werden, denn dies wäre von zwei Seiten her verfehlt: Einerseits wäre es unvereinbar mit der institutionellen »Richtigkeitsgewähr«, die ja die Mehrheitsentscheidung im Regelfall legitimiert [...]; andererseits überstiege eine solche Kontrolle auch die Grenzen der richterlichen Prüfungskompetenz, denn der Richter darf nicht sein eigenes Gutdünken an die Stelle des Mitgliederwillens setzen. Grundsätzlich tragen gesetzlich zugelassene Mehrheitsbeschlüsse ihre Legitimation in sich und bedürfen keiner sachlichen Rechtfertigung” (K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, pp. 460-461). Em tradução livre: “De fato nem toda decisão pode ter a correção de seu conteúdo verificada, pois isso seria um duplo equívoco: por um lado seria incompatível com "garantia de correção" que legitima as decisões majoritárias [...]; por outro lado, tal controle excederia também os limites de competência da revisão judiciária, pois o juiz não pode substituir a discricção dos associados pela sua. Basicamente as decisões majoritárias autorizadas pela lei carregam em si sua legitimidade e não necessitam justificação objetiva”.

recurso a conceitos como *bons costumes* ou anti-sociabilidade<sup>312</sup>. Além disso, se ajusta tanto à proteção dos interesses da companhia, quanto dos minoritários<sup>313</sup>.

Para a concretização do dever de lealdade, Wiedemann propõe orientar-se “a partir da finalidade associativa comum e de princípios gerais de direito que garantem a proteção de pessoas independentes nas relações de domínio e subordinação”<sup>314</sup>. Quando a deliberação for vinculada à finalidade da companhia, “o poder decisório deve ser exercido de forma a melhor servir um julgamento zeloso sobre a busca da finalidade”<sup>315</sup>.

Já quando a deliberação *não* for vinculada à finalidade da companhia, ou disser respeito justamente à modificação de tal finalidade, aplicam-se apenas os princípios gerais de direito<sup>316</sup>. Por fim, nas deliberações referentes a alterações estruturais ou estatutárias, é

312 “Der geeignete Anknüpfungspunkt zur Kontrolle der Mehrheitsmacht ist die gesellschaftsrechtliche Treupflicht. Sie rechet weiter als das Gleichbehandlungsgebot, weil ihr sämtliche Vorgänge in der Gesellschafterversammlung und in der Geschäftsführung und beim Aktienhandel gleichermaßen unterworfen werden können und weil sie nicht nur zur Nichtigkeit eines Rechtsgeschäfts und zur Herausgabe von Sondervorteilen, sondern auch zu weitergehenden Schadenersatzpflichten des treuwidrig handelnden Gesellschafters führen kann. Und sie verdient gegenüber dem Sittengebot den Vorzug, weil sie did spezifischen Verbandspflichten, selbst wenn sie nicht kraß gemeinschaftswidrig sind, herauszuarbeiten erlaubt und damit dem Gesellschaftsrecht seine eigenen Wertmaßstäbe vermitteln” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 431). Em tradução livre: “O ponto de conexão adequado para o controle do poder da maioria é o dever societário de lealdade. Ele vai além do dever de tratamento equitativo, pois a ele podem ser submetidos igualmente todo o processo da assembleia social, gestão dos negócios e negócios com as ações, e porque ele pode levar não só à anulação de um negócio jurídico e à restituição de benefícios particulares, mas também ao dever do sócio negociante desleal de reparar danos. E em comparação com o dever de observar os *bons costumes* ele leva vantagem, pois ele permite a elaboração de deveres associativos específicos, ainda quando eles não forem frontalmente anti-sociais, e assim o desenvolvimento de padrões próprios aos direito societário”.

313 “können sich auch Treupflichten zum Schutz sowohl von Vereinsinteressen als auch von Mitgliederninteressen ergeben” (K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, p. 589). Em tradução livre: “podem também os deveres de lealdade resultar tanto na proteção de interesses associativos como dos associados”.

314 “lassen sich sowohl der gemeinsame Verbandszweck als auch allgemeine Rechtsgrundsätze heranziehen, die im Über- und Unterordnungsverhältnis den Schutz abhängiger Personen gewährleisten” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 434).

315 “die Entscheidungsmacht muß so ausgeübt werden, wie dies nach pflichtgemäßen Ermessen der Zweckverfolgung am besten dient” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 434).

316 “Schwieriger sind *zweckneutrale* oder *zwecksetzende* Entscheidungen zu beurteilen, für die Satzung oder Gesellschaftsvertrag keine Wegrichtung angeben können. Dazu zahlen namentlich der Auflösungsbeschluß sowie Gesellschafterbeschlüsse, die die Zweckrichtung ändern oder sachlich oder formell ein anderes Unternehmensziel wählen, sowie alle Entscheidungen, die das Verhältnis der Mitglieder untereinander neu regeln (Ausschuß eines Gesellschafters; Übertragung von Gesellschaftsanteilen; Änderung des Gewinnverteilungsschlüssels usw.). Praktisch stehen hier zur Beurteilung nur allgemeine Rechtsprinzipien wie der Grundsatz der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit sowie das Gebot der Gleichbehandlung zur Verfügung” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 445). Em tradução livre: “Mais difícil é avaliar as decisões neutras da perspectiva da finalidade ou que definem a finalidade, pois o estatuto ou o contrato social não podem fornecer direção. Dentre essas contam-se a dissolução, as decisões dos sócios que alterem a finalidade ou escolham um novo objeto social, factual ou formal, e todas as decisões que inovem a regulação das relações entre os sócios (exclusão de um sócio; transferência de participações societárias; alteração da participação nos lucros, etc.). Na prática estão à disposição para apreciação nesses casos apenas os princípios gerais de direito, como a necessidade e proporcionalidade, bem como o dever de tratamento

necessária “evidência de uma exigência societária interna da mudança intencionada, e a evidência de que não há à disposição um outro caminho, menos custoso para a minoria”<sup>317</sup>.

Já se viu que o critério proposto por Wiedemann para a análise de deliberações orientadas pela finalidade da companhia não elimina por completo a discricionariedade do controlador<sup>318</sup>. Mas a referência aos “princípios gerais do direito” acrescenta um *standard* para julgamento de suas condutas. No caso *Victoria*, bastante influente no direito alemão e citado pelo próprio Wiedemann, decidiu-se que a maioria não deve restringir *desmesuradamente* os legítimos interesses da minoria<sup>319</sup>. Wiedemann acrescenta que “quando os poderes jurídicos de uma parte podem afetar os direitos pessoais ou as posições jurídicas da outra parte, uma intervenção somente deve ocorrer levando-se em conta o *princípio da proporcionalidade*”<sup>320</sup>.

Esse princípio, articulado com os demais critérios propostos por Wiedemann confere conteúdo ao conceito de lealdade no contexto do direito societário. A partir dele, é possível pensar o abuso do poder de controle, tal como faz o direito estadunidense e recomenda Wiedemann. O art. 116, Parágrafo Único faz referência expressa ao conceito de lealdade<sup>321</sup>, e construir um dever a partir de tal referência é dar plena normatividade ao texto legal.

O dever de diligência, por outro lado, não é referido na disciplina do poder de controle. Não obstante, sob determinadas circunstâncias parece razoável aplicá-lo aos controladores.

Foi o que aconteceu em *DeBaun v. First Western Bank*<sup>322</sup>. Observe-se que nesse caso o dever de investigar só foi imputado ao controlador porque ele possuía informações

---

equitativo”.

317 “der Nachweis eines gesellschaftsinternen Bedürfnisses für die angestrebte Änderung und der Nachweis, daß ein anderer, die Minderheit weniger belastender Weg nicht zur Verfügung steht” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 446).

318 Vide fls. 102 e ss.

319 “Do poder de decidir, mediante deliberação majoritária, ao mesmo tempo também para a minoria e, com isso, indiretamente dispor dos seus direitos patrimoniais na sociedade, resulta, sem dúvida, o dever societário da maioria de levar em conta, nos limites do interesse coletivo, também os legítimos interesses da minoria, sem restringir desmesuradamente os seus direitos” (*apud* H. WIEDEMANN, *Vínculos de lealdade...*, p. 158).

320 H. WIEDEMANN, *Vínculos de lealdade...*, p. 164.

321 “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve *lealmente* respeitar e atender”.

322 Vide fl. 68.

que levantavam suspeitas sobre a possibilidade do potencial adquirente do controle saquear a companhia<sup>323</sup>.

O PAS CVM n. RJ2012/1131 fornece um exemplo semelhante no contexto brasileiro. Nesse caso a SEP acusava o Estado de São Paulo, na condição de controlador da EMAE, de ter-se omitido de buscar compensação adequada pelo uso, pela Sabesp (uma companhia igualmente controlada pelo Estado de São Paulo), das águas de um determinado reservatório. O colegiado deu a entender que o caso envolvia “tanto aspectos de diligência quanto de lealdade”<sup>324</sup>; decidiu que a possibilidade de responsabilização do controlador por atos omissivos deveria ser analisada caso-a-caso; e condenou o Estado de São Paulo, por entender que sua omissão era culpável **(i)** porque era o controlador de ambas as companhias, e portanto o caso era de transação entre partes relacionadas, sobre as quais a CVM teria adotado uma postura mais rigorosa; **(ii)** os fatos haviam se alongado durante décadas; **(iv)** a EMAE encontrava-se em péssima situação financeira; e **(iv)** a administração da EMAE provocara o Estado de São Paulo diversas vezes sobre a questão, sem resultados.

Tal como em *DeBaun v. First Western Bank*, no PAS CVM n. RJ2012/1131 havia elementos para exigir-se do controlador uma conduta mais incisiva, e portanto para imputar-lhe negligência – no caso, por sua omissão.

Comparato parece ter antevisto esse entendimento em certa passagem d’ *O poder de controle na sociedade anônima*, em que comenta a responsabilidade do controlador por atos culposos<sup>325</sup>. Como ele bem observa, todas as condutas listadas no art. 117, § 1º são dolosas, algumas exigindo até mesmo dolo específico. Mas ele também propugna que, prosperando o entendimento de que o abuso do poder de controle pressupõe dolo, recorra-se a presunções *ad homine* ou equipare-se a culpa grave ao dolo. O que se verifica em *DeBaun v. First Western Bank* (em uma leitura *tropicalizada* dessa decisão) e no PAS

---

323 Vide nota de rodapé n. 189.

324 A linguagem do voto da Diretora Luciana Dias não é clara, pois faz referência a “*uma* situação concreta” que envolva tanto aspectos de diligência, quanto de lealdade, e não a “*esta* situação concreta”. Mas o encadeamento de ideias em sua fundamentação e as conclusões a que ela chega levam a crer que a Diretora Luciana Dias de fato entendia que o dever de diligência seria aplicável ao caso diante dela.

325 “Observe-se, ainda, que todas as modalidades abusivas descritas no § 1º do art. 117 são dolosas, sendo que algumas delas (alíneas *b* e *c*) exigem do agente dolo específico. Em certos casos, o intento fraudulento ou predatório do controlador é facilmente passível de dedução por meio dos fatos. Em outras hipóteses, porém, a prova do elemento subjetivo revela-se diabólica, a não ser recorrendo a presunções *ad hominis*, fundadas em indícios e circunstâncias; ou então admitindo, para efeitos civis, que a culpa grave ao dolo se equipara” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 393.).

CVM n. RJ2012/1131 é a construção da culpa *grave* a partir da imputação do dever de aprofundar investigações quando houver indícios de que um determinado ato poderá lesar a companhia ou seus acionistas. Faltando tais indícios, não se constitui tal dever e não ocorre culpa *grave*.

O dever de diligência será aplicado ao controlador, ainda, quando ele dirigir a administração. Wiedemann defende que nesses casos aplica-se a ele “o dever orgânico de diligência de um dirigente de negócios organizado: o dirigente de fato se equipara ao dirigente de direito”<sup>326</sup> – uma proposta que muito se assemelha à disciplina dos *shadow directors* do direito britânico<sup>327</sup>.

Essa é uma divisão especialmente relevante no caso do controle exercido por meio de acordo de acionistas. O art. 118 confere aos acordantes o direito de vincular o voto dos administradores. Ao decidirem sobre matérias da competência destes últimos, os signatários do acordo adentram a esfera da administração. Com isso, sujeitam-se aos deveres dos administradores.

Tem-se assim definidos *conceitualmente* os deveres dos controladores – com o benefício da remissão aos deveres dos administradores, mais conhecidos da doutrina. Mas nem essa remissão resolve por completo o problema de saber, sem ambiguidades, o que *in concreto* esses deveres exigem do controlador. Isso não pode ser resolvido conceitualmente<sup>328</sup>, pois é preciso sempre levar em conta a forma como os conflitos de interesses entre controlador, companhia e demais acionistas se colocam, como ensina a casuística dos direitos britânico e estadunidense. Não por outra razão Wiedemann afirma que é necessário concretizar as obrigações fiduciárias dos controladores em grupos de casos, respeitando os tipos e subtipos societários<sup>329</sup>.

326 “so gilt für den herrschenden Gesellschafter die organschaftliche Sorgfaltspflicht des ordentlich Geschäftsleiters: der *dirigeant de fait* wird dem *dirigeant de droit* gleichgestellt” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 455).

327 Calixto Salomão Filho propõe que sejam aplicados aos controladores todos os deveres aplicáveis aos administradores – não apenas em certas circunstâncias, mas de forma geral (C. SALOMÃO FILHO, *Deveres fiduciários...*, p. 174). Mas essa assertiva não encontra suporte no texto da Lei das S.A., e todos os julgados citados por seu proponente em favor dela (PAS CVM n. RJ2005/1443, PAS CVM n. RJ2004/5494 e Apelação n. 25.598, da 6ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro) fazem referência apenas ao dever de lealdade.

328 Neste ponto convém lembrar a lição de Aristóteles: “é próprio daquele que passou por um processo de educação requerer para cada passo particular de investigação apenas tanto rigor quanto a natureza do tema em tratamento admitir” (*Ética a Nicômaco*, 1094b27).

329 “Die Pflichten des persönlich haftenden Mehrheitsgesellschafters in einer Arbeits- und Haftungsgemeinschaft sind naturgemäß anderer Art als die Pflichten eines Großaktionärs gegenüber einer Vielzahl unbekannter Publikumsaktionäre, und die Pflichten eines herrschenden Unternehmens unterscheiden sich von denjenigen der persönlich mitarbeitenden Privatgesellschafters. Das Ausmaß der Treubindung muß deshalb letztlich anhand der jeweiligen Gesellschafts- und Mitgliedsstruktur

Essa não é uma técnica desconhecida do direito brasileiro. O art. 117, § 1º contém uma lista exemplificativa de condutas que caracterizam abuso do poder de controle, assim como a Instrução CVM n. 323. Um esforço nesse sentido também pode ser encontrado em *O poder de controle na sociedade anônima* – divididos em abuso na sociedade isolada e em grupos econômicos<sup>330</sup> –, e muitos outros autores (nacionais e estrangeiros) citam exemplos de condutas ilegítimas do controlador – Berle e Means<sup>331</sup>, Lamy Filho e Pedreira<sup>332</sup> e o próprio Wiedemann<sup>333</sup>, entre outros.

É interessante notar que alguns exemplos são comuns aos direitos estadunidense, britânico e brasileiro, assim como àqueles citados por Wiedemann – tal como a usurpação de oportunidades e a contratação com a companhia em condições não equitativas. Outros talvez só não integrem esse conjunto porque **(i)** a competência da assembleia é mais limitada nos direitos estadunidense e britânico; e **(ii)** as referências a casos feitas nas seções II.2 e II.3 se limitam ao necessário para a construção da *case law* aplicável. Em verdade, como afirmam Lamy Filho e Pedreira, “a nomenclatura variada das figuras

---

bestimmt werden. Wie alle allgemein Rechtsprinzipien bietet das Treugebot keine unmittelbar anwendbare Norm, sondern bedarf der tatbestandlichen Verfestigung in einzelnen Fallgruppen” (H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht...*, p. 434). Em tradução livre: “As obrigações dos acionistas majoritários pessoalmente responsáveis em um comunidade de trabalho ou de responsabilidade são naturalmente diversas daquelas de um grande acionista perante vários pequenos acionistas anônimos, e as obrigações de um empresário dominante diferem daquelas dos sócios de uma sociedade *intuitu personae* fechada de profissionais que trabalham em conjunto. A extensão do vínculo fiduciário deve portanto, ao final, ser definida com base na estrutura da sociedade e seus sócios. Como todos os princípios de direito gerais, a obrigação fiduciária não oferece uma norma imediatamente aplicável, mas requer sua concretização em cada grupo de casos”.

330 No item a (sociedades isoladas), são citados **(I)** retenção injustificada de dividendos; **(II)** remuneração exagerada dos administradores; **(III)** aumento de capital, alteração estatutária ou dissolução que visem a favorecer ao controlador; **(IV)** constituição de sociedades destinadas a servir como instrumento de opressão dos não-controladores; **(V)** contratos entre a companhia e o controlador ou pessoas a ele ligadas; e **(VI)** uso de sociedade para fraudar disposições legais imperativas (p.e., proibição de votar as próprias contas). E no item b (no grupo econômico): **(VII)** realização de operações prejudiciais à sociedade, mas benéficas ao grupo e **(VIII)** fraude a disposições legais imperativas (p.e., vedação a participações recíprocas) por meio da utilização do mecanismo do grupo (pp. 394-432).

331 Transferência de lucros de uma sociedade para outra na qual o controlador possui maior participação (*The Modern Corporation...*, p. 115).

332 Aumento injustificado do capital social (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *Abuso do Poder de Controle...*, p. 246).

333 Compra de participação dos minoritários para subsequente venda a um preço maior (ocultando a oportunidade da venda direta) (*Gesellschaftsrecht...*, p. 452-453); celebração de contratos em condições não equitativas, pagamento de remuneração exagerada a administradores e operações intragrupo em condições não equitativas (*Gesellschaftsrecht...*, p. 438-439), transferência disfarçada de patrimônio (*Gesellschaftsrecht...*, pp. 440-442); uso de informações privilegiadas e usurpação de oportunidades comerciais (*Gesellschaftsrecht...*, p. 443); desvios do direito de preferência na subscrição de participações societárias, especialmente quando tais participações são emitidas a preço inferior a seu verdadeiro valor (*Gesellschaftsrecht...*, pp. 447 e 449); e venda do controle para saqueadores ou concorrentes que planejem desmantelar a empresa (*Gesellschaftsrecht...*, p. 450-451).

jurídicas com que se assegura a proteção da minoria não obscurece o fato de que são todas afins, buscando os mesmos efeitos”<sup>334</sup>.

Isso não obstante certa dissonância nos fundamentos invocados para explicar as limitações impostas ao poder de controle – lealdade, equitatividade, abuso. Parece aplicar-se à disciplina do controle o mesmo que diz Cecília Meirelles da liberdade: “não há ninguém que explique, e ninguém que não entenda”<sup>335</sup>.

Dificuldade análoga parece terem enfrentado os economistas. Apenas em 1989 eles identificaram financeiramente os benefícios privados proporcionados pelo controle acionário<sup>336</sup>, sem no entanto analisar suas fontes, limitando-se a classificá-las em pecuniárias (decorrentes, p.e., de salários elevados ou da celebração de contratos em condições inequitativas) e não pecuniárias (como a satisfação derivada de dirigir-se uma companhia)<sup>337</sup> – classificação essa que em nada inovava em relação ao entendimento que os juristas já tinham do abuso do poder de controle. E os estudos que se seguiram concentraram-se em analisar os benefícios privados do controle sob diversas circunstâncias<sup>338</sup>, extrair consequências de sua existência<sup>339</sup> ou (provavelmente os mais conhecidos no Brasil) comparar internacionalmente sua escala <sup>340</sup>.

Somente em 2000 um estudo publicado por Johnson *et alii* se propôs a entender concretamente as causas dos benefícios privados do controle<sup>341</sup>. Seus autores listam uma série de condutas que caracterizariam a *canalização* (“*tunneling*”) – apropriação indevida de recursos da companhia pelo controlador, ou diluição dos minoritários. A lista dessas

---

334 A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, §§ 229-245, p. 868.

335 *Romanceiro da Inconfidência*, Romance XXIV ou da Bandeira da Inconfidência. A frase completa é “Liberdade – essa palavra que o sonho humano alimenta: que não há ninguém que explique, e ninguém que não entenda!”.

336 Vide M. J. BARCLAY e C. G. HOLDERNESS, *Private benefits...*

337 “The private benefits can be pecuniary, including higher salaries for individual blockholders or below-market transfer prices for corporate blockholders. [...] Private benefits need not come from the firm’s cash flows, however. For example, there may be nonpecuniary control amenities for individual blockholders [...] or synergies in production for corporate blockholders [...]” (M. J. BARCLAY e C. G. HOLDERNESS, *Private benefits...*, p. 374). Em tradução livre: “Os benefícios privados podem ser pecuniários, incluindo salários mais altos, para indivíduos detentores de blocos [de ações], ou transações por preços inferiores ao de mercado, para sociedades detentoras de blocos. [...] No entanto, benefícios privados não precisam vir dos fluxos de caixa da empresa. Por exemplo, pode haver amenidades não pecuniárias do controle para indivíduos detentores de blocos [de ações] [...] ou sinergias de produção, para sociedades detentoras de blocos”.

338 P.e., S. CLAESSENS *et alii*, *On Expropriation of Minority...*; e C. DOIDGE, *U.S. cross-listings...*

339 P.e., R. C. ANDERSON e D. M. REEB, *Founding-Family Ownership...*; e P. BOLTON e E.-L. VON THADDEN, *Blocks, Liquidity...*

340 A. DYCK e L. ZINGALES, *Private Benefits of Control...*; e T. NENOVA, *The Value of Corporate Votes...*

341 S. JOHNSON *et alii*, *Tunneling...*

condutas inclui muitos exemplos já relatados como casos de abuso do poder de controle neste capítulo<sup>342</sup>. O artigo inclui ainda uma articulação das ideias e exemplos nele explorados com conceitos jurídicos (em especial com os deveres de cuidado e lealdade)<sup>343</sup> e uma análise mais detalhada de 3 casos<sup>344</sup>.

Quatorze anos mais tarde a canalização foi investigada minuciosamente das perspectivas financeira e econômica no artigo *Unbundling and Measuring Tunneling*, de Vladimir Atanasov, Bernard Black e Conrad S. Ciccotello<sup>345</sup>. Esse estudo permitiu correlacionar as diversas formas de canalização com dados econômicos-financeiros das companhias, o que contribui para sua identificação.

Os métodos anteriores utilizavam como indicativos do valor dos benefícios privados o prêmio de controle recebido em sua alienação<sup>346</sup> ou a diferença de valor entre ações ordinárias e preferenciais<sup>347</sup>. Esses métodos tinham as desvantagens de (i) aplicarem-se apenas sob circunstâncias excepcionais (no primeiro caso) ou (ii) não medirem propriamente o valor do controle, mas *do voto* (no segundo caso). Por isso, eram de reduzida utilidade (i) para o estudo dos benefícios privados em companhias com controle definido (*i.e.*, que não tenham o controle disperso), em que o valor do voto e do bloco de controle diferem significativamente<sup>348</sup> ou (ii) em circunstâncias normais.

---

342 “Tunneling comes in two forms. First, a controlling shareholder can simply transfer resources from the firm for his own benefit through self-dealing transactions. Such transactions include outright theft or fraud, which is illegal everywhere (though often goes undetected or unpunished), but also asset sales and contracts such as transfer pricing advantageous to the controlling shareholder, excessive executive compensation, loan guarantees, expropriation of corporate opportunities, and so on. Second, the controlling shareholder can increase his share of the firm without transferring any assets through dilutive share issues, minority freeze-outs, insider trading, creeping acquisitions, or other financial transactions that discriminate against minorities” (S. JOHNSON, *et alii Tunneling*, pp. 22-23). Em tradução livre: “Canalização [de recursos da companhia para o controlador] aparece de duas formas. Primeiro, um acionista controlador pode simplesmente transferir recursos em seu próprio benefício mediante negócios consigo mesmo. Tais transações incluem o puro e simples roubo e fraude, que é ilegal em qualquer lugar (embora frequentemente não seja detectado ou punido), mas também a venda de ativos e contratos com preço de transferência vantajoso, remuneração de executivos excessiva, garantias para empréstimos, expropriação de oportunidades corporativas, e assim sucessivamente. Segundo, o acionista controlador pode aumentar sua participação na empresa sem transferir ativos por meio de emissão diluitiva de participações, *freeze out* de minoritários, *insider trading*, aquisição de participações mediante pequenas transações, e outras transações financeiras que discriminem a minoria”. *Diluitivo* é um neologismo, mas falta palavra na língua portuguesa para traduzir a expressão original sem que seja necessário reconstruir completamente a frase empregada pelos autores.

343 Pp. 22-24.

344 Pp. 24-26.

345 V. ATANASOV, B. BLACK e C. S. CICCOTELLO, *Unbundling and Measuring...*

346 A. DYCK e L. ZINGALES, *Private Benefits of Control...* e S. JOHNSON, *et alii Tunneling*, pp. 22-23

347 T. NENOVA, *The Value of Corporate Votes...*

348 No Brasil, parte da diferença de valor entre ações com e sem direito a voto verificada deve-se, p.e., ao fato daquelas fazerem jus a oferta pública de aquisição no caso de alienação do controle, ao contrário destas (conforme art. 254-A da Lei das S.A.). Não há, portanto, qualquer relação direta entre direito de



Ao analisar como a canalização afeta métricas como *retorno sobre ativo* (“**ROA**”) e *EBITDA*, o método proposto por Atanasov, Black e Ciccotello permite identificar a canalização de benefícios privados em diversas de suas modalidades. Tendo em vista que algumas dessas condutas são igualmente classificadas como *canalização e abuso do poder de controle*, esse método permite também identificar certas formas de de violação dos deveres do controlador.

Na próxima seção examinar-se-á as proposta dos autores. Espera-se com isso aprimorar-se o ferramental disponível para investigar a ocorrência de abuso do poder de controle no caso a ser examinado na seção seguinte.

## **II.5. Um paralelo com a economia: benefícios privados do controle**

Atanasov, Black e Ciccotello partem da divisão entre apropriação de recursos da companhia e diluição dos minoritários, proposta por Johnson *et alii*<sup>349</sup>, para aprofundar sua análise.

Eles subdividem a apropriação de recursos da companhia em três categorias: canalização de fluxo de caixa (*cash flow tunneling*), intromissão de ativos (*asset tunneling in*) e extração de ativos (*asset tunneling out*).

A canalização de fluxo de caixa inclui práticas como manipulação do preço de transferência de produtos ou insumos, pagamento de remuneração excessiva a administradores e compra ou venda de ativos em baixa escala (especialmente do inventário e recebíveis), que não chegue a afetar a capacidade de geração de caixa da companhia.

Já a *extração* de ativos abrange a venda sub-precificada de ativos e a extensão de empréstimos a sociedades coligadas. E sua *intromissão* trata da aquisição sobreprecificada de ativos (inclusive participações societárias) de sociedades coligadas.

Por fim, são formas de diluição de minoritários os aumentos de capital dilutivos, *freeze out*, empréstimos a partes relacionadas, remuneração baseada em ações excessiva e *insider trading*<sup>350</sup>.

Cada uma dessas condutas afeta de forma diferente os indicativos econômicos financeiros da companhia. **(i)** A canalização de fluxo de caixa (exceto se em larga escala,

---

voto e benefícios privados do controle.

349 Vide fl. 109.

350 Vide V. A. ATANASOV; B. S. BLACK; C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and Measuring...*, pp. 1700-1701 e 1704.

quando então ela se equipara à extração de ativos), não prejudica o desempenho futuro da companhia. **(ii)** Já a extração de ativos afeta permanentemente a rentabilidade da companhia (assumindo-se que tais ativos sejam rentáveis – e não faria sentido extraí-los se não o fossem), e pode afetar mesmo o valor de outros ativos, caso haja sinergia entre eles<sup>351</sup>. **(iii)** A *intromissão* de ativos diferencia-se da extração por aumentar o valor dos ativos da companhia sem que haja um correspondente aumento em sua rentabilidade<sup>352</sup>. **(iv)** Por fim, a diluição dos minoritários não afeta os ativos ou rentabilidade, mas apenas a participação dos acionistas nos lucros e patrimônio da companhia<sup>353</sup>. Nos parágrafos seguintes detalhar-se-á tais afirmações.

**(i)** A canalização de fluxo de caixa na forma de *compra de insumos* a preços arbitrariamente elevados de empresas coligadas aumenta o custo de produção, e assim reduz a margem bruta (lucro bruto/receita bruta). A *venda de produtos* a empresas coligadas por preço arbitrariamente reduzido, por sua vez, impacta negativamente a receita, e assim as margens bruta e operacional (*EBIT/receita bruta*). Já o pagamento de remuneração excessiva não afeta os indicadores estritamente operacionais (*i.e.*, aqueles que consideram apenas os custos), mas somente aqueles que levam em consideração as despesas, como *EBIT/receita bruta*. Todas essas três formas de canalização, por afetarem

---

351 “First, asset tunneling out diverts all future cash flows associated with significant assets in a single transaction. In contrast, diverting cash flows is an ongoing process which can be modified or even stopped in the future. Second, if there is synergy between different aspects of a firm’s business, asset tunneling out may reduce the value of the firm’s remaining assets. Cash flow tunneling is closer to being purely redistributive. Unless large in scale, it may have little impact on a firm’s future operating performance, if the cash flow tunneling were to cease” (V. A. ATANASOV; B. S. BLACK; C. S. CICCOTELLO, *Unbundling and Measuring...*, pp. 1704–1705). Em tradução livre: “Primeiro, a extração de ativos desvia todos os fluxos de caixa futuros associados com ativos significativos em uma única transação. Em contraste, o desvio de fluxo de caixa é um processo contínuo, que pode ser modificado ou mesmo interrompido no futuro. Segundo, se houver uma sinergia entre diferentes aspectos dos negócios da empresa, a extração de ativos pode reduzir o valor de seus ativos remanescentes. A canalização de fluxo de caixa está mais próxima de ser meramente redistributiva. Salvo se em larga escala, ela pode ter pouco impacto sobre o desempenho operacional futuro da empresa, se viesse a ser interrompida”.

352 “asset tunneling “out” reduces the value of the firm’s remaining assets, but need not distort the post-tunneling return on assets, turnover, or other asset-based metrics. In contrast, asset tunneling in directly inflates the balance sheet and thus suppresses ratio measures with assets in the denominator” (V. A. ATANASOV; B. S. BLACK; C. S. CICCOTELLO, *Unbundling and Measuring...*, p. 1707). Em tradução livre: “a extração de ativos reduz o valor dos ativos remanescentes, mas não necessariamente distorce o retorno sobre ativo, *turnover* e outras métricas baseadas no ativo no pós-canalização. Em contraste, a intromissão de ativos infla diretamente o balanço e assim deprime razões que tenham os ativos no denominador”.

353 “it rearranges ownership claims over the firm’s assets, to the detriment of minority shareholders, without directly affecting the firm’s assets or operations” (V. A. ATANASOV; B. S. BLACK; C. S. CICCOTELLO, *Unbundling and Measuring...*, p. 1707). Em tradução livre: “ela rearranja os direitos de propriedade sobre os ativos da companhia, em detrimento dos acionistas minoritários, sem afetar diretamente os ativos ou operações”

diretamente as receitas, custos ou despesas, têm efeitos sobre certos indicadores operacionais, como *ROA*, *EBIT/Ativo* e *EBITDA/Ativo*. Não tem esse efeito, todavia, a concessão de empréstimos a empresas coligadas em condições favoráveis, pois ela não afeta nem custos, nem despesas, nem receita, mas somente o lucro líquido.

Nenhuma forma de canalização de fluxo de caixa afeta a razão entre valor de mercado das ações e retorno por ação, pois todas elas afetam diretamente esta última variável, o que (em um mercado eficiente) reduz proporcionalmente o valor de mercado das ações. Como a variação de ambos os fatores é proporcional, a razão entre eles não é afetada significativamente. Mas essa modalidade de canalização afeta o *Tobin's Q*<sup>354</sup>, pois ela reduz o valor de mercado das ações, sem afetar o patrimônio líquido da companhia.

**(ii)** A extração de ativos reduz os indicadores de rentabilidade da companhia de forma geral na medida em que houver sinergia entre os bens extraídos e os demais bens da companhia, refletindo a perda da capacidade de geração de caixa sofrida pelos ativos remanescentes. O *Tobin's Q* e a razão entre valor de mercado das ações e seu retorno também são reduzidos, mas em diferentes proporções: ambos caem em decorrência da atualização das expectativas dos investidores quanto à probabilidade futura de verificação desse tipo de conduta e sua magnitude, mas somente o *Tobin's Q* reflete diretamente o efeito da extração sobre os demais ativos da companhia.

**(iii)** A intromissão de ativos tem efeitos parecidos, mas afeta mais acentuadamente a margem operacional (*EBIT/receita bruta*), *receita bruta/ativo*, *ROA* e *EBITDA/ativo*, pois além de afetar negativamente o retorno dos demais bens da companhia na medida em que houver sinergias, os bens enxertados **(a)** proporcionam um retorno inferior a seu valor de aquisição (por definição) e **(b)** inflam os índices de depreciação e amortização. O impacto sobre o *ROA* é particularmente intenso, pois tanto o numerador quanto o denominador da fração são afetados – aquele, em vista do impacto sobre a depreciação e amortização; esse, devido ao aumento do ativo. A margem bruta é a única métrica operacional que não sente os efeitos da intromissão de ativos em proporção superior aos da extração de ativos, pois ela não considera depreciação e amortização, nem é afetada pelo valor do ativo.

**(iv)** Por fim, a diluição de minoritários afeta apenas o *Tobin's Q* e a razão entre o valor das ações e seu retorno. Como esse tipo de conduta não tem efeitos diretos sobre a companhia, seus indicadores de desempenho não são prejudicados. Mas os efeitos da

---

354 *Tobin's Q* é a razão entre o valor de mercado das ações e seu valor contábil.

diluição sobre a razão valor/retorno *podem* ser mais acentuados que aqueles sobre o *Tobin's Q*. Se os recursos recebidos pela companhia em virtude do aumento de capital puderem ser investidos de forma a proporcionar uma taxa de retorno igual àquela obtida pela companhia *antes* de tal aumento, a razão retorno/valor contábil não será afetada diretamente, pois aquele aumentará na mesma proporção deste. Mas a razão preço/retorno não goza da mesma isenção, pois enquanto o retorno aumentará, o preço das ações cairá para refletir o fato que a participação de cada ação em tal retorno será reduzida.

## II.6. Caso Oi

Nesta subseção analisar-se-á um episódio célebre e recente da experiência societária brasileira: o aumento de capital da Oi, integralizado em bens pela PT Tel, realizado em 2014.

Essa operação era parte de uma reorganização societária que jamais foi concluída. A descoberta de investimentos ruinosos de subsidiárias da PT Tel em títulos de dívida emitidos por sociedades do grupo empresarial de seus controladores<sup>355</sup> causou desinteligências entre os controladores da companhia. Por esse e outros motivos, a companhia entrou em uma severa crise, que culminou em um processo de recuperação judicial<sup>356</sup>.

Na análise abaixo, todavia, a operação como um todo será considerada parte do contexto, e focar-se-á o próprio aumento de capital. É um recorte lógico e temporal necessário para que a pesquisa tenha o aprofundamento necessário.

### II.6.1. Contextualização

O aumento de capital da Oi parcialmente integralizado em bens pela PT Tel (doravante denominado simplesmente “**Capitalização**”) fazia parte de uma operação mais ampla, que visava à fusão de ambas sociedades em uma companhia denominada simplesmente “**CorpCo**”<sup>357</sup> (tal operação como um todo, doravante denominada simplesmente “**Operação**”).

---

355 *Oi e PT vão rever fusão...*

356 *Oi entra com pedido...*

357 Que mais tarde foi identificada como a Telemar, como se verá abaixo, mas que inicialmente cogitava-se ser uma nova companhia.

Tendo em vista que a Capitalização foi pensada desde o princípio como apenas uma etapa da Operação, que deveria ser vista como um todo<sup>358</sup>, não se pode prescindir de certos detalhes desta para tratar daquela. Assim, a análise abaixo basear-se-á em atos e documentos referentes à Operação como um todo, focando sempre a Capitalização. Seguir-se-á uma ordem cronológica, que será rompida apenas quando a referência a atos ou documentos posteriores for necessária para a compreensão daquele ato ou documento.

O objetivo desta seção é verificar se há indícios suficientes para caracterizar a Capitalização como um caso de abuso do poder de controle mediante aumento de capital com vistas a beneficiar os controladores da Oi.

### *II.6.2. Anúncio da Operação*

Em 2 de outubro de 2013 a Oi divulgou um fato relevante informando que havia celebrado um memorando de entendimentos (“*MOU*”) com PT Tel, AG Tel, LF Tel, Pasa, EDSP75, Bratel e certos acionistas da PT Tel para

estabelecer as bases e os princípios que regularão as negociações para uma potencial operação envolvendo a [PT Tel], a Oi e alguns de seus acionistas controladores para a formação de uma companhia (“*CorpCo*”), a qual reunirá os acionistas da Oi, da [PT Tel] e da [Telemar] e combinará as atividades e negócios desenvolvidos pela Oi no Brasil e pela [PT Tel] em Portugal e na África, no sentido de consolidar a aliança industrial entre a Oi e a [PT Tel], iniciada em 2010 e desenvolvida desde aquela data (“*Aliança Industrial*”), o que permitirá acelerar o desenvolvimento da Oi no Brasil, alavancar e potencializar a capacidade de inovação da [PT Tel] e cristalizar o valor das sinergias (“*Operação*”)<sup>359</sup>.

Entre os objetivos declarados da Operação, destacavam-se a criação de uma multinacional líder em telecomunicações e a adesão às mais elevadas práticas de governança corporativa, dentre outros.

O planejamento da Operação previa cinco etapas:

- (1) A primeira seria a Capitalização – o capital da Oi seria aumentado em um valor entre R\$ 13,1 bilhões e R\$ 14,1 bilhões mediante emissão pública de ações

---

358 “todas as etapas da Operação serão contratadas como uma operação única, de forma a garantir a sua execução integral” (Oi, *Fato Relevante*, 02.10.2013).

359 Oi, *Fato Relevante*, 02.10.2013.

ordinárias e preferenciais. A PT Tel se obrigaria a subscrever e capitalizar parte deste aumento mediante o aporte de um patrimônio composto por certos ativos e passivos de sua titularidade, excluídas suas participações na Oi, CTX e Contax<sup>360</sup> (tal patrimônio, “**Acervo PT Ex-Brasil**”). Esse acervo era estimado em um valor entre R\$ 5,8 bilhões a R\$ 6,4 bilhões (ou € 1,9 bilhão a € 2,1 bilhões, considerado o câmbio da época). Os acionistas da Telemar e um veículo de investimento gerido pelo Banco BTG Pactual S.A., por sua vez, participariam da oferta mediante colocação de ordem firme de subscrição no valor de aproximadamente R\$ 2 bilhões. A PT Tel poderia desistir de consumir essa etapa (e, conseqüentemente, a Operação) caso dela resultasse uma participação projetada<sup>361</sup> da PT Tel na CorpCo inferior a 36,6%, e a Telemar poderia desistir caso tal participação fosse superior a 39,6%;

- (2) Na segunda, Telemar, AG Tel e LF Tel seriam capitalizadas para liquidar seu endividamento; certos ativos da AG Tel, LF Tel e suas controladoras diretas (Pasa e EDSP75) seriam segregados para isolar sua participação (direta e indireta) na Oi; e AG Tel, LF Tel e Bratel seriam incorporadas pela Telemar, simplificando a estrutura de controle da Oi;
- (3) Na terceira, a CorpCo seria admitida ao Novo Mercado, e os Acordos AG/LF, o Acordo AG/LF/FATL e o Acordo Geral Telemar seriam extintos;
- (4) Na quarta, as ações da Oi seriam incorporadas pela CorpCo, de forma que aquela se tornasse uma subsidiária integral desta e todos os acionistas daquela passassem a ser acionistas desta;
- (5) Finalmente, a PT Tel seria incorporada pela CorpCo. Tal operação seria submetida aos acionistas da Oi juntamente com a da etapa (4).

---

360 A Contax era uma companhia dedicada à “cadeia de relacionamento entre empresas e seus consumidores através de diversos canais de comunicação, remotos e presenciais”, cujos principais acionistas eram (i) Credit Suisse Hedging Griffo CV S.A. (≈22% do capital social), (ii) Skopos Administradora de Recursos Ltda. (≈15% do capital), (iii) PT Tel (≈6% do capital), (iv) AG Tel (≈4% do capital), (v) LF Tel (≈4% do capital), (vi) FATL (≈1% do capital) e CTX (≈27% do capital e ≈57% das ações com direito a voto). Já a CTX (cujo capital era composto exclusivamente por ações com direito a voto) tinha como seus acionistas AG Tel, LF Tel (com ≈35% das ações cada), PT Tel (≈20% das ações) e FATL (≈10% das ações). *Fonte*: Formulário de Referência 2013, v. 6 da Contax.

361 A efetiva participação da PT Tel na CorpCo só seria efetivamente verificada ao final da Operação.

Na mesma data a PT Tel divulgou no mercado lusitano um documento equivalente<sup>362</sup>, que porém trazia alguns detalhes a mais

- (a) Os aportes para liquidação do endividamento da Telemar, AG Tel e LF Tel (etapa (2)), em um montante total de R\$ 4,5 bilhões<sup>363</sup>, seriam feitos mediante (i) subscrição, pela PT Tel, de debêntures conversíveis em ações da AG Tel e LF e *da Oi*, ambas emitidas por AG Tel e LF Tel; seguida de (ii) subscrição, por AG Tel e LF Tel, de debêntures conversíveis em ações da Telemar, a serem emitidas pela própria Telemar;
- (b) Também como parte da etapa (2), a PT Tel permutaria sua participação na Contax por ações da AG Tel e LF Tel, que a esta altura deteriam unicamente ações da Oi e Telemar<sup>364</sup>;
- (c) Ainda como parte da etapa (2), a AG Tel incorporaria a Pasa, e a LF Tel incorporaria a EDSP75, antes da incorporação de AG Tel, LF Tel e Bratel pela Telemar<sup>365</sup>.

Assim, os aportes a serem feitos para a liquidação das dívidas da LF Tel, AG Tel e Telemar seriam feitos *exclusivamente* pela PT Tel, muito embora esta última companhia detivesse tão somente 35% do capital de AG Tel e LF Tel e (direta e indiretamente) 25,61% do capital da Telemar. Em pagamento, ela receberia ações da AG Tel, LF Tel, Telemar e Oi, aumentando sua futura participação na CorpCo. Tal participação seria aumentada ainda mais com a permuta das ações da CTX e Contax de sua propriedade por ações da AG Tel e LF Tel.

No mesmo dia em que foram divulgados os comunicados logo acima referidos, o Sr. Zeinal Bava, então diretor presidente da Oi, participou de uma conferência telefônica<sup>366</sup>. Dois comentários feitos pelo Sr. Zeinal nessa conferência chamam atenção.

---

362 PT Tel, *Comunicado*, 02.10.2013.

363 Note-se que esse valor corresponde a 70%-77% do valor do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*, e portanto é bastante significativo.

364 *I.e.*, já teria ocorrido a segregação de certos ativos da AG Tel, LF Tel e suas controladoras diretas (Pasa e EDSP75), isolando-se sua participação (direta ou indireta) na Oi (vide sumário da etapa (2). na fl. 116).

365 Os detalhes da etapa (2) viriam a sofrer uma séria de modificações relevantes, conforme Fato Relevante divulgado pela Oi em 20.02.2014 (vide fls. 129 e ss.).

366 Oi, *Transcrição de Conferência Telefônica*, 02.10.2013.

Durante sua apresentação introdutória, o Sr. Zeinal afirmou que naquele momento havia cerca de 80 fluxos de trabalho entre a PT Tel e a Oi, que logo começariam a entregar valor aos acionistas “não só da PT [Tel], mas também da Oi”<sup>367</sup>. Uma afirmação curiosa, que leva a crer que a PT Tel teria mais a ganhar com a integração que a Oi.

Além disso, pelo menos três vezes foi perguntado ao Sr. Zeinal se a avaliação da PT Tel no momento de sua incorporação pela CorpCo levaria em conta a redução de caixa que aquela sofreria em virtude dos aportes para liquidação das dívidas da AG Tel, LF Tel e Telemar. A resposta, em todos os três casos, foi “Eu estou olhando para o resultado final aqui”<sup>368</sup> (ou algo substancialmente idêntico), seguida de uma referência ao passivo líquido estimado da CorpCo após a Operação – uma resposta claramente evasiva. Como se verá, esse seria um tema muitas vezes revisitado até a conclusão da Capitalização.

Mais detalhes sobre a permuta de ações da CTX e Contax (item (b) acima) constam de uma correspondência datada de 01.10.2013, enviada a tais companhias e arquivada junto à *Securities and Exchange Commission (SEC)* em 03.10.2013<sup>369</sup>. De acordo com esse documento, Pasa, EDSP75, AG Tel e LF Tel seriam parcial e proporcionalmente cindidas para transferir suas participações diretas e indiretas na CTX e Contax a sociedades a serem constituídas. Em seguida, a Bratel transferiria à AG Ltda. e Jereissati Tel suas participações na CTX, Contax e novas sociedades, e AG Ltda. e Jereissati Tel transfeririam à Bratel suas participações na AG Tel, LF Tel, Telemar e Oi, de tal forma que a PT Tel deixaria de ser acionista, direta ou indiretamente, da CTX e Contax, mas aumentaria sua participação na Oi.

Após as divulgações referidas, a CVM fez certas exigências à Oi, que então disponibilizou o inteiro teor do *MOU* e publicou um comunicado ao mercado em 25.10.2013.

De acordo com o *MOU*, para que a PT Tel participasse da Capitalização em um montante que permitisse a completa integralização do Acervo PT *Ex-Brasil*, AG Tel, LF Tel e Telemar cederiam gratuitamente à PT Tel seu direito de prioridade à subscrição das ações a serem emitidas pela Oi.

---

367 “And as we speak, we have about 80 different work streams that are happening between the two companies, which in my view sooner rather than later will start delivering value for shareholders, not just of PT, but also for Oi”.

368 “I’m looking at the end game here”.

369 PT Tel *et alii*, *Written Communication of PT Tel and Others, from 01.10.2013*.



O documento também informava que **(i)** parte do passivo da AG Tel, LF Tel e Telemar a ser liquidado com o aporte de recursos feito pela PT Tel mediante as debêntures conversíveis era devido ao BNDES; **(ii)** a subscrição das debêntures a serem emitidas pela Telemar seria feita pela AG Tel e LF Tel na proporção de 50% cada; e **(iii)** a integralização dos valores da debêntures seria garantida por meio da alienação fiduciária de ações de emissão pela Oi de propriedade da AG Tel, LF Tel e PT Tel.

Já o comunicado<sup>370</sup> informava que do aporte realizado pela PT Tel mediante a emissão das debêntures conversíveis **(i)** cerca de R\$ 3,1 bilhões seriam transferidos à Telemar, e **(ii)** o restante (R\$ 1,4 bilhões) seria retido por AG Tel e LF Tel, em iguais medidas, para a liquidação de suas próprias dívidas.

O mesmo documento informava que “quaisquer ágios registrados nas empresas cuja estrutura será simplificada na Operação não estão sendo considerados para fins de estabelecimento das relações de troca aplicáveis nas incorporações previstas na Operação (inclusive o ágio registrado na [Telemar] com relação à aquisição da Brasil Telecom S.A.)”, e que portanto tais ágios beneficiariam a todos os acionistas da CorpCo.

Não é certo, porém, que eles trariam efetivo benefício aos acionistas da CorpCo. De acordo com a decisão proferida pelo colegiado da CVM no Processo Administrativo n. RJ2012/9365, por exigência da SEC o ágio referente à aquisição da Brasil Telecom S.A. fora transferido à Oi como resultado da operação de simplificação da estrutura societária de suas controladoras encerrada em 2012<sup>371</sup>. A própria companhia não concordava com a interpretação da SEC, e consultou a CVM sobre a possibilidade de estornar esse valor de suas contas e recompô-lo na Telemar.

Em defesa de sua posição, a Oi argumentou (entre outros) que a manutenção do ágio referente à aquisição da Brasil Telecom S.A. em sua contabilidade acarretava um aumento nas despesas de aproximadamente R\$ 1 bilhão ao ano até 2025, o que reduziria o lucro líquido da companhia e, conseqüentemente, a distribuição de dividendos. Além disso, tal ágio não traria qualquer benefício fiscal à Oi<sup>372</sup>.

---

370 Oi, *Comunicado ao Mercado*, 25.10.2013.

371 *PA CVM n. RJ2012/9365*, relatório do recurso ao colegiado.

372 “A Mais Valia registrada na Oi deve ser amortizada até 2025, o que aumenta em aproximadamente R\$ 1.000 milhões por ano a despesa da Oi, aumentando as despesas e reduzindo o lucro líquido da Companhia”; e “a Consulente esclareceu que a despesa de amortização da mais valia é indedutível para fins da apuração do imposto de renda e contribuição social sobre os lucros, de forma que não há que se falar em benefício fiscal dela decorrente, nem para a companhia, nem para a [Telemar]” (Relatório do Recurso ao Colegiado no PA CVM n. RJ2012/9365).

A CVM concordou com a interpretação da Oi e autorizou o estorno do ágio de suas contas e sua recomposição na contabilidade da Telemar. Menos de seis meses depois dessa decisão, a companhia argumentou que a transferência dos ágios registrados por suas controladoras seria um benefício conferido a todos os acionistas da CorpCo. Pelo menos quanto ao ágio referente à aquisição da Brasil Telecom S.A., parece que esse argumento carece de fundamentos.

### **II.6.3. Primeiras Controvérsias**

Em 18.12.2013 foi realizada uma reunião do conselho de administração da Oi, à qual foi submetida a ratificação da assinatura do *MOU*. O ato foi aprovado por todos os conselheiros da companhia – excetuado o Sr. Antonio Cardoso dos Santos, conselheiro eleito pelos minoritários.

O Sr. Antonio apresentou voto em separado, em que esclarecia as razões de sua oposição à ratificação do *MOU*<sup>373</sup>:

- (d) o valor de mercado da PT Tel seria inferior ao valor estimado dos ativos a serem capitalizados na Oi. Isso acarretaria uma diluição injustificada dos acionistas, que poderia ser corrigida se a PT Tel fosse imediatamente incorporada à Oi, ao invés de realizar-se uma operação em duas etapas;
- (e) a capitalização de ativos da PT Tel dar-se-ia por meio de uma série de subsidiárias suas, cujos passivos não eram adequadamente conhecidos<sup>374</sup>;
- (f) quando a PT Tel investiu na Oi, em 2011, aquela havia pago aos então controladores desta o valor de R\$ 600 milhões, condicionado à permanência de tais controladores na companhia por pelo menos 5 anos. A Operação importaria em novo pagamento de prêmio de controle pela PT Tel, desta vez por vias transversas;
- (g) a Operação implicaria a assunção de passivos dos demais controladores da Oi pela PT Tel e a diluição injustificada dos minoritários da Oi.

---

373 Oi, *ARCA de 18.12.2013*, manifestação de voto anexa.

374 Esta observação foi verdadeiramente oracular, tendo em vista que foi a descoberta de um passivo oculto da PT Tel que obstou a consumação da Operação, conforme nota de rodapé n. 355.

Essa manifestação refletia desconfianças que já preocupavam os investidores. Em 10.10.2013, Tempo Capital apresentara uma consulta à CVM sobre a Operação, que foi aditada em 12.11.2013<sup>375</sup>.

Pouco foi divulgado acerca da Operação entre a reunião do conselho de administração da Oi em 18.12.2013 e fevereiro de 2014. Apenas em 07.02.2014 a PT Tel publicou uma nota com alguns esclarecimentos prévios à realização de uma assembleia de seus *noteholders*, a ser realizada para a renúncia coletiva ao exercício de certos direitos desses credores decorrentes dos respectivos títulos (*waiver*, no jargão do setor).

Essa nota informava que as ações representativas do capital social da Portugal Telecom International Finance B.V. (uma subsidiária da PT Tel que **(i)** não fazia parte da cadeia de participação na Oi e **(ii)** havia emitido certas *notes*) seriam transferidas para a PT Portugal<sup>376</sup>, e que seriam as ações desta última que seriam aportadas à Oi no âmbito da Capitalização<sup>377</sup>.

Em 11.02.2014, a SEP elaborou um relatório de análise dos recursos apresentados por Tempo Capital e Oi à decisão da própria SEP no âmbito da consulta dirigida à CVM<sup>378</sup>.

O recurso da Tempo referia-se aos direitos dos detentores de ações preferenciais no momento de incorporação de ações da Oi pela CorpCo. Um ponto relevante, mas que não interessa ao presente trabalho.

Já não se pode dizer o mesmo do ponto objeto de recurso pela Oi. Ao decidir sobre a consulta da Tempo, a SEP manifestou entendimento no sentido de que *todos* os participantes do Acordo Telemar Geral estariam impedidos de deliberar sobre a aprovação do laudo de avaliação dos ativos a serem capitalizados pela PT Tel, em virtude da existência de *benefício particular*, caracterizado **(i)** pela liquidação das dívidas das *holdings* dos controladores e **(ii)** pelo pagamento, pela PT Tel, de um prêmio de controle na aquisição da participação dos demais controladores<sup>379</sup>.

Note-se que a liquidação das dívidas das *holdings* e o pagamento de um prêmio de controle aos demais controladores pela PT Tel não são dois benefícios diversos, mas um só. Se a PT Tel pagasse a dívida dos demais controladores e recebesse em troca ações de AG

375 Do desenrolar desta consultada tratar-se-á nas subseções II.6.4 e II.6.5.

376 Vide organograma do Anexo I.

377 PT Tel, *Proposta aos Noteholders*, 07.02.2014.

378 RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 007/14.

379 “o impedimento de voto destes acionistas decorre da existência de um benefício particular na Operação (notadamente, o equacionamento do endividamento das *holdings* dos acionistas controladores e o recebimento de um prêmio pelas ações de controle da Oi), nos termos do § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76” (RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 007/14).

Tel, LF Tel, Telemar e Oi avaliadas exatamente por seu valor de mercado, nem PT Tel, nem os demais controladores teriam qualquer vantagem extraordinária com o negócio. Mas no contexto específico da Operação, é possível que a precificação das ações das *holdings* tenha contribuído para facilitar a diluição injustificada dos acionistas minoritários da Oi, como se verá<sup>380</sup>.

Do recurso da Oi constam uma série de argumentos, dentre os quais são relevantes para os fins desta pesquisa os seguintes<sup>381</sup>:

- (h) a capitalização do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* e a liquidação das dívidas da AG Tel, LF Tel e Telemar não seriam “propriamente interligadas” e teriam “funções e efeitos distintos”: enquanto a primeira visaria à “integração das operações da Oi e da [PT Tel] de uma forma simples e direta”, a segunda estaria “inserida no contexto de simplificar a estrutura acionária da Oi, especialmente da incorporação dessas companhias pela Oi e da incorporação de ações da Oi pela Telemar, já que permitirá a incorporação de companhias sem qualquer endividamento”;
- (i) “A deliberação que se discute é a aprovação do laudo de avaliação dos ativos da [PT Tel]. Os acionistas controladores da Oi não se beneficiam da aprovação do laudo, porém, muito pelo contrário, eles compartilham os mesmos interesses dos demais acionistas minoritários. Os controladores, assim como os minoritários, terão suas participações diluídas no aumento de capital”;
- (j) “a Portugal Telecom é a maior responsável pelo endividamento total das *holdings*, com quase 30% deste valor, e portanto a maior interessada na capitalização para liquidação das dívidas”;
- (k) os cálculos que levaram a SEP a concluir pelo pagamento de um prêmio de controle pela PT Tel aos demais controladores da Oi estariam equivocados, pois (i) o valor das ações da *holdings* deveria ser calculado a partir de critérios econômicos-financeiro, por tratar-se de sociedades de capital fechado ou (no caso da Telemar) cujas ações não são cotadas em bolsa, nem gozam de liquidez; (ii) deveria levar-se em consideração o fato de as ações das *holding*

---

380 Vide fls. 124 e ss.

381 Todos citados conforme transcritos no *RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 007/14*.

compreendem um bloco de controle, o que lhes acresce valor, se comparada às ações da Oi e; **(iii)** as contas da SEP seriam imprecisas;

- (l)** o valor do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* não poderia ser comparados ao valor de mercado das ações da PT Tel, pois “a Oi não poderia adquirir o controle da PT Tel no mercado pagando simplesmente a cotação de mercado das ações” e “é natural que o próprio mercado exija um prêmio pelo controle da companhia, e não é diferente com a transferência dos ativos para a Oi”;
- (m)** “o montante a ser capitalizado [pela PT Tel na AG Tel, LF Tel e Telemar seria] descontado do valor dos ativos que serão aportados na Oi”;
- (n)** “uma eventual incorporação da [PT Tel] pela Oi, ao invés do aumento de capital, seria muito mais complexa e geraria, entre outros inconvenientes, participações recíprocas, vedadas pela Lei das S.A., que precisariam ser eliminadas no prazo legal [...] E, no entender da administração, não permitiria a realização concomitante da oferta pública para a captação de novos recursos”<sup>382</sup>.

Mas os argumentos da Oi não foram suficientes para alterar o entendimento da SEP, que o defendeu com base nos seguintes fundamentos:

- (o)** as diversas etapas da Operação não deveriam ser vistas de forma isolada, e os benefícios particulares dos controladores “decorrem da combinação das diversas etapas da Operação, que deve ser analisada como um todo”;
- (p)** o fato do *MOU* ter sido negociado reforçaria esse entendimento, pois teria permitido que os demais controladores da Oi obtivessem o equacionamento de sua dívida<sup>383</sup> e recebessem um prêmio de controle, protegendo-se contra a diluição que decorreria da capitalização de ativos da PT Tel;
- (q)** o BNDES Par estaria em situação de conflito de interesses, pois parte da dívida da Telemar a ser liquidada na Operação referia-se a ações preferenciais

---

382 Todos os trechos citados entre aspas nos itens (d) a (n) são citações indiretas ao recurso da Oi, reproduzido *ipsis litteris* no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 007/14.

383 Conforme argumentado pela Oi (vide item (j)), a PT Tel era devedora de parte do passivo a ser liquidado, e portanto estaria (pelo menos em parte) liquidando sua própria dívida. Isso não exclui a percepção de uma vantagem pelos demais controladores da Telemar, que corresponde à liquidação da parcela da dívida que *não* caberia à PT Tel.

resgatáveis da própria Telemar detidas pelo BNDES Par, no valor de R\$ 1,1 bilhão;

- (r) o argumento de que a avaliação das ações da Telemar deveria levar em conta o fato de que elas compõem um bloco de controle (item (k)) só corrobora a conclusão de que a PT Tel teria pago um prêmio de controle aos demais controladores da Oi. Ademais, a companhia não teria apresentado os critérios utilizados para valorar as ações da Oi e Telemar no âmbito das transações entre seus controladores, o que impediria a análise da correção do cálculo da SEP, impugnado genericamente pela Oi;
- (s) não faria sentido atribuir um prêmio de controle aos ativos da PT Tel, pois “a Operação não acarreta (e nem se aproxima) da aquisição do controle da Portugal Telecom pela Oi, mas, de acordo com a [Oi], representa a união das atividades de ambas as companhias em uma nova companhia com capital pulverizado (e sem acionista controlador)”;
- (t) por fim, o fato de a redução do caixa da PT Tel em virtude da liquidação do passivo da AG Tel, LF Tel e Telemar ser considerada na capitalização dos ativos da Oi seria irrelevante para a PT Tel, pois em troca da capitalização ela receberia as ações da AG Tel, LF Tel, Telemar e Oi como resultado da conversão das debêntures<sup>384</sup>.

Um argumento da Oi não abordado pela SEP no relatório de análise *supra* citado foi aquele segundo o qual a avaliação das *holdings* dos controladores deveria ser realizada a partir de critérios econômicos-financeiros. No entanto, uma citação do relatório de análise da SEP que deu origem aos recursos da Tempo Capital e Oi examinados logo acima<sup>385</sup>, encontrada no RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 020/14, elucida a questão.

De acordo o RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 90/13,

considerando o valor de mercado (cotações em bolsa das ações da Oi), o *equity value* das *holdings* dos controladores seria negativo, devido ao seu endividamento. Em função da responsabilidade limitada dos acionistas em relação às obrigações de uma sociedade anônima da qual sejam sócios (a distinção entre a personalidade jurídica da sociedade anônima e as

---

384 RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 007/14.

385 RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 090/13.

personalidades de seus sócios), a teoria financeira entende que, no caso concreto, o valor das ações de emissão das *holdings* AG, LF e TelPart seria igual a zero<sup>386</sup>.

Como se vê, a SEP *aplicou* um critério econômico-financeiro (*equity value*) para estimar o valor das *holdings*, e chegou à conclusão de que seu valor seria zero. Ao assumir a dívida das *holdings*, portanto, a PT Tel poderia adquirir *todas* suas ações, e os demais controladores da Oi não deixariam de ter feito um bom negócio, pois teriam sido pagos por algo sem nenhum valor.

Mas não era isso que a Operação contemplava, e a SEP decidiu então ensaiar um cálculo do valor que teria sido atribuído às ações das *holdings* dos controladores da Oi a serem pela PT Tel por meio das debêntures conversíveis. Tendo assumido uma série de premissas<sup>387</sup>, a SEP concluiu que “chega-se a um valor médio por ação ordinária e preferencial de Oi, detidas direta e indiretamente pelas *holdings* dos acionistas controladores, da ordem de R\$ 53,00 e R\$ 49,00 respectivamente, ou cerca de 12 vezes superior às cotações de mercado anteriores ao anúncio da Operação”<sup>388</sup>.

O cálculo da SEP talvez padeça de algumas imprecisões: não está claro se a área técnica atentou para o fato de que parte das dívidas liquidadas era atribuível à própria PT Tel (o que reduziria o prêmio de controle estimado), e parece não ter diferenciado o pagamento da dívida das *holdings*, da permuta de ações da Contax e CTX, que poderia importar em precificações distintas para as ações da Oi detidas (indiretamente) pela AG Ltda. e Jereissati Tel, quando comparadas às ações dos demais controladores. Por outro lado, a SEP superestimou o preço que as ações da Oi alcançariam na Capitalização. Seus cálculos utilizaram o valor de R\$ 4,36, que estava dentro da faixa em que flutuava o valor das ações preferenciais da Oi em outubro de 2013<sup>389</sup>. No entanto, na Capitalização as ações preferenciais da Oi alcançaram o valor de R\$ 2,00<sup>390</sup> – o que não só aumenta o prêmio de controle pago pela PT Tel, mas também demonstra o quanto a Oi se desvalorizou entre o anúncio da Operação e a Capitalização.

O erro da SEP precisaria ser muito grosseiro para invalidar a conclusão de que o preço pago pela PT Tel continha um prêmio de controle significativo, e a própria PT Tel

386 RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 020/14.

387 “dentre elas, que a Portugal Telecom deterá uma participação de 38,1% na CorpCo (*ex*-ações em tesouraria) após a incorporação de ações da Oi e que o aumento de capital da Oi seria realizado a um preço por ação ordinária de R\$ 4,36” (RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 020/14).

388 RA/CVM/SEP/GEA-4/No. 090/13 *apud* RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 020/14.

389 Conforme dados constantes de <<https://br.financas.yahoo.com/>> (acesso em 8 de janeiro de 2017).

390 OI, *Fato Relevante*, 29.04.2014.

não nega isso. Em uma transação pontual e isolada, isso não ensejaria questionamentos por si só, tendo em vista que a Lei das S.A. reconhece a licitude do pagamento de um prêmio por ações integradas a um bloco de controle<sup>391</sup>. No contexto da Operação, todavia, esse prêmio teve por efeito proteger os controladores da Oi de potenciais efeitos dilutivos da Capitalização, fazendo com que seus interesses não mais pudessem ser identificados com aqueles dos acionistas minoritários da companhia.

Cotejando-se os fundamentos invocados pela SEP e os argumentos apresentados pela Oi, é possível ainda melhor esclarecer alguns outros aspectos da Operação.

**(i)** O argumento da Oi no sentido de que a Capitalização e os aportes a serem feitos pela PT Tel na AG Tel, LF Tel e Telemar não seriam interdependentes, mas teriam “funções e efeitos distintos”, contradiz manifestações anteriores da própria Oi<sup>392</sup>, e não merece crédito – é evidente que a Operação foi desde o início pensada como um todo<sup>393</sup>.

**(ii)** Como se afirmou logo acima, os controladores da Oi (excluída a PT Tel) só compartilhariam dos mesmos interesses dos demais acionistas na Capitalização até certo ponto. Tendo em vista que a Operação como um todo lhes trazia benefícios não compartilhados com os acionistas minoritários da Oi, os interesses de AG Ltda., Jereissati Tel, BNDES Par, FATL, Funcef, Petros e Previ não estavam em plena harmonia com aqueles de ditos minoritários. Convém destacar que, conforme Anexo I, FATL e Previ possuíam participações (diretas ou indiretas) também na Jereissati Tel, e o BNDES beneficiava-se duplamente: tanto por meio da liquidação do débito da Telemar, quanto por meio do recebimento de seu crédito<sup>394</sup>.

**(iii)** A comparação da Capitalização com uma operação de aquisição de controle é incompreensível.

**(v)** Por fim, o fato de o caixa utilizado para a capitalização da AG Tel, LF Tel e Telemar ser descontado do valor dos ativos da PT Tel não garantiria, por si só, a lisura de

391 Vide art. 254-A da Lei das S.A.

392 Vide nota de rodapé n. 358.

393 Atos posteriores deixariam isso claro para além de qualquer dúvida. Um dos documentos definitivos da Operação, assinados no dia 19.02.2014, por exemplo, dispõe que “As Acionistas concordam, mutuamente, em relacionar cada uma das etapas da Operação entre si tendo em vista que cada uma dessas etapas desempenha um papel fundamental e todas em conjunto são importantes para que a Telemar Participações atinja seu potencial e para que sejam alcançados os principais objetivos da Operação” (*Compromisso Provisório de Voto Oi*).

394 A discussão da consultava centrava-se no conceito de benefício particular e proibição de voto dos controladores da Oi na deliberação referente ao laudo de avaliação do Acervo PT Tel Ex-Brasil. É possível que a desarmonia entre os interesses dos controladores da Oi e aqueles de seus minoritários não ensejasse a proibição de voto (questão que não é objeto deste trabalho), mas isso não significa que ela não existia ou era inconsequente.



Operação. A Capitalização não seria afetada. Mas no momento em que a PT Tel fosse incorporada pela Oi, o caixa daquela estaria desfalcado, e não havia nenhuma garantia de que os acionistas da Oi seriam compensados por isso.

Como denunciam as perguntas feitas ao Sr. Zeinal Bava na apresentação do dia 02.10.2013<sup>395</sup> e a manifestação de voto do Sr. Antonio Cardoso dos Santos<sup>396</sup>, os investidores vinham entendendo que a Operação importaria a transferência da dívida das *holdings* dos controladores da Oi para a CorpCo. Se entre os investidores prevalecesse essa interpretação, ainda que tal dívida fosse contabilizada pela PT Tel, entender-se-ia que em última instância não seria ela quem arcaria com o ônus corresponde a essa dívida – ou pelo menos quem arcaria *integralmente* com esse ônus, já que dividi-lo-ia com os demais acionistas da CorpCo. A dívida das *holdings*, portanto, seria desconsiderada para fins de precificação das ações da PT Tel (ou considerada apenas na medida da participação estimada da PT Tel na CorpCo). Assim, se a PT Tel fosse incorporada por seu valor de mercado pela Oi na última etapa da Operação, ela não sentiria (ou sentiria apenas parcialmente, como dito acima) o peso da dívida das *holdings*. A visão do investidores teria se tornado uma profecia auto-realizável, o que não é tão raro no mercado de capitais.

(vi) Não é totalmente verdadeiro que a incorporação da PT Tel pela Oi seria mais complexa ou prejudicaria a realização de uma oferta pública para a captação de novos recursos.

Primeiro, porque a Capitalização não eliminou a necessidade de realizar-se a incorporação da PT Tel pela Oi, que seria a etapa (5) da Operação. Segundo, porque exatamente por esse motivo a necessidade de eliminarem-se as participações recíprocas entre PT Tel e Oi, que seriam criadas pela incorporação daquela por esta, existia também na Operação, tal como planejada. E terceiro, porque a Capitalização não era uma condição necessária para a oferta pública de ações pela Oi.

A única desvantagem de concentrar-se a integração da PT Tel pela Oi em uma única etapa, ao invés de dividi-la entre a Capitalização e a incorporação, seria de *timing*. Assumindo-se que a oferta pública era urgente, para aproveitamento da oportunidade que o mercado oferecia naquele momento (é conhecida a sensibilidade das ofertas públicas às janelas de mercado), a integração entre as companhias precisaria ser deixada para um segundo momento, devido à necessidade de eliminarem-se as participações recíprocas

---

395 Vide fl. 118.

396 Vide fl. 120.

antes de concretizá-la. Mas não é certo que adiar a integração em alguns meses importaria algum prejuízo significativo, dado que as companhias já vinham trabalhando nisso<sup>397</sup>.

A consulta da Tempo Capital à CVM não seria decidida pelo colegiado da autarquia até a antevéspera da assembleia geral que aprovaria as deliberações necessárias para a Capitalização – um processo iniciado com pouco mais de um mês de antecedência.

#### **II.6.4. Atos preparatórios para o aumento de capital**

Os primeiros passos em direção à concretização do aumento de capital da Oi foram dados nos dias 19 e 20 de fevereiro de 2014.

Na primeira dessas datas foi realizada uma reunião do conselho de administração da Oi em que foi aprovada **(i)** a convocação de uma assembleia geral para alterar o estatuto social, aumentando o capital autorizado para aproximadamente R\$ 34 bilhões; **(ii)** um aumento de capital estimado em R\$ 14 bilhões, nos moldes do já exposto, com a definição do preço das ações preferenciais mediante procedimento de *bookbuilding*, e do preço das ações ordinárias a partir do preço das ações preferencias, na mesma proporção a ser utilizada no âmbito da incorporação de ações da Oi pela CorpCo<sup>398</sup>; **(iii)** a outorga de certas garantias a credores da PT Tel (condição precedente da operação); e **(iv)** o laudo de avaliação do patrimônio a ser capitalizado pela PT Tel, tendo o conselho atribuído ao Acervo PT Tel *Ex-Brasil* o valor de € 1,75 bilhão, que alcançaria o valor mínimo estabelecido no *MOU* de € 1,9 bilhão uma vez descontados o pagamento de dividendos pela PT Tel e custos incorridos com a operação, que somariam € 150 milhões<sup>399</sup>. Note-se que o valor atribuído aos ativos da PT Tel, com os descontos, correspondia *exatamente* ao valor mínimo estabelecido no *MOU*.

No mesmo dia foi divulgada uma minuta do prospecto de oferta pública de ações, em que todos os detalhes relevantes estavam em branco<sup>400</sup>.

Ainda no dia 19.02, foram assinados os chamados “documentos definitivos da Operação”, que modificavam os acordos de acionistas entre os controladores da Oi e estabeleciam as condições das transações entre eles. Eram (i) 4 aditivos aos acordos de

---

397 Vide comentário do Sr. Zeinal Bava sobre os fluxos de trabalho entre as companhias existentes naquele momento na fl. 118.

398 Ou seja, 1 ação preferencial para 0,9211 ação ordinária.

399 Oi, *ARCA de 19.02.2014*.

400 Oi, *Minuta do Prospecto de Oferta Pública*.

acionistas com efeitos sobre a Telemar (Acordos AG/LF, Acordo AG/LF/FATL e Acordo Telemar Geral); (ii) 1 compromisso provisório de voto; (iii) 5 termos de rescisão dos acordos de acionistas com efeitos sobre a Telemar, estes últimos todos sob condições suspensivas, que seriam preenchidas ao longo da Operação<sup>401</sup>; (iv) 7 compromissos de subscrição de debêntures; (v) 2 acordos de permuta de ações; e (vi) 1 compromisso de subscrição de ações.

Tanto o compromisso provisório de voto, quanto os aditivos, eram documentos bastante sucintos, que visavam apenas a garantir a prática de todos os atos necessários para a Operação<sup>402</sup>. Mas, inteligentemente, eles não faziam referência à aprovação do laudo de avaliação do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*, pois isso iria de encontro a um entendimento clássico da doutrina, segundo o qual são vedados acordos sobre “voto de verdade”<sup>403</sup>.

O compromisso provisório de voto entraria em vigor na data da liquidação financeira do aumento de capital da Oi, e tinha como partes PT Tel, Bratel, Telemar, AG Ltda., Jereissati Tel e Caravelas Fundo de Investimento em Ações (o fundo administrado pelo BTG Pactual que subscreveria parte das ações a serem emitidas pela Oi como parte da Capitalização<sup>404</sup>). Já os aditivos aos Acordos AG/LF, Acordo AG/LF/FATL e Acordo Geral Telemar não tinham qualquer condição suspensiva, e estes dois últimos garantiam a suas partes a manutenção de seu poder de voto nas reuniões prévias durante toda a Operação<sup>405</sup>.

Os demais documentos definitivos foram divulgados *apenas* à SEC, e tão somente no dia 28.02. As informações deles constantes estão refletidas na análise do fato relevante divulgado em 20.02, que informou o mercado sobre a assinatura dos documentos definitivos e divulgou seus principais pontos<sup>406</sup>.

A maior parte do conteúdo dos documentos definitivos confirma o que já se sabia ou traz informações sobre aspectos da Operação que não interessam a esta pesquisa. Mas

---

401 Eram as seguintes as condições suspensivas: (i) Acordo do Bloco: extinção da Pasa e EDSP75; (ii) Acordo LF: incorporação da EDSP75 pela Bratel; (iii) Acordo AG: incorporação da Pasa pela Bratel; (iv) Acordo Telemar Geral e Acordo AG/LF/FATL: incorporação de ações da Oi pela Telemar e incorporação da PT Tel pela mesma companhia (*Resilição Condicionada do Acordo do Bloco, Resilição Condicionada do Acordo LF, Resilição Condicionada do Acordo AG, Resilição Condicionada do Acordo AG/LF/FATL e Resilição Condicionada do Acordo Telemar Geral*).

402 Vide *Compromisso Provisório de Voto Oi; 1º Aditivo ao Acordo AG; 1º Aditivo ao Acordo LF; 2º Aditivo ao Acordo AG/LF/FATL; e 2º Aditivo ao Acordo Telemar Geral*.

403 Vide fls. 191 e ss.

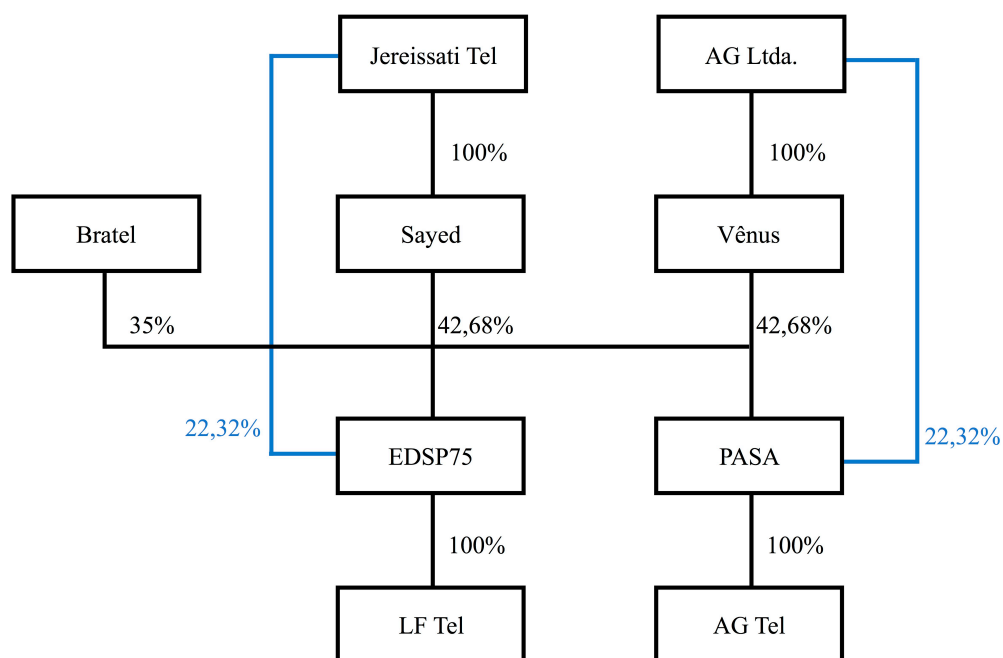
404 Vide fl. 116.

405 *2º Aditivo ao Acordo AG/LF/FATL e 2º Aditivo ao Acordo Telemar Geral*.

406 Oi, *Fato Relevante, 20.02.2014*.

eles também detalham a etapa (2) da Operação, acrescentado vários passos até então desconhecidos a essa etapa.

(i) Antes da emissão das debêntures conversíveis, parte das ações da Pasa e EDSP75 detidas por AG Ltda. e Jereissati Tel seriam conferidas ao capital de Vênus RJ Participações S.A. (“Vênus”) e Sayed RJ Participações S.A. (“Sayed”)<sup>407</sup>. Com essa operação, AG Ltda. e Jereissati Tel passariam a deter diretamente (a) 100% das ações de Vênus e Sayed e (b) 22,32% das ações de Pasa e EDSP75. Já Vênus e Sayed (e, portanto, AG Ltda. e Jereissati Tel, indiretamente) deteriam 42,68% das ações de Pasa e EDSP75, mantida a participação da Bratel nessas sociedades. Assim ficaria o organograma dessas sociedades:



Vênus e Sayed participariam da cadeia de emissão de debêntures conversíveis, emitindo cada uma títulos no valor de R\$ 938,5 milhões cada. Essas debêntures seriam subscritas por PTB2 S.A., uma sociedade controlada pela PT Tel. Pasa e EDSP75, por sua vez, emitiram títulos no valor de R\$ 2,394 bilhões cada uma, que seriam subscritas por Bratel, Vênus e Sayed. As debêntures subscritas por Vênus e Sayed teriam exatamente o mesmo valor daquelas emitidas por essas companhias e subscritas pela PTB2 S.A., o que indica que na prática seria esta última companhia quem estaria, indiretamente, subscrevendo tais debêntures<sup>408</sup>. AG Tel e LF Tel emitiriam debêntures no mesmo valor

407 Sociedades constituídas em outubro de 2013, cerca de 15 dias após o primeiro anúncio público da Operação.

408 *Pasa Debenture Subscription Agreement e EDSP75 Debenture Subscription Agreement.*

daquelas emitidas por Pasa e EDSP75, que seriam subscritas por estas últimas. Por fim, a Telemar (que passara a ser chamada de CorpCo, deixando claro que exerceria esse papel) emitiria debêntures no valor de R\$ 3,428 bilhões, a serem subscritas por AG Tel e LF Tel<sup>409</sup>.

(ii) O aumento de capital da Oi seguiria os parâmetros já conhecidos. O valor do patrimônio a ser capitalizado pela PT Tel fora estimado em um intervalo entre € 1,636 bilhão a € 1,808 bilhão pelo avaliador. Para a Operação, fora-lhe atribuído o valor de € 1,75 bilhão, conforme consta da ata de reunião do conselho de administração da Oi do dia anterior.

(iii) PT Tel e Bratel abster-se-iam de votar *na assembleia de Oi*<sup>410</sup> com relação ao laudo de avaliação dos ativos.

(iv) As participações da AG Tel e LF Tel na Contax e CTX seriam segregadas de suas participações na Oi mediante quatro cisões: de Pasa, EDSP75, AG Tel e LF Tel. Em seguida a Bratel transferiria sua participação na “nova” Pasa e “nova” EDSP75 (equivalentes a 35% do capital daquelas sociedades), assim como toda sua participação direta na Contax e CTX<sup>411</sup>, para AG Ltda. e Jereissati Tel, que por sua vez transferir-lhe-iam ações da Pasa e EDSP75 representando 14,46% do capital destas sociedades à Bratel<sup>412</sup>.

(v) As debêntures emitidas por Vênus, Pasa, AG Tel, Sayed, EDSP75 e LF Tel seriam convertidas em ações ordinárias e preferenciais de Venus, Pasa, AG, Sayed, EDSP75 e LF<sup>413</sup>.

Já as ações de Pasa e EDSP75 seriam detidas por Bratel (57,46%), de um lado, e Vênus e Sayed (42,54%), de outro. Tal como no caso de Vênus e Sayed, parte dessas participações seria representada por ações preferenciais, que caberiam exclusivamente à Bratel<sup>414</sup>.

---

409 Portanto, R\$ 1,36 bilhão seriam retidos por AG Tel e LF Tel.

410 No relatório do PAS CVM n. RJ2013/10913 consta que a PT Tel teria se comprometido a não votar nas reuniões prévias e demais atos societários que definiriam o voto da Telemar nas deliberações referentes ao aumento de capital da Oi. Mas isso era obviamente inconsequente, tendo em vista que nos aditivos aos acordos de acionistas da Telemar todos os acordantes haviam se obrigado a aprovar a Operação.

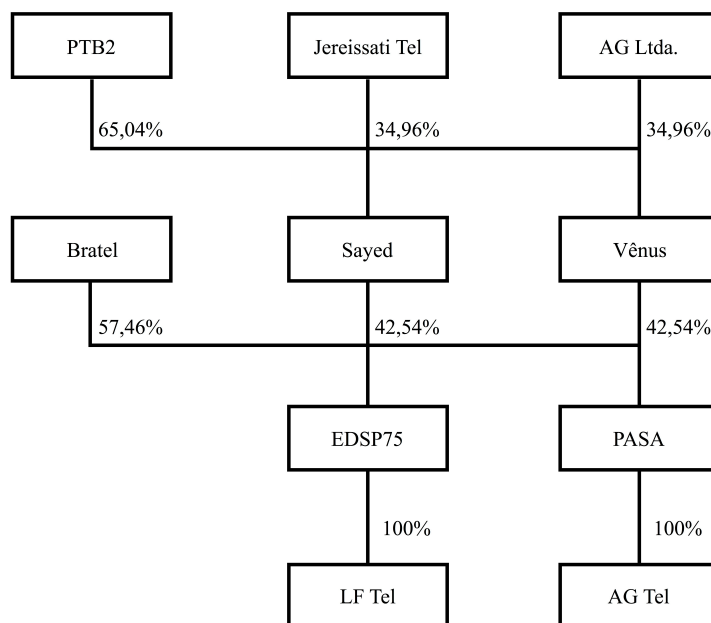
411 Isto é, 19,9% do capital total e votante da CTX; e 6,24% do capital votante e 3,59% do capital total da Contax.

412 *Pasa Share Exchange Agreement* e *EDSP75 Share Exchange Agreement*.

413 No plano original parte das debêntures seriam convertidas em ações da Oi, e isso parecer ter sido modificado.

414 *Pasa Debenture Subscription Agreement* e *EDSP75 Debenture Subscription Agreement*.

Veja-se como se organizaria o controle sobre LF Tel e AG Tel após as operações com as debêntures:



**(vi)** As debêntures emitidas pela Telemar seriam convertidas em ações da própria Telemar. Com essa operação, a participação de AG Tel e LF Tel na Telemar passaria de 19,356% cada para 37,19%, com a consequente diluição dos demais acionistas da Telemar em aproximadamente 42%. Já a participação direta e indireta da PT Tel na Telemar passaria a ser de 68,36% – quando antes ela detinha apenas 25,62%<sup>415</sup>.

**(vii)** Uma nova etapa fora acrescentada à Operação: uma série de cisões parciais e incorporações envolvendo AG Tel, LF Tel, Pasa, EDSP75, Vênus, Sayed, Telemar, Bratel e uma sociedade denominada Marnaz Participações S.A. **(vii.α)** Primeiro, AG Tel e LF Tel seriam incorporadas por Pasa e EDSP75, e estas últimas seriam incorporadas pela Bratel. Com isso Vênus e Sayed passariam a deter 12,5% das ações da Bratel cada. **(xi.β)** Segundo, a Telemar seria cindida parcial e desproporcionalmente, com versão do patrimônio cindido para a Bratel. Esse patrimônio seria composto por *quase* toda participação da Bratel na Oi por meio da Telemar. **(vii.γ)** Terceiro, a Bratel seria parcial e proporcionalmente cindida, com versão do patrimônio cindido (representado pelo investimento remanescente da Bratel Brasil na Telemar) para Marnaz Participações S.A. Assim, a Bratel passaria a deter tão somente participação *direta* na Oi, enquanto a Marnaz deteria a participação indireta. **(vii.δ)** Quarto, a Bratel seria incorporada pela Oi, sem

415 Valores calculados a partir do Anexo I e do Fato Relevante de 20.02.2014.

aumento de capital social. (vii.ε) E quinto, Marnaz, Vênus, Sayed e PTB2 seriam incorporadas pela Telemar.

O objetivo precípua desta reorganização parece ser eliminar as participações recíprocas que resultariam da incorporação da PT Tel pela Oi, preservando a participação daquela na Telemar (por meio da Marnaz). O que não se compreende é o papel de Vênus, Sayed e PTB2.

Mas essas operações ocultam ainda uma troca de participações. Após sua conclusão, a PT Tel passaria a deter uma participação direta na Telemar de 45,94%, quando ela detinha 68,36% logo após a conversão das debêntures. Parte da redução se explica pela cisão parcial e desproporcional da Telemar, que reduziria a participação da Bratel nesta companhia a algo próximo a zero. Mas isso só explica 5,03% da mudança – os demais 17,39% de diferença só podem ser atribuídos às relações de troca a serem adotadas no âmbito da reorganização acima descrita. Já as participações da AG Ltda. e Jereissati Tel passariam de 5,53% para 12,34%<sup>416</sup>.

Se a SEP tentasse refazer seus cálculos do prêmio pago pela PT Tel aos demais controladores da Oi na Operação à luz desses novos detalhes, certamente teria dificuldades ainda maiores que aquelas enfrentadas inicialmente. Ainda que se conhecessem os valores envolvidos em cada um dos atos da reorganização interna de AG Tel, LF Tel e PT Tel, seria quase impossível calcular o valor atribuído às ações da Telemar e Oi, pois o uso de ações ordinárias e preferenciais, em uma reorganização envolvendo pelo menos cinco “níveis”<sup>417</sup>, torna todo o processo e a lógica por trás dele muito opacos. Quanto mais se detalha a Operação, mais difícil fica não lembrar da advertência de Comparato sobre o emprego de meios excessivamente complexos e sua relação com os negócios indiretos<sup>418</sup>.

No dia seguinte ao da publicação do fato relevante logo acima sumarizado, foi publicada a convocação para a assembleia geral da Oi que aumentaria seu capital

---

416 Valor igualmente calculado com base no fato relevante de 20.02.2010. O aumento da participação de AG Tel e LF Tel não é igual à redução da participação da PT Tel devido à cisão parcial e desproporcional da Telemar, que provocaria um rearranjo de todas as participações.

417 Oi (nível 1), Telemar (nível 2), AG Tel e LF Tel (nível 3), Pasa e EDSP75 (nível 4) e Vênus e Sayed (nível 5). Além disso, (i) essa estrutura é duplicada na Contax e CTX e (ii) a PT Tel (por meio da Bratel e PTB2) participa da reorganização em todos, exceto o nível 3, tanto no lado da Oi, quanto naquele de Contax e CTX.

418 “A descoberta de negócios indiretos, na prática comercial, resulta frequentemente da aplicação do teste da simplicidade ou complexidade dos meios empregados, para se atingir o resultado econômico produzido. Toda vez que a operação negocial é desnecessariamente complicada, surge o sintoma de que se está, eventualmente, diante de um negócio indireto” (F. K. COMPARATO, *Controle conjunto...*, p. 97).

autorizado e aprovaria o laudo de avaliação do patrimônio da PT Tel, a realizar-se em 27.03.2014. O texto da convocação é protocolar, e o mesmo pode ser dito da proposta da administração, com uma ressalva: dela constava, como anexo, o laudo de avaliação dos ativos da PT Tel<sup>419</sup>.

O laudo referia-se a “(i) ativos operacionais da [PT Tel] constantes das demonstrações contábeis gerenciais não auditadas preparadas pela [PT Tel] e que excluem os efeitos das participações direta ou indiretamente detidas na Oi e na [Contax] e (ii) passivos da PT”<sup>420</sup>. O uso de critério econômico-financeiro na avaliação foi definido pela Oi, cabendo ao avaliador definir as metodologias a serem aplicadas uma vez estabelecido tal critério. As metodologias utilizadas foram (i) fluxo de caixa descontado e (ii) múltiplos de mercado.

A data-base da avaliação foi 31.12.2013, e o avaliador declarou não ter feito “uma análise comparativa entre as demonstrações contábeis gerenciais não auditadas utilizadas na Avaliação e as demonstrações contábeis de 31 de dezembro de 2013 auditadas, assumindo, para fins da Avaliação, que não há alterações relevantes nas demonstrações contábeis auditadas, de 31 de dezembro de 2013”<sup>421</sup>.

Infelizmente é impossível fazer tal comparação de forma independente sem acesso aos documentos disponibilizados ao avaliador. Na elaboração de seus cálculos, ele baseia-se precipuamente em critérios não contábeis, como *EBITDA*, faturamento e *free cash flow for the firm*. O Acervo PT Tel Ex-Brasil era composto de uma série de participações societárias, e a maioria das sociedades que o integravam não eram abertas, e portanto não divulgavam informações suficientes para obter-se esses dados.

Todavia, um comentário ao relatório anual da PT Tel para o ano de 2013 permite comparar o laudo de avaliação com as demonstrações financeiras da PT Tel em pelo menos *um* aspecto. Consta de tal relatório que

Assumindo a consolidação proporcional da Oi e da Contax, como consolidadas proporcionalmente, o *EBITDA* teria ascendido a 2.122 milhões de euros em 2013 [...]. Neste contexto, os negócios internacionais teriam representado 52,1% do *EBITDA* consolidado da PT [Tel] em 2013, com o Brasil a representar 45,1% do *EBITDA* nesse período [...]<sup>422</sup>.

---

419 Oi, *Proposta da Administração para a AGE de 27.03.2014*, p. 1.

420 Anexo a Oi, *Proposta da Administração para a AGE de 27.03.2014*, p. 1.

421 Anexo a Oi, *Proposta da Administração para a AGE de 27.03.2014*, p. 1.

422 PT Tel, *Relatório Anual Consolidado 2013*, p. 68.



De acordo com pronunciamento técnico n. 19 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 1ª revisão, o método da consolidação proporcional é aquele em que “a parte do empreendedor em cada um dos ativos, passivos, receitas e despesas da entidade controlada em conjunto é combinada linha a linha com itens similares nas demonstrações contábeis do empreendedor, ou em linhas separadas nessas demonstrações contábeis”<sup>423</sup>. Em comparação com a equivalência patrimonial, esse método “fornece uma melhor representação da *performance* do gerenciamento da empresa e uma melhor base para previsão da habilidade do investidor gerar caixa e equivalente caixa no futuro”<sup>424</sup>.

Assim, considerando-se que (i) aplicando-se o método da consolidação proporcional às demonstrações financeiras da PT Tel, seu *EBITDA* em 2013 teria sido de € 2.122.000.000,00; e (ii) desse valor, os negócios da PT Tel no Brasil (*i.e.*, Oi e Contax) teriam representado 45,1%, conclui-se que o *EBITDA* da PT Tel em 2013, *ex-Brasil*, teria sido de € 1.164.978.000,00, e não € 1.269.000.000,00, como considerou o laudo de avaliação – uma diferença de €104.022.000,00.

Como se vê, parece que as informações de desempenho disponibilizadas aos avaliadores superestimaram o Acervo PT Tel *Ex-Brasil*.

Partindo das premissas que lhe foram fixadas e dos dados que lhe foram disponibilizados, o avaliador estimou o valor de dito acervo pelos métodos do fluxo de caixa descontado e múltiplos de mercado.

Mediante a aplicação do primeiro (preferido pelos avaliadores) estabeleceu-se que o valor do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* estaria entre R\$ 5,296 bilhões e R\$ 5,854 bilhões (média aritmética de R\$ 5,575 bilhões). A projeção de resultados futuros foi realizada a partir do plano de negócios elaborado pela PT Tel<sup>425</sup>, e os administradores da companhia claramente tinham incentivos para serem otimistas na elaboração desse plano, já que isso implicaria uma avaliação mais favorável do patrimônio da companhia<sup>426</sup>. Assim, adotando-se esse

---

423 CPC 19 (R1). Este pronunciamento foi revogado em 2012, a partir de quando o método da consolidação proporcional deixou de ser aceito para empreendimentos sob controle conjunto. A mudança também ocorreu em Portugal, daí a razão da PT Tel aplicar o método da equivalência patrimonial em suas contas e adicionar um comentário sobre os efeitos de uma eventual aplicação da consolidação proporcional (como era feito até então).

424 F. FURUTA, *Estudo da consolidação proporcional...*, fl. 57. As pesquisas reportadas em R. C. GRAHAM, R. D. KING; e C. K. J. MORRILL, *Proportionate consolidation* confirmam esse entendimento. Cabe a ressalva de que (cf. conclusões de M P. BAUMAN, *Proportionate consolidation...*) o método da equivalência patrimonial é mais preciso para a avaliação de dívida, que no entanto não é o caso em apreço.

425 Anexo a Oi, *Proposta da Administração para a AGE de 27.03.2014*, p. 22.

426 Esse plano foi provavelmente elaborado especificamente para a avaliação, pois imagina-se que o plano gerencial utilizado no dia-a-dia da companhia levasse em conta os negócios da Oi e Contax –

plano como ponto de partida, corre-se o risco de sobreavaliar-se o fluxo de caixa futuro da PT Tel e, conseqüente, o Acervo PT Tel *Ex-Brasil*.

Pelo método de múltiplos de mercado, por sua vez, o valor do patrimônio da PT Tel a ser capitalizado foi avaliado entre R\$ 4,981 bilhões e R\$ 5,505 bilhões (média aritmética de R\$ 5,243 bilhões).

Os avaliadores manifestaram opinião no sentido de que o método de fluxo de caixa descontado fosse favorecido, pois seria mais preciso. Adotando-se esse método, todavia, a prudência recomendaria que fosse atribuído ao Acervo PT Tel *Ex-Brasil* um valor mais próximo do piso que do teto da banda definida pelos avaliadores, pelas razões acima expostas. Observe-se ainda que o método de múltiplos de mercado, em que o risco de manipulação dos resultados pelos administradores da PT Tel é menor (pois não se utilizam projeções por eles elaboradas), resultou em uma avaliação significativamente mais baixa que o método de fluxo de caixa descontado – o que reforça a recomendação prudencial feita logo acima.

Mas não foi o que fez o conselho de administração da Oi, que atribuiu ao Acervo PT Tel *Ex-Brasil* o valor de € 1,75 bilhão, ou R\$ 5,709 bilhões<sup>427</sup> – um valor bastante próximo do máximo estimado pelo método do fluxo de caixa descontado.

Como já se disse<sup>428</sup>, esse valor (feitos certos ajustes) correspondia exatamente ao mínimo estimado pela PT Tel na concepção da Operação. Assim, a atribuição de qualquer valor inferior a este ao Acervo PT Tel *Ex-Brasil* poderia obrigar os controladores da Oi a renegociar todas as condições da Operação.

Assim, embora não se possa dizer que a avaliação do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* por um avaliador independente e experiente tenha sido irrelevante ou inócua, deve-se reconhecer que a definição concreta do valor de tal acervo parece ter atendido mais às necessidades da Operação, que aos critérios de um julgamento prudente.

A pergunta que se coloca é por que os controladores da Oi, excetuada a PT Tel, concordariam com isso. A Oi estava correta em sustentar (como o fez em seu recurso

---

especialmente quando eles representam pouco mais de 45% do *EBITDA* do grupo. Essa especificidade dá aos administradores a oportunidade de revisitar dados e projeções como lhes for mais conveniente. O fato de as premissas do plano de negócios terem sido discutidas com a PT Tel pelos avaliadores (conforme informado na fl. 22 do laudo) não elimina essa possibilidade, pois eventual manipulação poderia ser feita de maneira sutil e ser imperceptível para quem não conhecesse em detalhes a companhia, o plano de negócios original e os procedimentos para a elaboração de ambos planos.

427 Aplicando-se a mesma taxa de câmbio utilizada pelos avaliadores.

428 Conforme fl. 128.

contra o entendimento da SEP no PAS CVM n. RJ2013/10913<sup>429</sup>) que os controladores da companhia (à exceção da PT Tel) sentiriam os efeitos de uma sobrevalorização do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* tanto quanto os acionistas minoritários.

Há duas respostas possíveis para essa pergunta. Primeiro, os controladores da Oi seriam compensados pelo prêmio de controle pago pela PT Tel na liquidação da dívida das *holdings* (e possivelmente também na reorganização para cisão da participação na Contax e CTX e eliminação de participações cruzadas). E segundo, porque mesmo com a diluição injustificada causada pela sobreavaliação do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*, é provável que a Operação como um todo fosse vantajosa para os controladores da Oi (e mesmo para os minoritários), e questionar o valor do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* poderia colocá-la em risco.

Depois da proposta da administração, Oi e PT Tel ficaram em silêncio sobre a operação até 11.03.2014, quando esta última apresentou à SEC um *information statement*. Dois dias depois, a Oi apresentou uma versão resumida de seu formulário 20-F (o equivalente estadunidense ao Formulário de Referência), contendo apenas informações sobre a Operação.

Ambos documentos são substancialmente idênticos no que respeita à Operação, e contêm uma única informação relevante. De acordo com esses documentos, “o uso do caixa recebido por Vênus e Sayed pelas debêntures para o pagamento de dívida da AG Tel, LF Tel e Telemar aumentarão a dívida líquida da Telemar após a conclusão da incorporação de ações [da Oi] e incorporação [da PT Tel], comparativamente à soma da dívida líquida da PT Tel e Oi, se a PT Tel não investisse nas debêntures da Venus e Sayed”<sup>430</sup>. Esse aumento ocorre em virtude da redução de caixa sofrida pela PT Tel. Assim, Oi e PT Tel reconhecem que ao final da Operação, o ônus da liquidação das dívida da AG Tel, LT Tel e Telemar seria compartilhado com todos acionistas da CorpCo, sem que houvesse nenhuma garantia de que ele seria descontado do valor da PT Tel em sua incorporação pela Oi (como se viu na fl. 127).

---

429 Vide subseção II.6.3.

430 “The use of the proceeds of the Venus and Sayed debentures to repay the indebtedness of [AG Tel], LF Tel and [Telemar] will increase [Telemar]’s net debt following the completion of the merger of shares and the merger as compared to the sum of the net debt of [PT Tel] and Oi if [PT Tel] were not to invest in the Venus and Sayed debentures” (Oi, *Excerpts from Form 20-F for 31.12.2013*).

## II.6.5. Desenlace

Faltando dois dias para a realização da assembleia que aprovaria o aumento do capital autorizado e o laudo, o colegiado da CVM finalmente julgou a consulta apresentada pela Tempo Capital em outubro de 2013, assim como um pedido de interrupção de prazo de convocação da assembleia geral, também apresentado pela Tempo Capital, em 17.03.2014<sup>431</sup>.

O pedido de interrupção de prazo ainda foi objeto de manifestação da SEP, que até então manifestara-se apenas sobre a consulta. Para os fins desta pesquisa, os temas em discussão no pedido de interrupção são essencialmente os mesmos da consulta, e a manifestação da área técnica da CVM naquele processo traz alguns novos argumentos interessantes.

Um ponto interessante (embora não essencial) do pedido da Tempo Capital é a referência à informação de que as dívidas dos controladores a serem quitadas pela PT Tel haviam sido contraídas justamente para a aquisição do controle sobre a Oi<sup>432</sup>.

Quanto ao valor do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*, a principal reclamação da Tempo centrou-se na adoção de critério econômico-financeiro para sua avaliação<sup>433</sup>, que fora estabelecido pela própria Oi<sup>434</sup>. De acordo com a reclamante, sendo o valor do patrimônio da PT Tel avaliado por critérios econômicos-financeiros e o preço das ações da Oi a serem emitidas estabelecido por procedimento de *bookbuilding*, os acionistas da Oi sofreriam uma diluição injustificada – especialmente quando o valor econômico-financeiro do patrimônio capitalizado era superior ao valor de mercado da PT Tel.

A esse ponto a Oi respondeu de forma muito precisa. De um lado há um *patrimônio*, e de outro, *ações*. A natureza diversa dos bens importa a adoção de critérios de avaliação distintos.

Isso poderia ter sido evitado se a Operação houvesse sido estruturada como uma incorporação da PT Tel pela Oi, seguida de incorporação de ações da Oi pela CorpCo. Como se disse às fls. 127 e s., essa era uma alternativa viável, que traria maior transparência à Operação, mas que parece ter sido descartada em favor da imediata

---

431 *Processo CVM n. RJ/2014/3059.*

432 *RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 020/14.*

433 *RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 020/14.*

434 Vide fl. 134.

integração parcial de Oi e PT Tel (em uma interpretação benigna das motivações dos controladores da Oi).

No dia imediatamente seguinte à elaboração do relatório de análise da SEP, o colegiado da CVM decidiu tanto a consulta, quanto o pedido de interrupção de prazo de convocação de assembleia.

A decisão relativa ao pedido de interrupção de prazo não foi objeto de relatório ou voto por escrito; e não tratou do ponto que interessa a esta pesquisa, pois o tema seria complexo e estaria em análise pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários<sup>435</sup>. Sendo assim, esta decisão em nada contribui para elucidar as questões aqui postas.

Já a decisão proferida no PA CVM n. RJ2013/10913, que tratou da consulta da Tempo Capital, embora tenha se ocupado precipuamente do conceito de *benefício particular*, previsto no art. 115, § 1º da Lei das S.A., trouxe algumas contribuições para compreender-se a Capitalização.

O caso foi relatado pela Diretora Luciana Dias, segundo quem a Capitalização, quando vista à luz da Operação como todo, importaria benefícios particulares para *todos* os acionistas controladores da Oi<sup>436</sup>, o que lhes impediria de votar na respectiva assembleia. Mas nesse ponto – que é aquele cuja análise interessa a este trabalho – a relatora foi voto vencido, e prevaleceu o entendimento da Diretora Ana Dolores Novaes, que entendeu não ser caso de benefício particular.

O relatório e voto da relatora trazem poucos elementos novos para a análise do caso, a maioria já refletidos nos texto acima. Apenas um trecho de parecer elaborado por Marcos Barbosa Pinto a pedido de Polo Capital Gestão de Recursos Ltda., citado no relatório, traz um argumento novo para pensar-se a posição dos controladores da Oi (excetuada a PT Tel) na Capitalização. De acordo com o parecerista, se não fosse atribuído um prêmio de controle à participação desses acionistas, eles “não ficariam com nenhuma

---

435 “com relação à alegação de diluição injustificada [...] o Colegiado entendeu não ser o caso de se emitir opinião, na estreita sede do pedido de interrupção [...] dada a complexidade do assunto e o fato de este estar atualmente em análise na Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), no âmbito do processo de registro de oferta pública de distribuição de ações de emissão da Oi” (PA CVM N. RJ2014/3059). Não se encontrou qualquer manifestação da SRE ou do colegiado, no âmbito do processo de registro de oferta pública de distribuição de ações de emissão da Oi, quanto ao laudo de avaliação do patrimônio da PT Tel vertido à Oi.

436 E não apenas para a PT Tel, caso sobre o qual não havia dúvida, por disposição expressa do já citado art. 115, § 1º da Lei das S.A.

ação da companhia após a [O]peração, pois suas dívidas ultrapassam o valor de mercado das ações por eles detidas”<sup>437</sup>.

Já a manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Novaes centra-se no conceito de benefício particular, tal como entendido pela doutrina – que não é objeto desta pesquisa. Mas algumas observações encontradas nessa manifestação merecem atenção.

Primeiro, a diretora faz referência à análise de certas corretoras, que “embora reconheçam a complexidade da operação e a falta de clareza, enfatizaram os ganhos com a melhoria do balanço da [Oi], captura de sinergias, migração para o Novo Mercado, simplificação da estrutura acionária, e a remoção do risco de governança corporativa historicamente associado à [Oi]”<sup>438</sup>. Todavia, ainda que a Operação *como um todo* fosse favorável à Oi, a Capitalização (vista isoladamente) poderia ser prejudicial à companhia, como a diretora reconhece que seria o caso se o Acervo PT Tel *Ex-Brasil* fosse sobreavaliado<sup>439-440</sup>.

Segundo, o questionamento que a diretora faz do exercício de comparação entre o valor de mercado da PT Tel e Oi, feito pela Tempo, é bastante confuso:

ao se proceder a uma avaliação com base nos valores de mercado da [PT Tel] e da Oi, ambas companhias abertas com cotação de mercado, é necessário levar em consideração, ao avaliar a participação da [PT Tel] na Oi, o valor da dívida proporcional da [PT Tel] nas *holdings* que controlam a [Telemar], o que, aparentemente, não foi considerado pela Consulente. Se não se considera a parcela da dívida da [PT Tel] nas *holdings*, o valor de mercado da participação da [PT Tel] na Oi está inflado por não considera-la. O efeito final seria diminuir o valor de mercado de [PT Tel] ex-Brasil

Presume-se que o valor de mercado da PT Tel *já considera* o valor da dívida por ela contraída para a aquisição da Oi – do contrário, o mercado estaria precificando as ações da PT Tel de forma equivocada.

Adicionalmente, a não ser que a diretora refira-se a um cálculo não relatado nos demais documentos do PAS CVM n. RJ2013/10913 citados, em nenhum momento foi estimado “o valor de mercado da participação da Portugal Telecom na Oi”, mas sim o valor

437 PAS CVM n. RJ2013/10913, relatório.

438 PAS CVM n. RJ2013/10913, manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

439 “apenas se comprovado sobrepreço dos ativos a serem aportados pela Portugal Telecom, poder-se-ia considerar prejuízo para a Companhia a qual estaria absorvendo ativos que valeriam menos do que a realidade, estando estes ativos sujeitos à futura baixa de seu valor contábil (*impairment*)” (PAS CVM n. RJ2013/10913, manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes).

440 Observe-se o eufemismo “risco de governança corporativa”, uma referência à percepção generalizada de que a Oi já havia sido submetida a abusos do poder de controle anteriormente.

atribuído às ações das *holdings* dos controladores da Oi. Lida dessa forma, a observação da diretora talvez esteja correta: a avaliação feita pela SEP<sup>441</sup> pode não ter considerado o fato de que parte da dívida das *holdings* era atribuível à PT Tel. Mas, como já se afirmou, o cálculo da SEP precisaria estar *muito* equivocado para invalidar-se sua conclusão, já que o preço estimado para as ações dos demais controladores adquiridas pela PT Tel por meio da Operação correspondia a *12 vezes* o valor das ações ordinárias da Oi na ocasião, quando o *equity value* das *holdings* dos controladores era zero.

Por fim, não se entende como uma reavaliação da participação da PT Tel na Oi modificaria o valor daquela companhia *desconsiderados seus negócios no Brasil*, já que esse valor, por definição, isola a participação da PT Tel na Oi.

Mas essas questões eram secundárias no voto da Diretora Ana Dolores Novaes, que concluiu pelo direito dos controladores da Oi (exceto a PT Tel) votarem nas deliberações que autorizariam o aumento de capital e aprovariam o laudo de avaliação do patrimônio a ser capitalizado. Esse voto prevaleceu, e no dia 27.03.2014 foi realizada a assembleia geral da Oi que aprovou o aumento de seu capital autorizado e o laudo de avaliação elaborado pelo Santander – não sem protestos de alguns acionistas minoritários<sup>442</sup>.

A decisão da CVM ainda foi objeto de um mal sucedido pedido de reconsideração pela Tempo Capital. Em seu voto proferido nesta segunda oportunidade, a Diretora Ana Dolores Novaes esclareceu que seu entendimento não eliminava a possibilidade de que se estivesse diante de um caso de abuso do poder de controle, o que teria ocorrido se o acervo capitalizado pela PT Tel tivesse sido sobreavaliado<sup>443</sup>.

Pouco tempo depois, o aumento de capital foi levado a cabo como planejado – embora as ações tenham sido emitidas por preço inferior à *metade* de seu valor na data de

---

441 Vide fl. 124.

442 Oi, *Ata da AGE de 27.03.2014*.

443 “a decisão impugnada não negou que a forma com que a operação foi estruturada poderia mascarar um acordo entre certos integrantes do bloco de controle – caso os ativos da PT estivessem de fato sobrevalorizados – no qual a menor diluição dos controladores no plano das *holdings*, obtida através do fator de conversão das debêntures conversíveis, teria sido trocada pela maior diluição de todos os acionistas no plano da Oi. Nessa hipótese, que não foi até então comprovada, teríamos um esquema engendrado por controladores para obter vantagem a que não fazem jus e de que resultaria prejuízo para outros acionistas. Essa é, contudo, a própria definição de voto abusivo na Lei n. 6.404/1976, razão pela qual comentei em meu Voto que a Área Técnica, caso entenda necessário, pode sempre iniciar uma investigação para examinar as premissas, os dados que serviram de base para a preparação do laudo de avaliação e outros fatores que julgue relevante para avaliar a alegação de que os ativos da Portugal Telecom ex-Brasil estão materialmente sobrevalorizados. A partir desta análise, a CVM poderá eventualmente, abrir o devido processo sancionador por abuso do poder de controle” (*PAS CVM n. RJ2013/10913*, voto da relatora no pedido de reconsideração).

anúncio da Operação foi anunciada<sup>444</sup>. Mais tarde, a Operação veio a ser comprometida pela descoberta de créditos podres da PT Tel, como já referido. A Oi seguiu em seu longo processo de declínio, e hoje encontra-se em recuperação judicial – o maior processo no Brasil dessa natureza, em toda a história<sup>445</sup>.

#### **II.6.6. Conclusão parcial**

Até aqui, a Capitalização foi analisada narrativamente, com base nos documentos e informações a ela relativas divulgadas pela Oi. Ao comparar-se o laudo de avaliação do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* com as demonstrações financeiras auditadas da PT Tel, observou-se indícios de que o patrimônio capitalizado teria sido sobreavaliado. Não obstante, o conselho de administração da Oi atribuiu-lhe um valor próximo do máximo estimado pelo avaliador, em uma decisão baseada na conveniência negocial dos controladores; e os acionistas da companhia aprovaram o valor estipulado pelo conselho, com voto determinante do controlador.

Admitindo-se, com base no exposto até o momento, que a Capitalização teria configurado abuso do poder de controle, deve-se (i) estabelecer o momento em que abuso teria se consumado; (ii) definir a modalidade de abuso que teria sido praticada; e (iii) relacionar a conduta dos controladores da Oi aos elementos caracterizadores do abuso do poder de controle expostos na seção II.4.

Como apontam Berle e Means, é característico do controle avançar sobre a administração<sup>446</sup>, a ponto de o direito britânico e a doutrina preocuparem-se em estabelecer uma disciplina especial para os casos em que isso ocorre<sup>447</sup>.

Sendo assim, os controladores da Oi poderiam ter incorrido em abuso do poder de controle ao orientar os conselheiros de administração da companhia e atribuírem determinado valor ao Acervo PT Tel *Ex-Brasil*.

Essa não é uma hipótese fantasiosa. Os documentos definitivos da Operação foram assinados na mesma data em que o conselho de administração decidiu sobre o valor a ser atribuído ao patrimônio a ser capitalizado, o que poderia ser um indício de que os atos

---

444 Em 2 de outubro de 2013, o valor das ações preferenciais da Oi no fechamento do mercado era de R\$ 4,44 (conforme <<https://br.financas.yahoo.com>>, acesso em 8 de janeiro de 2017).

445 A. P. RAGAZZI, *Erros que fizeram a Oi...*

446 Vide fl. 27.

447 Vide subseção II.3.7 e fl. 107.



foram coordenados, sob direção dos controladores. A ata da reunião prévia à reunião do conselho de administração<sup>448</sup> seria um documento hábil a comprovar essa hipótese, mas infelizmente ela não é publicamente disponível.

Mas não é necessário comprovar que os conselheiros de administração da Oi agiram a mando dos controladores da companhia ao arbitrar o valor do Acervo PT Tel Ex-Brasil para poder responsabilizarem-se ditos controladores por abuso do poder de controle na Capitalização. Todos eles, por meio da Telemar, participaram decisivamente da assembleia geral da Oi realizada em de 27 de março de 2014, na qual foi ratificado o valor atribuído pelos conselheiros de administração da companhia ao Acervo PT Tel Ex-Brasil. Foi essa a ocasião do abuso.

No direito americano, é provável a conduta dos controladores da Oi fosse enquadrada como um caso de transação entre controladores e controlada<sup>449</sup>; e no direito britânico, que ela fosse submetida às regras aplicáveis a deliberações com efeitos sobre a sociedade. Mas – curiosamente – ela não se amolda perfeitamente a nenhuma das modalidades de abuso do poder de controle reconhecidas no Brasil.

O art. 117, § 1º, *c* classifica como abuso “promover [...] emissão de valores mobiliários [...] que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários [...] ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia”. Mas a Capitalização tinha uma finalidade legítima, que consistia em consolidar a integração da Oi com a PT Tel. Por essa mesma razão, não se aplica a alínea *h* do mesmo parágrafo<sup>450</sup>.

Aproxima-se mais da Capitalização o art. 1º, VIII da Instrução CVM n. 323, que dispõe ser modalidade de exercício abusivo do poder de controle “a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrazoadas, inclusive mediante a incorporação, sob qualquer modalidade, de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas [...]”. Poderia-se dizer que a Capitalização teve “proporções quantitativamente desarrazoadas” se fosse considerado que razoável seria fazê-la pelo real valor do Acervo

---

448 Lembre-se que o Acordo Telemar Geral dispõe que toda assembleia ou reunião do conselho seria precedida de uma reunião prévia (Cláusula 3.1).

449 Lembre-se que na subseção I.6.6 conclui-se que todos os participantes do Acordo Telemar Geral são controladores da Oi.

450 “São modalidades de exercício abusivo de poder: subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia”.

PT Tel *Ex-Brasil*, mas a expressão destacada, no contexto do citado dispositivo, parece ser sinônima de *exagerada*, desnecessariamente elevada – que não é o caso.

Vê-se que a sobreavaliação de patrimônio integralizado é uma conduta que tangencia modalidades reconhecidas de abuso do poder de controle, mas não se identifica plenamente com eles. O legislador e o regulador talvez não tenham se preocupado em enquadrá-la como um caso de abuso do poder de controle devido ao disposto no art. 8º, § 6º da Lei das S.A., que impõe ao avaliador e ao subscritor (titular do ativos avaliados) a responsabilidade pela avaliação<sup>451</sup>.

Todavia, aplicar somente o art. 8º, § 6º à sobreavaliação de ativos integralizados isentaria acionistas que eventualmente estejam mancomunados com o subscritor de qualquer responsabilidade. E para caracterizar essa conduta como abuso do poder de controle, basta resgatar o conceito de *excesso* no exercício de direito, que consiste na persecução de fins legítimos através de meios que interfiram mais do que o necessário na *esfera jurídica alheia*<sup>452</sup>.

O fato de a Capitalização caracterizar um excesso, nos termos logo acima expostos, é suficiente para concluir-se que ela é contrária aos interesses da companhia (não se imagina como poderia ser do interesse de alguém adquirir um bem por preço superior a seu valor) e viola o dever de lealdade dos controladores – cuja essência segundo, Wiedemann, é o princípio da proporcionalidade<sup>453</sup>. Quanto à conclusão relativa à violação ao dever de lealdade, é possível ainda partir-se de outra sempre lembrada definição – “servir à companhia, e não servir-se dela”<sup>454</sup> – para chegar-se ao mesmo resultado, na medida em que o preço atribuído ao Acervo PT Tel *Ex-Brasil* proporcionou ganhos aos controladores da Oi, às custas da companhia e dos acionistas minoritários.

Não obstante o exposto, não há prova de que a conduta dos controladores da Oi tenha sido dolosa: não há nenhum elemento que demonstre, para além da dúvida razoável, **(i)** que eles *sabiam* que o valor atribuído ao Acervo PT Tel *Ex-Brasil* era excessivo e

---

451 Art. 8º. A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número. [...] § 6º. Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido.

452 Vide fl. 93.

453 Vide fl. 105.

454 P. F. C. S. de TOLEDO, *O conselho de administração...*, pp. 57-58.

(ii) que seu intuito com a Capitalização era obter uma vantagem às custas da companhia e seus demais acionistas.

Mas há elementos suficientes para demonstrar que os controladores da Oi deveriam sabê-lo, e incorreram em culpa grave ao ignorar os sinais de que dispunham.

Afirmou-se acima que somente uma culpa qualificada<sup>455</sup> permitiria a responsabilização dos controladores. O critério para verificação de uma tal culpa, tanto em *DeBaun v. First Western Bank*, quanto no PAS CVM n. RJ2012/1131, seria a existência de indícios, conhecidos dos controladores, que exigissem um comportamento mais diligente de sua parte.

No caso da Capitalização, o indício necessário está na forma como foi precificado o Acervo PT Tel Ex-Brasil. Conforme exposto na subseção II.6.4, o laudo de avaliação desse patrimônio atribuiu-lhe um valor de R\$ 5,296 bilhões a R\$ 5,854 bilhões. Especificar o valor do Acervo PT Tel Ex-Brasil dentro da margem deixada pelo avaliador, de quase 10% do valor total do patrimônio avaliado, foi uma tarefa deixada para o conselho de administração da Oi.

Um homem de negócios prudente buscaria elementos objetivos para tomar essa decisão. Mas a única razão invocada pelo conselho de administração da Oi para atribuir ao Acervo PT Tel Ex-Brasil o valor de € 1,75 bilhão (ou R\$ 5,709 bilhão, utilizando-se a mesma taxa de câmbio utilizada no laudo) foi o fato de ele atender ao “valor mínimo previsto no Memorando de Entendimentos celebrado em 1º de outubro”<sup>456</sup>.

Qualquer pessoa que examinasse o laudo com atenção concluiria que não era razoável atribuir ao Acervo PT Tel Ex-Brasil um valor próximo ao teto arbitrado pelo avaliador, pelas razões expostas nas fls. 135 e ss. A falta de qualquer fundamento objetivo para a decisão do conselho de administração da Oi, aliada aos elementos constantes do próprio laudo que recomendavam uma precificação mais conservadora, seriam suficientes para alertar um homem de negócios prudente e organizado de que havia ali algo que requeria sua atenção.

Conclui-se, assim, que havia indícios suficientes para alertar os controladores da Oi de que maior zelo de sua parte era necessário no que dizia respeito à avaliação do Acervo PT Tel Ex-Brasil. Todavia, como a sobreprecificação de tal patrimônio lhes era relativamente indiferente (pois a perda correspondente estava devidamente equalizada em

---

455 Vide fl. 105.

456 OI, *ARCA de 19.02.2014*.

virtude do recebimento de um prêmio de controle), eles ignoraram tais sinais e aprovaram o valor arbitrado pelos conselheiros. Sua culpabilidade, assim, supera os parâmetros mínimos necessários para sua responsabilização.

### **II.6.7. Capitalização: análise econômica**

Uma vez examinada a Capitalização à luz de conceitos jurídicos, propõe-se fazer o mesmo à luz de conceitos econômico-financeiros, como forma de enriquecer-se a análise e submeter as conclusões a verificação.

Para fins de concisão, ao longo desta subseção tratar-se-á a hipótese de que Capitalização teria configurado abuso do poder de controle tão somente por “**Hipótese**”.

Conforme exposto na seção II.5, Atanasov, Black e Ciccotello propõem a identificação dos benefícios privados do controle a partir de 8 indicativos: margem bruta, margem operacional, *turnover* (receita bruta/ativo), *ROA*, *EBITDA/Ativo*, *Tobin's Q* e a razão entre o valor de mercado das ações e o lucro por elas apropriado (“**Preço/Lucro**”).

Infelizmente *Tobin's Q* e Preço/Lucro são mais úteis em pesquisas que visam a comparar uma companhia com outras do mesmo setor (como fazem Atanasov, Black e Ciccotello) do que em pesquisas como esta, que visam a compreender os efeitos de um evento sobre a companhia.

No numerador desses indicativos encontra-se o valor de mercado das ações, enquanto no denominador há índices econômico-financeiros. Enquanto aquele muda constantemente, os índices econômico-financeiros só são atualizados trimestralmente. Assim, qualquer tentativa de verificar, ao longo de um determinado trimestre, alterações no *Tobin's Q* ou na razão entre valor de mercado das ações e retorno, acabará por verificar apenas variações no valor das ações. E se for utilizado para o cálculo o valor das ações na data da divulgação das informações trimestrais (“**ITR**”), verificar-se-á o efeito do próprio ITR sobre aquele valor, pois os eventos ocorridos ao longo do trimestre já terão sido precificados, logo após sua ocorrência.

Assim, nas análises abaixo focou-se os índices econômico-financeiros, que foram calculados a partir das ITR e demonstrações financeiras padronizadas (“**DFP**”) da Oi. Para fins comparativos, foram calculados também os índices de Telefônica Brasil S.A. (“**Vivo**”) e TIM Participações S.A. (“**TIM**”). No caso da Vivo, foi necessário consultar também os

*press releases* de informações trimestrais, em virtude da forma pela qual companhia divulga suas informações.

Os índices e comentários encontrados nesta subseção baseiam-se exclusivamente nos ITR e DFP da Oi, Vivo e TIM (e nos *press releases*, no caso da Vivo)<sup>457</sup>. Para o cálculo das razões que envolvem o valor do ativo, utilizou-se a média desta rubrica no período considerado<sup>458</sup>, em vista das frequentes mutações que ela sofre. Nos demais casos utilizou-se números expressamente constantes da fonte, sem qualquer manipulação.

Consideraram-se os trimestres encerrados entre 30 de setembro de 2013 (imediatamente antes da Operação ser divulgada, portanto) e 30 de junho de 2015. Optou-se por considerar um período pós-Operação relativamente longo para observarem-se seus efeitos em um horizonte mais amplo.

Abaixo apresentam-se gráficos para os índices considerados. Os números relevantes encontram-se no Anexo II.

Identificar-se-ão os intervalos trimestrais analisados como de praxe no setor – indicando-se o numeral ordinal do trimestre (sem, no entanto, o sinal indicativo do ordinal), seguido da letra “T” e do ano abreviado (no caso, 13, 14 ou 15).

Lembre-se que a Operação foi anunciada em 02.10.2013 (início do 4º trimestre de 2013), e a Capitalização encerrou-se em 06.05.2014 (em meio ao 2º trimestre de 2014). Para a análise dos dados é imprescindível relatar ainda dois eventos posteriores à Capitalização, mas estreitamente vinculados a ela<sup>459</sup>.

(i) Em 16 de setembro de 2014 (ainda no 3º trimestre, portanto) o conselho de administração da Oi decidiu que a Africatel (“**Negócios Africanos**”) seria colocada à venda. Essa companhia correspondia a 12,94% do faturamento das empresas componentes do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*. Embora a venda dos Negócios Africanos não tenha se

---

457 Portanto, exceto quando expressamente indicado em contrário, as fontes de *todo* o exposto nesta seção são: (i) <<http://www.cvm.gov.br>>; (ii) <<http://ri.oi.com.br>>; (iii) <<http://telefonica.mediatgroup.com.br>>; e (iv) <<http://ri.tim.com.br>>.

458 Ou seja, a soma aritmética dos valores no fim do período anterior e no fim do período considerado, dividida por dois.

459 Não se identificou qualquer efeito do investimento feito pela PT Portugal e Portugal Telecom International Finance B.V. em títulos de Rio Forte Investments S.A. sobre os resultados da Oi. Adicionalmente, esse investimento representava apenas 0,025% do ativo desta última companhia, e portanto não tinha um impacto relevante sobre tal rubrica. Por essas razões, considerou-se que as movimentações desse crédito nos 2ITR14 e 3ITR14 não seria relevante para a análise dos indicadores econômico-financeiros da Oi, embora negocialmente sua importância seja inequívoca, dado que sua descoberta foi um dos principais fatores a impedir que a Operação fosse consumada (conforme exposto na fl. 114).

concretizado, sua mera disponibilização para venda teve certos efeitos contábeis, como expor-se-á logo abaixo.

(ii) Por fim, em 9 de dezembro de 2014 a Oi divulgou publicamente que havia chegado a um acordo com o grupo europeu Altice para a venda da parcela do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* referente às atividades em Portugal e na Hungria (“**Negócios Europeus**”) – que, de acordo com o laudo de avaliação do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*, correspondiam a 86,30% do faturamento das empresas componentes de tal acervo. O negócio com a Altice foi concluído em 2 de junho de 2015.

Devido às operações e decisões descritas logo acima, a Oi teve de classificar contabilmente os Negócios Africanos como ativos mantidos para venda (a partir do 3T14), e os Negócios Europeus, como descontinuados (a partir do 4T14). De acordo com o sumário do Pronunciamento Técnico CPC 31, que trata desses casos, (i) ativos mantidos para a venda (e os passivos correspondentes) devem ser reclassificados dentro da conta de ativo (cessando a consolidação por equivalência patrimonial) e reavaliados conservadoramente, e sua depreciação deve cessar; e (ii) e as operações descontinuadas devem ser igualmente reclassificadas, e seus resultados devem ser apresentados separadamente na demonstração do resultado<sup>460</sup>.

#### II.6.7.A. MARGEM BRUTA

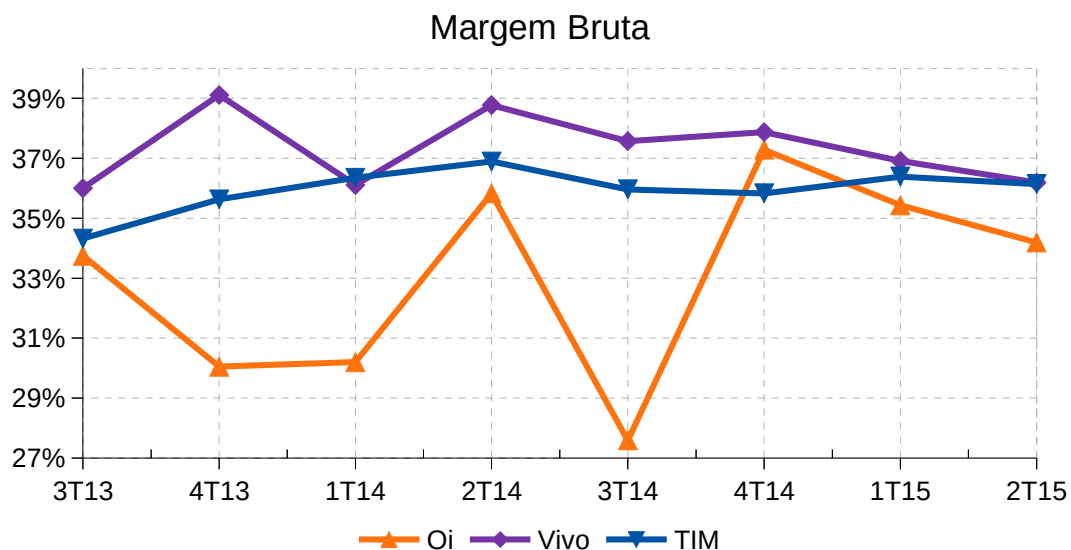
A margem bruta é a razão entre lucro bruto e receita bruta. Ela só é afetada por uma intromissão de ativos se os custos de operação de tais ativos forem proporcionalmente maiores que aqueles incorridos para a operação dos ativos pré-existentes. Despesas não fazem parte do cálculo.

Trata-se, portanto, de um índice bastante restritivo, que encerra poucos elementos. Por essa razão, a margem bruta tende a ser menos afetada pela intromissão de ativos que os demais índices econômicos-financeiros analisados abaixo, mais complexos.

Veja-se abaixo a evolução desse índice para Oi, Vivo e TIM no período considerado:

---

<sup>460</sup> *Sumário do CPC 31.*



A margem bruta da Oi inicia e termina o período relativamente próxima da de seus concorrentes, mas experimenta variações totalmente atípicas nos intervalos subsequentes à Capitalização. Ela melhora muito no 2T14, quando passam a ser consolidados os Negócios Africanos e Europeus, mas também depois destes últimos serem reclassificados – e cai a seu valor mínimo entre um momento e outro.

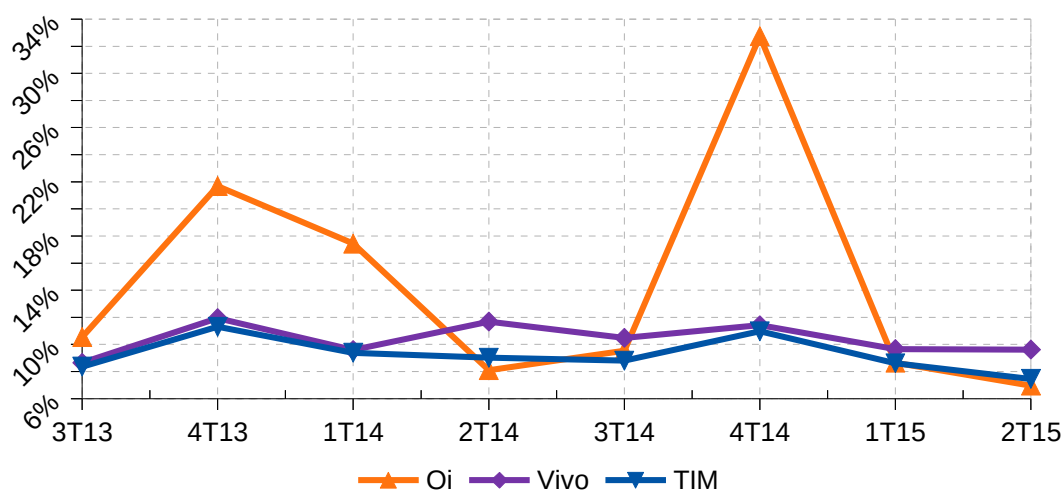
O gráfico destaca-se, assim, pela altíssima volatilidade que ilustra. E não é possível atribuir as variações nele observadas à Capitalização, até porque o índice sobe quando passam a ser consolidados os Negócios Europeus (parcela mais significativa do Acervo PT Tel Ex-Brasil) *e também quando eles deixam de sê-lo*. Dessa forma, as variações da margem bruta no período considerado devem ser atribuídas a fatores estranhos à Capitalização. Sua análise é, portanto, inconclusiva.

#### **II.6.7.B. MARGEM OPERACIONAL**

A margem operacional é a razão entre *EBIT* e receita bruta. Ao contrário da margem bruta, ela reflete o impacto das despesas, assim como depreciação e amortização, e por isso deveria cair de forma mais incisiva no caso de intromissão de ativos – especialmente devido ao efeito da sobrevalorização sobre a depreciação e amortização.

O gráfico abaixo mostra a evolução desse índice para Oi, Vivo e TIM no período considerado:

## Margem Operacional



Tal como a margem bruta, a margem operacional da Oi oscila muito durante o período considerado, sem correlação com as variações experimentadas por seus concorrentes (exceto no 2T15, quando, embora mais aguda, a queda da margem operacional da Oi não chega a destoar completamente das variações experimentadas por seus concorrentes).

Uma queda de 57,43% é observada no trimestre da Capitalização, mas ela é atribuível principalmente a uma redução significativa das receitas não recorrentes, devido ao recebimento de R\$ 1,3 bilhão em 31 de março de 2014 (ainda no 1T14, portanto) pela venda de certas torres de comunicação. Já no 4T14 as margens bruta e operacional seguem a mesma tendência, mas esta última sobe significativamente mais que aquela – justamente quando os Negócios Europeus passam a ter seus resultados segregados e cessa sua depreciação e amortização. Em 2015 a margem operacional da Oi volta ao patamar normal do mercado, e passa a evoluir em linha com a de seus concorrentes.

Os dados não confirmam a Hipótese, pois a queda da margem operacional no 2T14 não é vinculada à Capitalização, e o índice no 4T14 é excessivamente desviante para ser considerado um indício<sup>461</sup>.

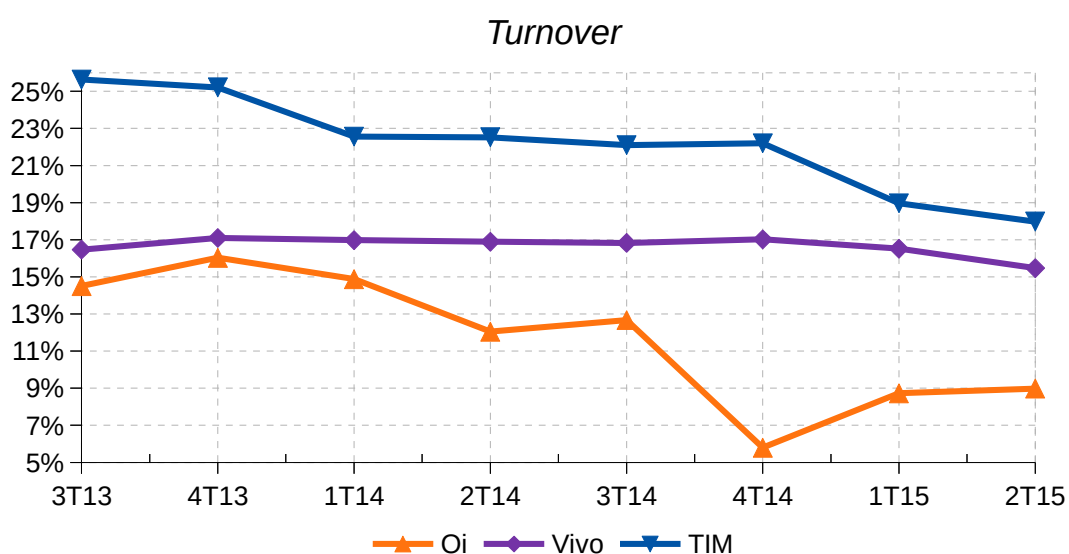
<sup>461</sup> Embora o aumento da margem operacional em taxa superior ao aumento da margem bruta no 4T14 seja condizente com a caracterização da Capitalização como uma intromissão de ativos, e portanto não exclua a hipótese.



### II.6.7.C. TURNOVER

*Turnover* é a razão entre receita bruta e ativo. Por ter o valor do ativo no denominador, este indicativo reflete de forma mais direta os efeitos da intromissão de ativos que os anteriores. Por outro lado, ele não considera a depreciação e amortização, nem despesas, e por isso espera-se que sua queda seja inferior ao do *EBIT/Ativo*, espelhando a relação entre margem bruta e margem operacional.

O gráfico abaixo mostra a evolução desse índice:



O índice cai 19,02% no trimestre da Capitalização<sup>462</sup>, e 51,19% no trimestre em que os Negócios Europeus são reclassificados – o que se explica pelo fato de eles continuarem no ativo, mas serem excluídos do resultado operacional<sup>463</sup>. Nos trimestres seguintes, ocorre uma recuperação (contrariando a tendência do mercado de telecomunicações), mas em patamar inferior, devido ao fato de o ativo continuar inflado (com a venda dos Negócios Europeus, diminuí o valor da rubrica *ativos mantidos para venda*, mas aumenta o caixa).

Observa-se ainda que o *turnover* da Oi é inferior ao de seus concorrentes durante todo o período considerado, e se descola completamente das referências justamente no período da Capitalização.

462 A queda das receitas não recorrentes, comentada na fl. 150, não é um fator neste caso, pois fica de fora do cálculo.

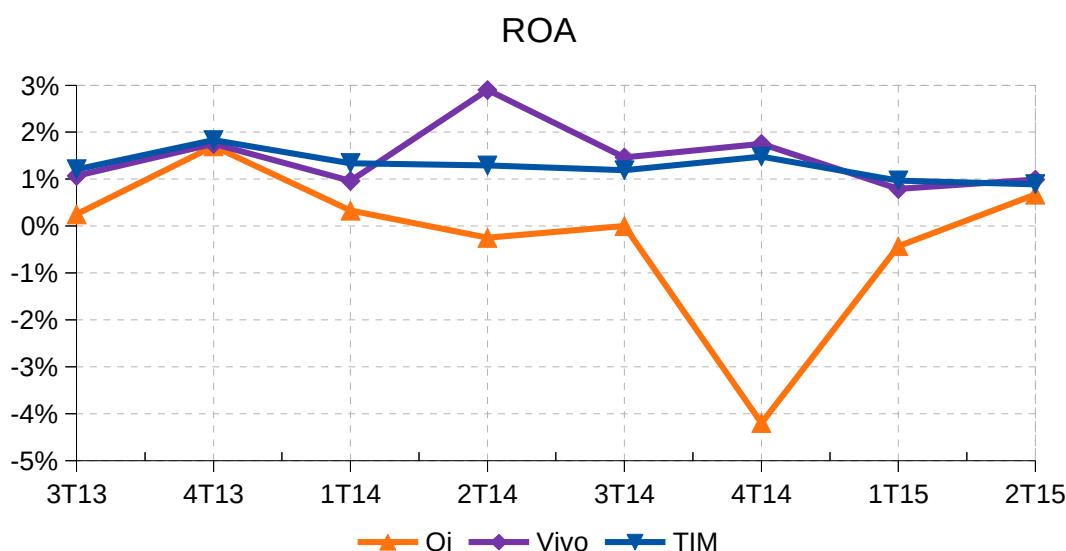
463 A reclassificação dos Negócios Africanos não afeta o *turnover*, pois eles continuam no ativo (embora em uma linha diferente), e seus resultados não são segregados.

Sendo assim, conclui-se que o gráfico suporta a Hipótese de que a Capitalização importou uma intromissão de ativos.

#### II.6.7.D. RETORNO SOBRE ATIVO (ROA)

O ROA é a razão entre lucro líquido e ativo. Assim como os demais indicadores que possuem o valor do ativo no denominador, espera-se que o ROA caia com uma intromissão de ativos.

O gráfico abaixo mostra a evolução desse índice para Oi, Vivo e TIM no período analisado:



Observa-se que a variação do ROA de Oi, Vivo e TIM é compatível na maioria dos intervalos observados

A primeira exceção é o 2T14, quando não se identifica qualquer tendência, e o ROA da Oi atinge seu menor patamar (comparativamente aos trimestres anteriores), o que se atribui à queda das receitas não recorrentes (comentada na alínea II.6.7.b).

A segunda é o 4T14, e a razão é a reclassificação do investimento nos Negócios Europeus, que resultou em uma perda contábil de R\$ 4,3 bilhões. Eliminado esse efeito, o ROA da Oi teria permanecido praticamente estável, em -0,083% – valor que não considera o resultado da PT Portugal no trimestre, e que portanto é provavelmente superior ao que seria efetivamente apurado, caso não houvesse ocorrido a reclassificação contábil dos Negócios Europeus (e, portanto, os resultados da PT Portugal *fossem* considerados).

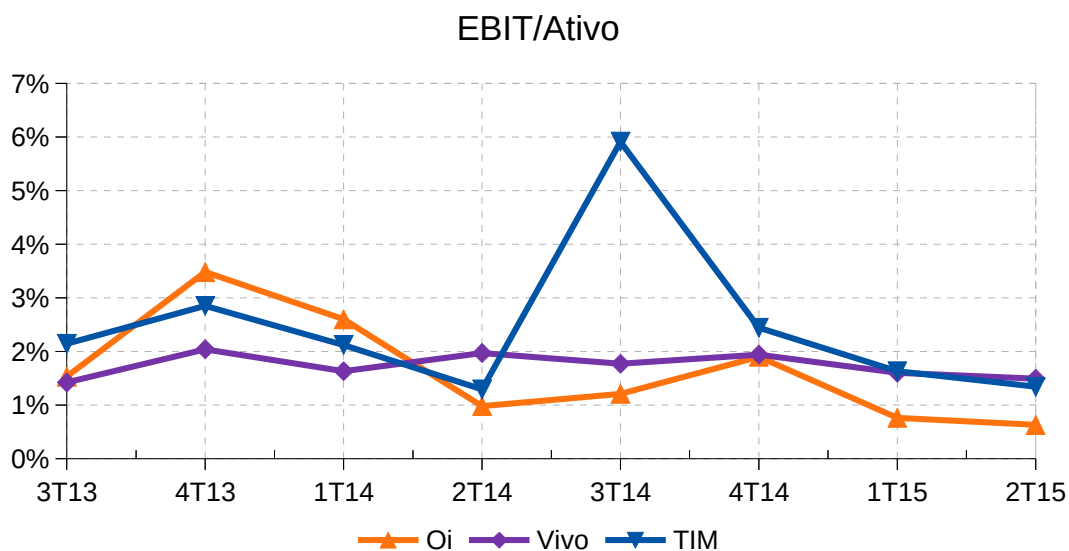
O crescimento no 2ITR15 também é relacionado à alienação do investimento nos Negócios Europeus, pois nesse período houve a reversão contábil de parte das perdas reconhecidas no 4T14.

Devido a esses *ruidos*, é difícil afirmar que a análise do *ROA* confirma ou nega a Hipótese. Por outro lado, ele é inferior ao de seus concorrentes em *todo* o período considerado – mesmo nos trimestres em que é positivamente impactado por eventos não recorrentes –, o que indica a intromissão de ativos, e, portanto, favorece a Hipótese.

#### II.6.7.E. EBIT/ATIVO

Um indicativo não considerado por Atanasov, Black e Ciccotello em *Unbundling and Measuring Tunneling* é o *EBIT/Ativo*. Mas esse é um indicativo particularmente interessante para a análise da Capitalização, pois considera a depreciação e amortização (ao contrário do *EBITDA*), e concomitantemente isola o resultado financeiro (ao contrário do *ROA*). Como um dos efeitos da intromissão de ativos é inflar a depreciação e amortização, ele é especialmente útil para verificar sua ocorrência.

Veja-se abaixo o gráfico com a evolução desse índice para a Oi, Vivo e TIM no período considerado:



Tal como a margem operacional (que também tem o *EBIT* no numerador), o *EBIT/Ativo* apresenta valores mais elevados no 4T13 e 1T14, devido a receitas não recorrentes. Mas enquanto a margem operacional cai 53,47% entre o 1T14 e o 2T14, o

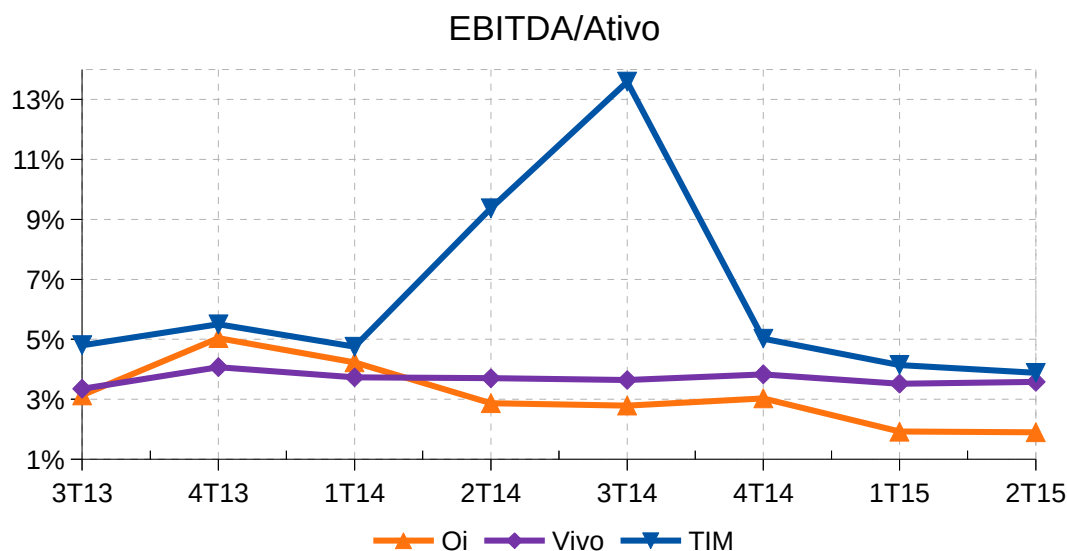
*EBIT/Ativo* cai 62,32% no mesmo intervalo, o que demonstra que os ativos aportados na Capitalização proporcionam um retorno operacional inferior aos ativos pré-existentes da Oi.

Também como a margem operacional, o *EBIT/Ativo* sobe no 4T14 – mas de forma muito mais discreta, o que revela o peso do ativo no cálculo. Nota-se ainda que depois da Capitalização o *EBIT/Ativo* da Oi passa a ser o menor entre as empresas de telecomunicações consideradas, um sinal de intromissão de ativos.

Tem-se, assim, que a Capitalização faz com que este índice caia (precipuaemente por conta do aumento desmesurado do ativo) e mantenha-se consistentemente abaixo daquele dos concorrentes da companhia. O comportamento do *EBIT/Ativo* da Oi, portanto, é consistente com a Hipótese.

#### II.6.7.F. *EBITDA/ATIVO*

O *EBITDA/Ativo* é essencialmente idêntico ao *EBIT/Ativo*, exceto pelo fato de que este último – ao contrário daquele – inclui no numerador o efeito da depreciação e amortização. Espera-se, assim, que ambos gráficos sejam bastante semelhantes, mas que o valor do *EBITDA/Ativo* varie mais brandamente.



Como esperado, o *EBITDA/Ativo* da Oi cai após a capitalização, mas em menor medida que o *EBIT/Ativo*, justamente porque o *EBITDA* não sofre os efeitos da

depreciação e amortização infladas. O índice também é pouco atingido pela reclassificação dos Negócios Europeus, pela mesma razão.

Comparando-se o *EBITDA/Ativo* da Oi com aquele de seus concorrentes, notam-se outros dois elementos relevantes: (i) o índice da Oi passa a ser consistentemente inferior ao de seus concorrentes após a Capitalização; e (ii) para Vivo e TIM, a diferença entre as variações de *EBIT/Ativo* e *EBITDA/Ativo* é inferior à da Oi, o que demonstra que para aquelas companhias o peso da depreciação e amortização é menor.

Pelo exposto, conclui-se que a análise do *EBITDA/Ativo* corrobora a Hipótese.

#### **II.6.7.G. CONCLUSÃO**

Por todo o exposto, conclui-se que a análise da Capitalização à luz do conceito de benefícios privados do controle e mediante emprego das técnicas preconizadas por Atanasov, Black e Ciccotello em *Unbundling and Measuring Tunneling* corroboram a Hipótese de que o Acervo PT Tel *Ex-Brasil* foi capitalizado pelo Oi por um valor que não condizia com o retorno que ele estava apto a proporcionar à companhia.

Os indicativos baseados em margens (margem bruta e margem operacional) não são conclusivo. No entanto, todos aqueles que incorporam o valor do ativo (um dado crucial, por ser afetado diretamente pela Capitalização) são compatíveis com a Hipótese, em maior ou menor medida.

Dentre esses, o *ROA* é aquele que fornece menor suporte a uma conclusão favorável à Hipótese: apenas o fato de que ele é inferior ao dos concorrentes da Oi após a Capitalização aponta nesse sentido. Mas isso pode ser atribuído ao fato de o *ROA* considerar os resultados financeiros: tanto a Capitalização (que incluiu um aporte de mais de R\$ 7 bilhões em dinheiro), quanto a alienação dos Negócios Europeus, aumentaram o caixa da companhia e contribuíram para a melhoria de tais resultados e a redução do impacto negativo do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*.

Já o *EBIT/Ativo*, que incorpora todas as rubricas afetadas diretamente pela Capitalização, é aquele que melhor ilustra seus efeitos, (i) caindo mais que a margem operacional no trimestre em que foi concluída a operação; (ii) subindo muito pouco no 4T14, quando a margem operacional alcançou níveis extraordinariamente elevados (e continuando inferior aos índices de Vivo e TIM, ao contrário da margem operacional); e

(iii) permanecendo deprimido após a alienação dos Negócios Europeus, o que demonstra que o valor do ativo da Oi continuava inflado.

Justapondo-se as conclusões obtidas através da análise narrativa (constantes das subseções II.6.1 a II.6.5) àquelas aqui alcançadas, vê-se que elas validam-se mutuamente. Assim, permite-se concluir que o preço do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* arbitrado pelo conselho de administração da Oi e ratificado por seus acionistas excedia seu valor para a companhia. Sendo assim, e considerando que (i) os controladores da Oi tinham razões para suspeitar da correção desse preço; (ii) que, não obstante, omitiram-se de tomar qualquer providência para verificá-la; e (iii) que com a Capitalização os controladores obtiveram ganhos às custas da companhia e de seus acionistas minoritários, conclui-se que eles incorreram nas condutas vedadas pelo art. 116 da Lei das S.A., e são responsáveis pelos danos por eles causados, na forma do art. 117 da mesma lei.

### III. AS NORMAS DO ART. 118, §§ 8º E 9º

Este capítulo examina os acordos de acionistas, cuja análise teórica foi objeto apenas da seção I.5 até aqui. O objetivo não é conceituá-los, classificá-los ou tratar das condições para sua validade ou eficácia, senão analisar um dos aspectos de sua disciplina: a vinculatividade dos acordos de voto e sua execução extrajudicial.

A Lei n. 10.303, de 2001, acrescentou ao art. 118 da Lei das S.A. os §§ 8º e 9º, que, explicitamente, **(i)** conferiram aos presidentes da assembleia geral e dos órgãos colegiados de deliberação da companhia a autoridade para rejeitar votos contrários aos acordos; **(ii)** permitiram ao acordante prejudicado pela ausência ou omissão de outro acordante (à assembleia, reunião ou deliberação pertinente) votar com as ações deste – regra estendida, *mutatis mutandis*, aos administradores eleitos nos termos do acordo.

Esta adição visou a “solucionar uma série de dúvidas e problemas hoje existentes acerca da eficácia [...] do acordo de acionistas, bem como sobre sua execução em caso de descumprimento”<sup>464</sup>.

De fato, antes do advento da Lei n. 10.303 havia certa controvérsia quanto à vigência das regras explicitadas nos §§ 8º e 9º do art. 118, em especial quanto aos poderes da mesa da assembleia em face do acordo. A título de exemplo, Guerreiro entendia que o presidente e secretário da assembleia deveriam respeitar os acordos, rejeitando os votos que o contrariassem<sup>465</sup>, enquanto Barbi Filho pensava de forma diametralmente oposta<sup>466</sup>.

Essa incerteza remetia os acordantes à execução específica do acordo pela via judicial<sup>467</sup>. Mas essa opção há muito não inspira confiança nos jurisdicionados, e no caso dos acordos de voto é especialmente limitada: qualquer decisão aplicar-se-á apenas ao caso *sub judice*, e o acordante estará livre para descumprir o acordo na próxima deliberação<sup>468</sup>.

---

464 *Relatório do Deputado Emerson Kapaz à CFT*, fl. 17.705.

465 “à mesa diretora dos trabalhos da assembleia não se permite ignorar o acordo e, conseqüentemente, não se lhe faculta computar votos que flagrantemente contrariam o avençado” (J. A. T. GUERREIRO, *Execução específica...*, p. 64).

466 “Se, em uma assembleia, os signatários estão em desacordo com relação ao cumprimento dos termos da convenção de voto, não pode a mesa tomar nenhuma posição a respeito” (C. BARBI FILHO, *Acordo de acionistas...*, p. 173).

467 As expressões “judicialização”, “submissão ao judiciário”, “recorrer aos tribunais”, etc., quando usadas neste trabalho, não deve ser entendida como excludente da possibilidade de arbitragem, quando aplicável.

468 “a força da coisa julgada, no processo de execução específica, atém-se episodicamente (no caso de exercício irregular do direito de voto) às deliberações de uma única assembleia, do que decorre a possibilidade de o acionista faltoso reiterar o descumprimento do acordo em assembleia seguinte, desencadeando embora, com esse procedimento, novo processo de execução específica, cujo resultado final, entretanto, poderá, igualmente, ter efeitos tardios” (J. A. T. GUERREIRO, *Execução específica...*, pp. 48-49.).

Os programas de privatização implementados na década de 1990 pelo governo brasileiro deram maior visibilidade ao problema. Muitas companhias tiveram seu controle adquirido por verdadeiros consórcios de investidores, que formavam um bloco de controle internamente fragmentado, o que por sua vez se resultava em uma administração fragmentada<sup>469</sup>. Na medida em que mais companhias de grande porte passaram a estar expostas aos riscos atrelados à execução dos acordos de acionistas, o legislador despertou para o problema.

A solução encontrada provoca debates desde seu nascimento<sup>470</sup>, e será objeto de exame neste capítulo.

### III.1. Efeitos

Os §§ 8º e 9º são frequentemente analisados em conjunto. Mas isso não é inerente a sua estrutura; cada um deles contém uma regra perfeitamente compreensível e aplicável por si só. É a interpretação conjunta deles que exige certo esforço argumentativo – e não o contrário.

O § 8º dispõe que “o presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado”.

Cabe ao presidente do conclave, portanto, verificar se o voto é contrário ao acordo e, se o for, desconsiderá-lo<sup>471</sup>. Mas isso nem sempre será tarefa fácil. O acordo (ou o que ele exige em uma determinada deliberação) pode não ser claro, suscitando disputas entre os acordantes.

---

469 “A partir da execução da política de alienação, pelo Estado, do controle de sociedades de economia mista, difundiu-se entre nós a formação de grupos controladores referidos como “de controle compartilhado”, em que a escolha dos membros do Conselho de Administração e/ou da Diretoria da companhia não é decidida por maioria de votos nas reuniões prévias, mas cada membro do acordo tem o poder de indicar um ou mais dos administradores que serão eleitos pelo grupo controlador, e as partes do acordo se obrigam a exercer o direito de voto respeitando esse direito de cada membro. Nesse tipo de acordo, deixa de existir a unidade de comando dos administradores eleitos pelo grupo, que é assegurada quando todos são escolhidos por maioria de votos, pois cada membro do grupo passa a exercer – de fato – poder sobre os administradores por ele escolhidos” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., p. 463).

470 Vide os artigos de Paulo Cezar Aragão e Paulo Fernando Campos Salles de Toledo em J. LOBO, *Reforma da lei...*, uma das primeiras obras a abordar compreensivamente a Lei n. 10.303.

471 “os votos contrários à convenção não poderão ser computados, ficando o presidente da assembléia-geral responsável por verificar a conformidade entre o voto manifestado na assembléia-geral e o que havia sido preestabelecido no acordo de acionistas” (N. L. EIZIRIK, *Interpretação dos §§ 8º e 9º...*, p. 159).



Barbi Filho, em artigo publicado antes do advento da Lei n. 10.303 e contendo propostas para a melhoria do art. 118, anteviu o problema. Em comentário *de lege ferenda*, o autor propôs que nesses casos o presidente da assembleia suspenda a reunião e remeta as partes ao judiciário para a solução da controvérsia<sup>472</sup>. Essa é uma solução insatisfatória, pior que ignorar o acordo e computar todos os votos proferidos, pois paralisa a vida da sociedade, trazendo o conflito para seu seio e prejudicando a empresa.

Entende-se, assim, que o presidente não pode abster-se de decidir a questão, sob pena de causar severos prejuízos à companhia. Na prática, isso lhe confere um poder significativo; ele passa a controlar o voto dos acordantes, decidindo quais serão e quais não serão computados<sup>473</sup>.

Preocupados com o risco de que essa prerrogativa seja utilizada de forma arbitrária, Paulo Aragão e José Alexandre Guerreiro afirmam que o presidente deveria desconsiderar o voto quando lhe parecer claro<sup>474</sup> ou for flagrante<sup>475</sup> que ele viola o acordo. As soluções propostas são imperfeitas por manterem a decisão nas mãos do presidente. Mas a formulação de uma hipótese fática objetiva e de fácil verificação, como aquela proposta por Barbi Filho (existência de conflito entre os acordantes), parece pouco eficaz, já que dificilmente o presidente será chamado a tomar uma decisão se não houver conflito. A solução parecer mesmo ser o estabelecimento de um critério para balizar sua decisão, e a sujeitá-la ao controle do poder judiciário. Partindo-se dessa premissa, a proposta de Aragão e Guerreiro passa a parecer palatável.

Constatado que um voto contraria o acordo aplicável, a consequência é sua ineficácia – e não sua invalidade ou anulabilidade. Ainda antes do advento da Lei n. 10.303, Guerreiro defendia este entendimento, mencionando que o inadimplemento de

472 “Durante as assembleias-gerais, o presidente da mesa deverá suspender as deliberações em que haja controvérsia entre os signatários de acordo de acionistas arquivado na companhia, ficando seu ato e o próprio cumprimento do acordo sujeitos a controle jurisdicional, a ser promovido pelos interessados” (C. BARBI FILHO, *Acordo de acionistas: panorama...*, p. 59.).

473 Paulo de Toledo, referindo-se especificamente aos efeitos dos acordos sobre o conselho de administração, afirma o seguinte: “Pela nova regra, introduzida pelo § 8º do art. 118 da LSA, o presidente do conselho de administração passa a ter o poder de desconsiderar “o voto proferido com infração a acordo de acionistas devidamente arquivado”. O dispositivo contraria as modernas conquistas de governança corporativa, e confere ao *chairman* — normalmente eleito pelo controlador, quando não se tratar do próprio — o poder de controlar o órgão, na medida em que impõe aos conselheiros o dever de votar num determinado sentido, sob pena de não ser computado o voto” (P. F. C. S. de TOLEDO, *Modificações introduzidas na lei...*, p. 427.).

474 “o presidente da assembleia geral pode deixar de computar o voto do acionista A na eleição do conselheiro, *se ao mesmo presidente parecer claro* pelos termos contratados que o acionista A deveria votar em B (ou no candidato indicado por B) e não em C ou mesmo nele próprio A” (P. C. ARAGÃO, *A disciplina do acordo...*, p. 373.).

475 Vide trecho citado na nota de rodapé n. 465.

um contrato não é causa de nulidade, e nem mesmo de anulabilidade<sup>476</sup>, e no mesmo sentido opina Erasmo Valladão França<sup>477</sup>.

É a partir da constatação da ineficácia do voto contrário ao acordo que se constrói a ponte entre os §§ 8º e 9º do art. 118. De acordo com Guerreiro, o voto ineficaz equipara-se ao voto não proferido, por serem ambos incapazes de produzir efeitos jurídicos<sup>478</sup>. E se voto não houve, cabe a aplicação do § 9º, podendo outro acordante exercê-lo.

É importante notar que o raciocínio tem dois momentos. Desconsiderar um voto e permitir que alguém que não seu titular o exerça são duas medidas diferentes<sup>479</sup>. Os §§ 8º e 9º são perfeitamente inteligíveis e aplicáveis individualmente, e seria igualmente possível argumentar que cada um deles se aplica a uma situação diferente: o § 8º, aos casos em que o acordante comparece à assembleia ou reunião e vota contrariamente ao acordo; e o § 9º, aos casos em que ele não comparece, ou, tendo comparecido, opta pela abstenção.

Embora esse entendimento *dissociativo* seja mais consentâneo com a redação dos *supra* referidos dispositivos, ele se baseia em uma distinção pouco convincente, e pode beneficiar o acordante inadimplente.

Aquele que se obriga a exercer o voto em um determinado sentido viola o acordo tanto ao não exercer o voto, quanto ao votar em sentido contrário ao que se obrigara<sup>480</sup>. Não há razão para tratar o inadimplemento comissivo de forma diferente do inadimplemento omissivo.

E de fato a diferença entre as soluções previstas nos §§ 8º e 9º é relevante. O voto não computado em virtude da aplicação do § 8º deve ser desconsiderado para fins de

---

476 “Toda a construção doutrinária do acordo de acionistas, como convenção ou verdadeiro contrato, levamos, no caso em tela [i.e., inadimplemento do acordo de voto], a transferir o problema para o campo da ineficácia do negócio jurídico, ou, antes, para as consequências da declaração ineficaz. O voto discrepante não é, desenganadamente, inválido, posto que não o inquinam os vícios que induzem nulidade, nem, tampouco, as razões que determinam anulabilidade. Trata-se, ao contrário, de voto ineficaz” (J. A. T. GUERREIRO, *Execução específica...*, p. 67).

477 “o voto será ineficaz quando contrariar acordo de acionistas” (E. A. V. e N. FRANÇA, *Apontamentos sobre a invalidade...*, p. 89).

478 “Se a primeira manifestação de voto for reconhecida como ineficaz, deverá ser considerada, a nosso ver, como não emitida, em função da sua inaptidão a produzir efeitos jurídicos” (J. A. T. GUERREIRO, *Execução específica...*, p. 67.).

479 “há uma evidente diferença entre simplesmente não considerar o voto contrário ao acordo (ainda que, em certos casos, essa desconsideração possa ter efeitos no tocante ao quórum exigido por lei ou pelo estatuto para a adoção de certa deliberação) e, na terminologia processual, suprir a vontade do acionista que está — ao menos supostamente — descumprindo o acordo de acionistas, registrando o seu voto de modo diverso daquele manifestado” (P. C. ARAGÃO, *A disciplina do acordo...*, p. 371).

480 “O acionista infringe o acordo de acionistas, tanto votando afirmativamente em sentido contrário ao que se dispôs no pacto ou consoante o pacto, como votando em branco, quando tinha obrigação de votar no sentido pactuado” (C. A. DA S. LOBO, *§§ 113-121...*, p. 482).

apuração dos quóruns necessários para deliberação e aprovação. Com isso, pode-se inviabilizar a votação<sup>481</sup>, ou – talvez pior – fazer com que o acordante prejudicado pelo descumprimento do acordo saia derrotado. Carlos Lobo cria um exemplo para ilustrar o problema<sup>482</sup>, e o caso *Ringling Bros...*, de que se falará nas fls. 169 e ss. demonstra que essa não é uma preocupação fantasiosa, e que a mera desconsideração do voto permite a formação de conluíus entre acordantes e não acordantes para frustrar a eficácia do acordo.

A aplicação do § 9º evita esses problemas, e por isso Carlos Lobo defende que uma vez desconsiderado o voto contrário ao acordo, por aplicação do § 8º, deve-se permitir que o acionista prejudicado vote pelo faltoso<sup>483</sup>. Eizirik chega à mesma conclusão a partir de um argumento teleológico<sup>484</sup>.

O efeito prático mais claro da regra prevista no § 9º é suprir a necessidade do recurso ao judiciário para a execução do acordo de acionistas<sup>485</sup> – ou, mais precisamente, inverter esse ônus, imputando-o ao acordante reputado inadimplente. A decisão do presidente da assembleia ou reunião não sepulta a disputa entre os acordantes; a última palavra será sempre dos tribunais (desde que acionados, naturalmente)<sup>486</sup>.

---

481 Situação factível em uma *joint venture*, em que geralmente há poucos acionistas e quóruns de deliberação estatutários elevados.

482 “O parágrafo 8º do artigo 118 não resolve uma questão, esta sim, séria, que preocupou os intérpretes do artigo 118, antes do advento da Lei nº 10.303/2001. Se o voto excluído for relevante para se atingir a maioria deliberante ou o quorum de decisão, estará rejeitada ou não aprovada a decisão preconizada pelo acordo de acionistas? Por exemplo: sendo proferidos 1000 votos, dos quais 400 contra a aprovação de uma deliberação; as partes em acordo de acionistas arquivado totalizam os restantes 600 votos, dos quais 300 são proferidos pela aprovação da deliberação, cumprindo o disposto no acordo de acionistas; um dos acionistas, parte no acordo, com direito a 300 votos, o descumpre e vota contra a aprovação da deliberação. Consoante a letra do § 8º o presidente da Assembléia deve não computar o voto do acionista inadimplente, mas ainda assim a deliberação é rejeitada por 400 votos contra 300. Da mesma forma, a simples exclusão dos votos infratores pode resultar em que não seja atingido o quorum necessário para a aprovação da matéria” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., pp. 482–483).

483 “diante da omissão do § 8º, parece-nos caber a aplicação analógica do § 9º, para que, uma vez desconsiderado o voto do acionista faltoso, possa o acionista prejudicado suprir o voto excluído, votando pelo faltoso em consonância com o Acordo de Acionistas” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., pp. 482–483).

484 “considerando que os §§ 8º e 9º do art. 118 foram inseridos simultaneamente na Lei Societária e que tais dispositivos têm a mesma finalidade, parece evidente que a conclusão sobre a extensão do mandato conferido ao acionista para votar em nome do contratante inadimplente deve decorrer, necessariamente, da análise conjunta dos aludidos §§ 8º e 9º” (N. L. EIZIRIK, *Interpretação dos §§ 8º e 9º...*, p. 161).

485 “para impedir que, em tal situação, a parte prejudicada fosse obrigada a recorrer ao Poder Judiciário a fim de obter uma decisão que suprisse a vontade do outro acordante, o § 9º do art. 118 da Lei das S/A passou a dispor que [segue citação *ipsis litteris* do dispositivo]” (N. L. EIZIRIK, *Interpretação dos §§ 8º e 9º...*, p. 160).

486 “Se os §§ 8º ou 9º não forem aplicados, será o acionista prejudicado quem deverá propor a ação para anular a deliberação e obter a tutela jurisdicional específica cabível. Se os referidos dispositivos forem aplicados, a deliberação será tomada pelos votos que, a juízo do presidente do órgão, deveria o acionista tido como inadimplente proferir consoante o acordo de acionistas e caberá ao acionista tido como inadimplente intentar a medida judicial competente para fazer prevalecer o seu voto” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., p. 477). Vide também: “a norma legal em tela apenas promove uma inversão de

Por essa razão, não é de todo correta a observação de Carvalhosa, segundo quem os §§ 8 e 9º do art. 118 visam a impedir que disputas entre os acionistas prejudiquem a companhia<sup>487</sup>. Esses dispositivos não evitam que a sociedade se veja enredada em disputas judiciais entre acordantes sobre a validade ou eficácia de deliberações da assembleia ou outros órgãos colegiados. Pode-se mesmo dizer que eles fazem com que ela se embrenhe ainda mais na controvérsia, na medida em que um ato do presidente da assembleia ou reunião – frequentemente um diretor ou conselheiro, e sem dúvida um órgão da companhia – passa a ser parte dela.

### III.2. Natureza

Os efeitos práticos dos §§ 8º e 9º do art. 118 suscitam pouca controvérsia na doutrina, possivelmente por eles se valerem de uma linguagem ordinária, sem largo recurso a expressões técnicas. Talvez pela mesma razão, esses dispositivos suscitam dúvidas sobre a natureza jurídica dos institutos por eles criados.

Embora seja recomendável a aplicação conjunta dos §§ 8º e 9º, é preciso compreendê-los como dispositivos independentes, até porque subjetivamente distintos – enquanto o § 8º é dirigido ao presidente da assembleia ou reunião, o § 9º é dirigido aos próprios acordantes. Por essa razão tratar-se-á separadamente de cada um deles.

#### III.2.1. § 8º: *Múnus*

De acordo com Calixto Salomão Filho, o § 8º nada mais é do que uma especificação da regra segundo a qual a companhia deve respeitar os acordos arquivados em sua sede<sup>488</sup>. O mesmo entendimento era adotado por aqueles que defendiam, antes

---

papéis, visto que a parte prejudicada pelo descumprimento do acordo de voto em bloco, que anteriormente figuraria como autora na demanda para obter a execução específica do acordo, passou à condição de ré na eventual ação proposta pela parte inadimplente e que se considere prejudicada pela utilização da prerrogativa contida no § 9º do art. 118 da Lei Societária” (N. L. EIZIRIK, *Interpretação dos §§ 8º e 9º...*, p. 161).

487 “são eficazes os procedimentos previstos nos referidos §§ 8º e 9º do art. 118 da lei societária, que visam a impedir, em regime de autotutela, que o eventual dissídio entre os acordantes cause danos à companhia, que não é o foro apropriado para essas disputas” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, p. 226).

488 “O primeiro dispositivo (§ 8º) prevê a obrigação de não computar o voto proferido com infração a acordo de acionistas devidamente arquivado. Na verdade, bem observado, esse dispositivo nada mais é que a explicitação do disposto no § 1º do mesmo dispositivo, já vigente na lei anterior, segundo o qual a companhia deve respeitar os acordos de acionistas arquivados na sua sede” (C. SALOMÃO FILHO,

mesmo do advento da Lei n. 10.303 de 2001, que os presidentes da assembleia e conselho de administração deveriam rejeitar os votos contrários à convenção<sup>489</sup>.

Como leciona Leães, por vezes um contrato pode produzir efeitos indiretos sobre terceiros, para quem o negócio aparece como um fato a ser respeitado. Trata-se de um fenômeno normalmente ligado à *publicidade*<sup>490</sup>. No caso das companhias, a vinculatividade do acordo para a companhia depende do arquivamento daquele na sede desta – uma medida que, se não é de publicidade (pois não é dirigida ao *público*), visa a dar conhecimento do acordo à sociedade e aos demais acionistas.

Mas o que se exige da companhia é mais do que o respeito ao acordo como um fato. Qualquer terceiro que tenha conhecimento do acordo tem o dever de respeitá-lo<sup>491</sup>, abstendo-se de agir para frustrá-lo – é o que se conclui a partir da decisão tomada pelo Superior Tribunal de Justiça no célebre *Caso Zeca Pagodinho*<sup>492</sup>. O art. 118, § 8º, porém, impõe à companhia a obrigação de zelar pela aplicação do acordo, interpretando suas disposições – e, se necessário for, *arbitrando disputas* entre os acordantes.

Essa regra se assemelha ao art. 103 da Lei das S.A, que compõe a disciplina dos livros sociais. A companhia exerce uma função de registro público quanto aos livros de registro e transferência de ações e partes beneficiárias nominativas<sup>493</sup>. Tanto é assim que qualquer pessoa pode pedir certidões do conteúdo desses livros, sob certas condições<sup>494</sup>.

---

*Acordo de acionistas como instância...*, p. 117). A referência ao § 1º, que trata dos efeitos dos acordos perante terceiro, parece equivocada, pois é o *caput* do artigo a dispor que a companhia deve respeitar os acordos arquivados em sua sede.

489 Vide nota de rodapé n. 465 e fl. 157.

490 “um contrato pode também produzir efeitos indiretos, ou reflexos [...] em relação a terceiros, os quais, embora não sendo titulares de direitos e deveres quanto às prestações contratuais, vêm, não obstante o contrato ingressar em sua esfera jurídica própria como um “fato” que deve ser respeitado. A produção desses efeitos reflexos, em matéria obrigacional, liga-se ao regime da publicidade. A publicidade legal é a forma, concebida em lei, de comunicação presuntiva de fatos, de caráter não-receptício, isto é, *ad incertam personam*, ao público em geral” (L. G. P. de B. LEÃES, *Efeitos sobre terceiros...*, p. 126).

491 “Sucede que um contrato pode, também, produzir efeitos reflexos em relação a alguns terceiros, os quais, embora não sendo titulares de direitos e deveres quanto às prestações contratuais, vêm, não obstante, o contrato ingressar em sua esfera jurídica própria, como fato que deve ser respeitado” (F. K. COMPARATO, *Validade e eficácia...*, pp. 57-58).

492 Vide acórdão proferido pelo STJ no REsp n. 1.316.149/SP: “ainda que abstraída a questão da concorrência desleal, a ilicitude do ato praticado pela agência África poderia ser verificada sob a perspectiva do princípio da boa-fé objetiva, positivado no Código Civil de 2002 (artigos 113, 187 e 422), dele extraindo-se um dever geral imposto a toda a coletividade de manter uma postura ética, respeitando a relação contratual estabelecida entre dois contratantes. O violador desse dever tem sido denominado “terceiro ofensor” pela doutrina”.

493 “Os livros de registro de valores mobiliários têm caráter público, pois servem para constituir direitos reais e para conferir efeitos *erga omnes* a atos neles averbados” (C. A. da S. LOBO, § 224, p. 763).

494 Art. 100, § 1º da Lei das S.A.: A qualquer pessoa, desde que se destinem a defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários, serão dadas certidões dos assentamentos constantes dos livros [de Registro de Ações

No exercício de tal múnus público, cabe à companhia verificar a regularidade dos atos por ela registrados – é o que dispõe o art. 103<sup>495</sup>. Da mesma forma, o art. 118, § 8º impõe ao presidente da assembleia ou reunião de órgão colegiado, enquanto agente da companhia, o dever de verificar a regularidade do voto proferido, com relação aos acordos arquivados na própria sociedade. Trata-se sem dúvida de uma função *sui generis* – daí porque deduzi-la tão somente das regras gerais encontradas no *caput* do art. 118 ou seu § 1º parece equivocado.

Tem-se, assim, que a regra analisada consubstancia um efeito *perante a companhia* do acordo de acionistas sobre exercício do direito de voto – precisamente, um dever de zelar pelo cumprimento da convenção. Esse dever é pessoal, e não pode ser equiparado ao dever (imputável a terceiros em geral) de não agir para frustrar a aplicação do acordo.

### III.2.2. § 9º: Representação

Se a questão da natureza do § 8º é precipuamente acadêmica, despertando pouco interesse, o mesmo não se pode dizer do § 9º.

Parte da doutrina entende que este último dispositivo estabelece uma representação (ou mandato) legal<sup>496</sup>. Outros entendem que se trata de uma hipótese de autotutela<sup>497</sup>. E muitos dos que trataram do tema não conseguiram se definir entre uma e outra alternativa<sup>498</sup>.

---

Nominativas, Transferência de Ações Nominativas, Registro de Partes Beneficiárias Nominativas e Transferência de Partes Beneficiárias Nominativas] [...].

495 Art. 103 da Lei das S.A., *caput*: Cabe à companhia verificar a regularidade das transferências e da constituição de direitos ou ônus sobre os valores mobiliários de sua emissão [...].

496 Vide, p.e., o seguinte trecho da autoria de Paulo Aragão: “Para obviar tal dificuldade [i.e., o caso em que o acordante simplesmente não comparece à assembleia], admite o novo § 9º do art. 118 um caminho alternativo de execução direta, por assim dizer, das obrigações assumidas, mediante o exercício pela parte prejudicada — à qual se conferiu um mandato legal por assim dizer — do direito de voto próprio às ações de acionista ausente ou omissa para proferir voto contra ou a favor de deliberações determinadas, hipótese em que a abstenção não resultará em perda de efetividade do acordo. Vale o mesmo, *mutatis mutandis*, no caso de membro do conselho de administração, no tocante ao exercício do direito de voto, pelo conselheiro eleito” (*A disciplina do acordo...*, pp. 373-374).

497 “Essa autotutela criada pela lei (§ 9º do art. 118)” (M. CARVALHOSA, *Acordo de acionistas...*, p. 246); e “A faculdade, que a lei confere à parte prejudicada, de votar com as ações do acionista omissa, foi qualificada por Paulo Aragão como um “mandato legal” criado pela Lei nº 10.303/2001. CARVALHOSA, com melhores razões, entende tratar-se de um direito de auto-tutela, conferido pela lei à parte prejudicada em casos especiais, à semelhança do direito de retenção, legítima defesa, estado de necessidade etc.” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., p. 483).

498 (1) Jairo Saddi: “O acionista que se valer da prerrogativa do § 9º e votar com as ações do sócio inadimplente não responderá pelos prejuízos por esse suportados em decorrência do voto, assim, tratando-se de mandato legal, o mandante é responsável por todas as obrigações contraídas pelo mandatário – e demais manifestações de vontade – desde que o mandatário atue dentro dos poderes a

A questão tem efeitos práticos relevantes. Se há representação, o voto proferido por um acordante com as ações pertencentes a outro – ausente, omissa ou inadimplente – é um ato deste último, embora praticado por meio de representante. Se o caso é de autotutela, o voto é exercido pelo acordante prejudicado em nome próprio – ninguém argumentaria que o possuidor que tem a posse turbada, ao usar da força para mantê-la ou recuperá-la, age em nome ou em benefício daquele que agrediu a seu direito<sup>499</sup>.

Assim, no caso de representação, o acionista ausente, omissa ou faltante é responsável pelo voto proferido com suas ações<sup>500</sup>; já no caso de autotutela, ele é responsável apenas pelo descumprimento de suas obrigações contratuais.

É interessante “limpar o terreno” antes de entrar nessa questão, pois há uma confusão na teoria da representação. Muitos dos que a defendem referem-se a um *mandato legal*. Mas Pontes de Miranda esclarece que o mandato é um *contrato*<sup>501</sup>, que normalmente inclui a outorga de poderes de representação. Esta última consiste no ato de manifestar vontade, manifestar ou comunicar conhecimento ou sentimento, ou receber manifestação ou comunicação, por outrem<sup>502</sup>. Vê-se, assim, que mandato e representação não são indissociáveis – uma conclusão um tanto óbvia, haja vista a representação dos menores de 16 anos por seus responsáveis.

No caso do art. 118, § 9º não há mandato, porque na gênese do poder de representação nele previsto (admitindo-se, por hora, que de representação se trate) não se encontra um ato de vontade. Não existe a possibilidade de acionistas celebrarem um acordo

---

ele conferidos” (*Vinculação do voto...*, p. 666); e “Este procedimento [previsto no art. 118, § 9º], consoante a doutrina atual, corporifica uma espécie de autoexecução específica do acordo de acionistas. A autoexecução do acordo deve ser entendida como *uma forma de exercício de autotutela* dos direitos conferidos ao acionista em razão do pacto firmado” (*Vinculação do voto...*, p. 664); (2) Nelson Eizirik: “[...] Trata-se, conforme tem enfatizado a doutrina, de um *mandato legal*, conferido independentemente de expressa estipulação no acordo de acionistas” (*Interpretação dos §§ 8º e 9º...*, p. 158); e “A regra prevista no § 9º do art. 118 da Lei das S/A introduziu *uma hipótese excepcional de autotutela* legítima em nosso ordenamento jurídico” (*Interpretação dos §§ 8º e 9º...*, p. 160); e (3) Daniel do Patrocínio: “o conveniente do acordo que se sentir prejudicado em razão do inadimplemento da obrigação assumida pelo outro poderá, sem que seja necessário recorrer ao Judiciário (ou mesmo ao juízo arbitral), *promover a autotutela* específica da convenção, pelo procedimento previsto no novo § 9º do art. 118” (*Autotutela do acordo...*, p. 194); e “o novo § 9º cuida de uma espécie de voto por mandato, nas hipótese em que se verificar a inobservância do ajuste de voto anteriormente ajustado” (*Autotutela do acordo...*, p. 194).

499 O exemplo é uma hipótese clássica de autotutela, autorizada pelo art. 1.210, § 1º do Código Civil.

500 Jairo Saddi aponta essa consequência ao caracterizar o § 9º como um caso de mandato legal, conforme trecho transcrito na nota de rodapé n. 145.

501 “Mandato é *contrato* unilateral, ou bilateral, em que há prestação de serviços, ou de obra, e poder de representação ou outro poder” (F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPPriv*, v. XLIII, p. 62).

502 F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPPriv*, v. III, p. 310.

e não adquirirem, reciprocamente, os poderes de representação previstos no § 9º – justamente porque eles decorrem da lei.

Pela mesma razão, essa representação é irrevogável. Ela decorre da relação jurídica subjacente, e existe enquanto esta existir<sup>503</sup>.

A verdadeira disputa, assim, não é entre as teorias do *mandato* e da autotutela, mas entre aquelas da *representação legal* e autotutela. Examine-se primeiro esta segunda hipótese.

Recorrendo-se novamente a Pontes de Miranda, tem-se que a autotutela (ou justiça de mão própria) consiste na aplicação da regra jurídica pelo próprio interessado<sup>504</sup>. É o que se observa no *supra* citado art. 1.210, § 1º do Código Civil – o próprio possuidor incumbese de proteger sua posse, sem necessidade da intervenção de terceiros.

Mas não é o que ocorre nos casos de que se ocupa o § 9º do art. 118. Se um acordante comparecer à assembleia ou reunião e exercer seu voto contrariamente ao acordo, os demais nada poderão fazer, pois caberá ao presidente da assembleia ou reunião rejeitar ou não o voto do acionista faltante<sup>505</sup>. Nesse caso, não serão os próprios interessados, mas um terceiro, a quem a lei atribui esta função, que aplicará a norma jurídica.

Por essa razão, a teoria da representação parece ser a única capaz de explicar integralmente o § 9º do art. 118. Mas é necessário fazer uma ressalva quanto a suas consequências.

Afirmou-se acima que a adoção desse entendimento leva à responsabilização do acordante ausente, omissor ou faltante pelo voto proferido com suas ações<sup>506</sup>. No entanto, não se pode aplicar esse raciocínio aos administradores eleitos nos termos do acordo, por expressa disposição legal.

Como se verá na alínea III.4.3.b, os administradores eleitos nos termos de acordo de acionistas não se vinculam a seus termos. Sendo assim, se o administrador entender que

---

503 “O poder de representação é irrevogável se a irrevogabilidade resulta de relação jurídica subjacente” (F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPriv*, v. III, p. 394).

504 “A justiça de mão própria é a aplicação da regra jurídica pelo próprio interessado, quando aquele, que devia atender à incidência da regra jurídica, a ela não atendeu” (F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPriv*, v. II, p. 393).

505 Lembre-se do caso da Usiminas, em que o presidente da conselho de administração (que havia sido indicado para o cargo por um acordante) rejeitou os votos proferidos por certos conselheiros (que haviam sido indicados por outro acordante), muito embora tais votos estivessem em harmonia com o estipulado na convenção, por entender que eles eram contrários ao interesse da companhia (USIMINAS, ARCA de 25.09.2014).

506 Vide fl. 165.



deve votar no sentido exigido pela convenção levá-lo-ia a descumprir seus deveres fiduciários, ele deve agir de forma independente, votando como entender correto, cabendo ao presidente da reunião rejeitar seu voto (se entender que deve fazê-lo). E o art. 158, § 1º dispõe que “*exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral*”. Essa regra afasta expressamente as consequências da adoção da teoria da representação quanto aos administradores, desde que cumpridas as condições nele estabelecidas. A consequência é a instituição de algo análogo ao mandato sem representação, previsto na segunda parte do art. 663 do Código Civil<sup>507</sup>.

### **III.3. Notas de direito estrangeiro**

Determinados os efeitos das regras previstas nos §§ 8º e 9º do art. 118 e conferido-lhes o enquadramento jurídico correto, determina-se seu funcionamento em circunstâncias ordinárias. Com isso já se pode compará-los às regras do direito estrangeiro que tratam das mesmas matérias.

Essa comparação é interessante para obter-se uma referência ao analisarem-se os limites de aplicação de referidos dispositivos.

Tal como no capítulo II, servirão ao propósito comparativo os direitos estadunidense e britânico, começando-se por aquele.

#### ***III.3.1. Direito estadunidense***

O direito estadunidense reconhece os acordos de voto como meio legítimo de os acionistas unirem-se para obter o controle sobre uma companhia, desde que tais acordos não contrariem a lei, promovam fraude, opressão ou dano aos demais acionistas, ou tenham objeto ilícito<sup>508</sup>.

---

507 Sempre que o mandatário estipular negócios expressamente em nome do mandante, será este o único responsável; *ficará, porém, o mandatário pessoalmente obrigado, se agir no seu próprio nome, ainda que o negócio seja de conta do mandante.*

508 “It is not illegal or against public policy for two or more stockholders owning the majority of the shares of stock to unite upon a course of corporate policy or action, or upon the officers whom they will elect. [...] Shareholders have the right to combine their interests and voting powers to secure such control of the corporation and the adoption of and adhesion by it to a specific policy and course of business.

Curiosamente, naquele país os acordos de acionistas são considerados um tema afeito às companhias fechadas, como a consulta aos livros de direito societário locais atesta<sup>509</sup>. Para os tribunais, os acordos são uma forma de os acionistas minoritários de companhias fechadas protegerem-se contra a opressão da maioria na ausência de um mercado para suas ações<sup>510</sup>. Já a doutrina destaca que os acordos servem para garantir a liquidez das ações em companhias fechadas e permitir o planejamento sucessório<sup>511</sup>.

---

Agreements upon a sufficient consideration between them, of such intendment and effect, are valid and binding, if they do not contravene any express charter or statutory provision or contemplate any fraud, oppression or wrong against other stockholders or other illegal object” (*Manson v. Curtis...*). Em tradução livre: “Não é ilegal ou contrário à ordem pública que dois ou mais acionistas detentores da maioria das ações unam-se por uma orientação das ações ou política societária, ou pela eleição de diretores. [...] Acionistas têm o direito de combinar suas participações e direitos de voto para obter tal controle sobre a companhia, a adoção de uma política específica e orientação negocial e a adesão a elas. Acordos com tal intenção e efeito, e dotados de suficiente sinalagma, são válidos e vinculantes, desde que não contrariem regulação expressa ou previsão legal, promovam fraude, opressão ou dano aos demais acionistas ou tenham objeto ilícito”.

509 Por todos, vide R. C. CLARK, *Corporate...*

510 “it should be recognized that shareholder agreements similar to that in question here are often, as a practical consideration, quite necessary for the protection of those financially interested in the close corporation. While the shareholder of a public-issue corporation may readily sell his shares on the open market should management fail to use, in his opinion, sound business judgment, his counterpart of the close corporation often has a large total of his entire capital invested in the business and has no ready market for his shares should he desire to sell. He feels, understandably, that he is more than a mere investor and that his voice should be heard concerning all corporate activity. Without a shareholder agreement, specifically enforceable by the courts, insuring him a modicum of control, a large minority shareholder might find himself at the mercy of an oppressive or unknowledgeable majority. Moreover, as in the case at bar, the shareholders of a close corporation are often also the directors and officers thereof. With substantial shareholding interests abiding in each member of the board of directors, it is often quite impossible to secure, as in the large public-issue corporation, independent board judgment free from personal motivations concerning corporate policy” (*Galler v. Galler...*). Em tradução livre: “deve-se reconhecer que acordos de acionistas similares àquele aqui em questão são frequentemente, por razões práticas, verdadeiramente necessários para a proteção daqueles com interesse financeiro na companhia fechada. Enquanto o acionista de uma companhia aberta pode vender prontamente suas ações no mercado caso a administração falhe (em sua opinião) em demonstrar um julgamento negocial sensato, sua contraparte na companhia fechada frequentemente possui uma parcela grande de seu capital total investido no negócio, e não possui um mercado disponível para suas ações, caso deseje vendê-las. Ele sente, compreensivelmente, que é mais que um mero investidor e que sua voz deveria ser ouvida em todas as atividades da companhia. Sem um acordo de acionistas, suscetível de execução específica pelos tribunais, garantindo-lhe um mínimo controle, um grande acionista minoritário pode ver-se à mercê de uma maioria opressiva ou incompreensível. Adicionalmente, como no caso em apreço, os acionistas de uma companhia fechada são também frequentemente seus *directors* e diretores. Quando cada um dos membros do *board of directors* possui uma participação societária relevante e permanente, com frequência é verdadeiramente impossível assegurar, tal como na grande companhia aberta, o julgamento independente do *board*, livre de motivações pessoais quanto à política societária”.

511 “In closely held corporations there is widespread use of shareholders’ agreements whenever there is more than one shareholder in the corporation. Important functions of shareholder agreements are they assure minority shareholders that (i) they will be able to dispose of their shares when they die, retire, or wish to leave the corporation, (ii) will have a voice in management, (iii) they will be entitled to a financial return from their investment, and (iv) they will have the benefits of estate planning” (HAMILTON, *Corporations*, p. 337). Em tradução livre: “São funções importantes dos acordos de acionistas garantir aos acionistas minoritários que eles (i) poderão dispor de suas ações quando morrerem, aposentarem-se

Tal como no Brasil, nos Estados Unidos os acordos de acionistas são suscetíveis de execução específica<sup>512</sup>. Mas um caso lembrado pela doutrina mostra que isso pode não ser suficiente se os tribunais assumirem uma postura formalista.

Em *Ringling Bros...* duas acionistas – Sras. *Ringling* e *Haley* – firmaram um acordo obrigando-se a votar em conjunto. Caso não houvesse consenso, a questão seria submetida a um árbitro (um certo Sr. *Loos*), cuja decisão seria vinculante para elas.

Em determinada ocasião, as acordantes não conseguiram chegar a consenso sobre a eleição dos *directors*. O árbitro foi chamado a intermediar o conflito, e determinou que ambas votassem no sentido de eleger a si, seus maridos e a um determinado terceiro (Sr. *Dunn*). Em assembleia, a Sra. *Ringling* cumpriu a decisão, mas a Sra. *Haley* (em aparente conluio com um terceiro acionista, o Sr. *North*), não.

O presidente da assembleia desconsiderou os votos proferidos pela Sra. *Haley* e computou os votos que ela deveria ter proferido, de acordo com a decisão do árbitro. Com isso, aplicou-se integralmente a decisão do Sr. *Loos*. A Sra. *Haley* não se conformou com isso, e insistiu na posse dos *directors* eleitos com os votos *efetivamente* proferidos por ela<sup>513</sup>.

O caso chama a atenção porque a atitude do presidente da assembleia foi aquela que se espera dos presidentes da assembleia e dos órgãos colegiados da companhia à luz dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A.

Mas a *Supreme Court of Delaware* não chancelou essa atitude, pois entendeu que o acordo não outorgava a qualquer das partes o direito de votar pela outra<sup>514</sup>. Em virtude de

---

ou desejarem sair da companhia; (ii) terão uma voz na administração; (iii) farão jus a um retorno financeiro sobre seu investimento; e (iv) terão os benefícios do planejamento sucessório.”

512 Nesse sentido, vide o trecho citado na nota de rodapé n. 510, assim como o caso *Clark v. Dodge...*

513 “The chairman ruled that the five candidates proposed by Mr. Loos, together with Messrs. Woods and North, were elected. The Haley-North group disputed this ruling insofar as it declared the election of Mr. Dunn; and insisted that Mr. Griffin, instead, had been elected” (*Ringling Bros...*). Em tradução livre: “O presidente decidiu que os cinco candidatos indicados pelo Sr. Loos, juntamente com os Srs. Woods e North, haviam sido eleitos. O grupo Haley-North contestou a decisão quanto à eleição do Sr. Dunn; e insistiu que o Sr. Griffin, ao contrário, é que havia sido eleito”

514 “The agreement does not describe the undertaking of each party with respect to a decision of the arbitrator other than to provide that it “shall be binding upon the parties”. It seems to us that this language, considered with relation to its context and the situations to which it is applicable, means that each party promised the other to exercise her own voting rights in accordance with the arbitrator's decision. The agreement is silent about any exercise of the voting rights of one party by the other” (*Ringling Bros...*). Em tradução livre: “O acordo não descreve a obrigação de cada parte com relação à decisão do árbitro para além de dispor que ela “será vinculante para as partes”. Parece-nos que esse texto, considerando em relação a seu contexto e outras situações nas quais é aplicável, significa que cada uma das partes prometeu à outra exercer seu próprio direito de voto de acordo com a decisão do árbitro. O acordo é silente quanto ao exercício do direito de voto de uma parte pela outra”.

fatores exógenos (os limites da lide e a participação de um terceiro de boa-fé na deliberação objeto de disputa<sup>515</sup>), a *Supreme Court of Delaware* recusou-se a invalidar a votação, e determinou que fossem tão somente desconsiderados os votos proferidos pela Sra. *Haley* em violação ao acordo<sup>516</sup>. O resultado prejudicou a Sra. *Ringling*, pois acabaram sendo eleitos dois *directors* indicados pelo Sr. *North*, em prejuízo da eleição do Sr. *Dunn* – exatamente como pretendia a Sra. *Haley*.

Note-se ainda que o presidente da assembleia da *Ringling Bros.* não estava legalmente obrigado a agir como agiu – de fato, pela decisão da *Supreme Court of Delaware* ele estaria proibido de fazê-lo. Essa insegurança, aliada à incerteza quanto a uma eventual decisão judicial (ilustrada pelo caso logo acima), recomenda que as partes de um acordo de acionistas adotem certas precauções se não quiserem ter o mesmo destino da Sra. *Ringling*. O instrumento que o direito estadunidense disponibiliza para isso é a outorga de uma procuração<sup>517</sup>.

Tradicionalmente entende-se que as procurações são livremente revogáveis, o que as torna muito frágeis para serem úteis no contexto de acordos de acionistas. Bastaria que o acordante que intentasse descumprir o acordo revogasse a procuração por ele outorgada pouco antes do início da assembleia e a “solução” tornar-se-ia inócua.

---

515 “Since no infirmity in Mr. North's voting has been demonstrated, his right to recognition of what he did at the meeting should be considered in granting any relief to Mrs. Ringling; for her rights arose under a contract to which Mr. North was not a party” (*Ringling Bros...*). Em tradução livre: “Considerando que nenhuma fragilidade no voto do Sr. North ficou demonstrada, seu direito ao reconhecimento do que fez em assembleia deve ser considerado ao prover-se em favor da Sra. Ringling, pois seus direitos decorrem de um contrato do qual o Sr. North não é parte”.

516 “we have concluded that the election should not be declared invalid, but that effect should be given to a rejection of the votes representing Mrs. Haley's shares. No other relief seems appropriate in this proceeding” (*Ringling Bros...*). Em tradução livre: “nós concluímos que a eleição não deveria ser declarada inválida, mas que deveria ser conferida eficácia à rejeição dos votos da Sra. Haley. Nenhum outro provimento parece apropriado neste procedimento”.

517 “A practical problem with voting agreements is the possible need to go to court to enforce them. If one minority shareholder decides not to comply with an agreement to vote in the same way as another minority shareholder, the inspector of elections may well regard this as a matter to be remedied between the stockholders themselves, and to count as valid whatever votes are submitted by the record holders of shares, unless a court order to the contrary is received. One possible way around this problem is for all the signers of the agreement to give a proxy to someone who will actually vote the shares in accordance with the agreement” (R. C. CLARK, *Corporate...*, p. 774–775). Em tradução livre: “Um problema prático com os acordos de voto é a possível necessidade de ir ao tribunal para executá-los. Se um acionista minoritário resolver não cumprir o acordo de votar no mesmo sentido que outro acionista minoritário, o presidente da mesa eleitoral pode muito bem considerar essa uma questão a ser resolvida entre os próprios acionistas, e computar como válidos quaisquer votos proferidos pelos proprietários das ações, exceto se receber uma ordem judicial em contrário. Um possível caminho para contornar esse problema é a outorga, por todos os signatários do acordo, de uma procuração a alguém que irá efetivamente votar em nome daqueles de acordo com o acordo”.

Para que se evite isso, faz-se necessária uma procuração irrevogável. E esses instrumentos são de fato muito comuns na prática societária estadunidense, principalmente em conexão com reestruturações e vendas de participações, como comprova uma rápida pesquisa no *site* da SEC<sup>518</sup>. Não raro, essas procurações nomeiam a própria companhia ou seus agentes (como os *directors* ou presidente do *board*) como mandatários<sup>519</sup>. O efeito é muito semelhante ao dos §§ 8º e 9º da Lei das S.A., na medida em que se outorga à própria companhia a prerrogativa de efetivar o disposto no instrumento principal.

Mas para que uma procuração seja irrevogável, ela precisa ser vinculada a um interesse – tal como as procurações em causa própria, de que trata o art. 685 do Código Civil. O § 212 do *Title 8* do *Delaware Code* (título dedicado às companhias) dispõe que um interesse “na companhia em geral” é suficiente para tornar uma procuração irrevogável, o que facilita sua outorga em conexão com acordos de acionistas<sup>520</sup>.

Essa regra foi aplicada em *Haft v Haft*. O Sr. *Herbert Haft* havia vendido suas ações em uma companhia a seu filho *Ronald*, recebendo deste uma procuração irrevogável para

---

518 Fonte: <<http://www.sec.gov>>.

519 Um exemplo de disposição dessa natureza, extraído do formulário 8-K de *Empire State Realty Trust Inc.*, arquivado em 23 de agosto de 2016: “(a) The Stockholder hereby irrevocably designates and appoints the Board as the Stockholder’s sole and exclusive attorney-in-fact and proxy, with full power of substitution and re-substitution, for and in the Stockholder’s name, to vote and exercise all voting and related rights (to the fullest extent the Stockholder is entitled to do so) with respect to the Excess Voting Securities in the same manner and proportion as the votes cast by the holders of Voting Securities other than the Stockholder, on any matter coming before the stockholders of the Company for a vote from time to time (whether at a meeting or by written consent). (b) The irrevocable proxy and power of attorney granted by the Stockholder pursuant to this Section 4.2 is intended to be and shall be irrevocable to the full extent permitted by the Maryland General Corporation Law and is coupled with an interest sufficient in law to support an irrevocable power” (Fonte: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em 14 de julho de 2016). Em tradução livre: “(a) Neste ato o Acionista irrevogavelmente nomeia e constitui o *Board* como único e exclusivo procurador e mandatário do Acionista, com plenos poderes para substabelecer e “ressubstabelecer”, pelo Acionista e em nome dele, para votar e exercer todos os direitos de voto e direitos e ele relacionados (na maior extensão em que o Acionista possa fazê-lo) em respeito às Ações Votantes Excedentes da mesma forma e na mesma proporção que os votos proferidos pelos detentores de Ações Votantes que não o Acionista, em qualquer matéria que seja oportunamente submetida à votação dos acionistas da Companhia (seja em assembleia, seja por escrito). (b) A procuração irrevogável e mandato outorgados pelo Acionista de acordo com esta Cláusula 4.2 pretende-se e será irrevogável na maior extensão permitida pela *Maryland General Corporation Law*, e é vinculada a um interesse juridicamente bastante para sustentar uma procuração irrevogável”. Essa procuração é vinculada à aquisição de uma participação societária.

520 “§ 212 Voting rights of stockholders; proxies; limitations. [...] (e) A duly executed proxy shall be irrevocable if it states that it is irrevocable and if, and only as long as, it is coupled with an interest sufficient in law to support an irrevocable power. A proxy may be made irrevocable regardless of whether the interest with which it is coupled is an interest in the stock itself or an interest in the corporation generally” (*Delaware Code, Title 8...*). Em tradução livre: “§ 212 Direitos de voto dos acionistas; procurações; limitações. [...] (e) Uma procuração devidamente firmada será irrevogável se assim dispuser e se for, e apenas enquanto for, vinculada a um interesse juridicamente bastante para sustentar uma procuração irrevogável. Uma procuração pode ser feita irrevogável seja o interesse ao qual é vinculada um interesse nas próprias ações ou um interesse na companhia em geral”.

exercer os direitos de voto decorrentes de tais ações. A *Court of Chancery of Delaware, New Castle* considerou válida a cláusula de irrevogabilidade<sup>521</sup>. Embora não se tenha notícia de nenhum julgamento referente a procurações irrevogáveis outorgadas no contexto de *pooling agreements*, tanto Clark<sup>522</sup> quanto Bainbridge<sup>523</sup> acreditam que elas seriam chanceladas pelos tribunais de *Delaware*, dada sua atual postura “liberal” sobre a matéria.

Vê-se, assim, que é facultado aos acionistas estadunidenses alcançar um resultado muito semelhante àquele decorrente da aplicação dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. – embora isso não decorra automaticamente da lei ou da *common law*. É possível também a execução específica dos acordos, embora isso possa resultar em soluções aquém ao ótimo (pelo menos da perspectiva da parte prejudicada pelo inadimplemento), como demonstra o caso *Ringling Bros*.

Mas tudo isso quanto ao voto do próprio acionista. Quando se trata de vincular o voto dos *directors*, o direito estadunidense é bem mais restritivo.

É um princípio fundamental do direito estadunidense que a companhia é administrada pelo *board of directors*. Em virtude disso, os tribunais são historicamente refratários à vinculação dos *directors* pelos acordos de acionistas<sup>524</sup>, reticência que foi apenas parcialmente superada.

---

521 *Haft v. Haft*.

522 “the traditional rule is that proxies given by shareholders can be revoked right up to the time of the shareholders' meeting. There is traditional exception, however, for “proxies coupled with an interest”, and some state corporation statutes, like that of Connecticut, make it quite clear that a proxy given in connection with a valid shareholders' voting agreement is an irrevocable proxy. The same result can be fairly implied under the laws of other states, such as that of Delaware” (R. C. CLARK, *Corporate...*, p. 774–775). Em tradução livre: “A regra tradicional é que procurações outorgadas por acionistas podem ser revogadas até a realização da assembleia. Há uma tradicional exceção, todavia, para “procurações vinculadas a um interesse”, e algumas leis societárias estaduais, tais como a do Connecticut, deixam bastante claro que uma procuração outorgada em conexão com um acordo de voto válido é uma procuração irrevogável. O mesmo resultado pode ser, com justiça, inferido sobre o direito de outros estados, tal como Delaware”.

523 “one suspects that Delaware courts would enforce an irrevocable proxy created in connection with such [a vote pooling] agreement” (S. BAINBRIDGE, *Corporate Law*, p. 522). Em tradução livre: “suspeita-se que os tribunais de *Delaware* aplicariam uma procuração irrevogável criada em conexão com um tal acordo [de voto]”.

524 “Private ordering affecting the directors' powers runs afoul of the foundational principle that the corporation is “managed by or under the direction of a board of directors.” This principle is so strongly enshrined in corporate law that courts originally were quite hostile to shareholder agreements purporting to limit the board's powers” (S. BAINBRIDGE, *Corporate Law...*, p. 494). Em tradução livre: “Regulação privada que afete os poderes dos *directors* contraria o princípio de que a companhia é “administrada por ou sob a direção do *board of directors*”. Esse princípio é tão intensamente integrado ao direito societário que os tribunais foram originalmente bastante hostis a acordos de acionistas que pretendessem limitar os poderes do *board*”.

Um dos primeiros casos a levantar esta questão foi *Manson v. Curtis*, citado logo na abertura desta subseção<sup>525</sup>. Em sua decisão, o tribunal afirmou a validade dos acordos de acionistas, mas considerou inválido aquele submetido a sua análise, pois dele resultaria a criação de um *board* estéril, o que seria contrário ao direito<sup>526</sup>.

Em essência, o acordo em questão estabelecia que uma de suas partes dirigiria discricionariamente a companhia, determinando inclusive o voto da outra em assembleia, e que os acordantes elegeriam conjuntamente seis dos sete membros do *board*. Esta última disposição foi considerada instrumental à primeira, pois sua finalidade seria garantir a eleição de um *board* que não se intrometesse na gestão da companhia, deixando-a integralmente a cargo da parte a quem o acordo outorgava essa prerrogativa.

Essa decisão foi elogiada por Berle e Means, para quem “uma coisa é dizer que os acionistas podem tomar o controle se puderem fazê-lo, e outra é dar-lhes total liberdade no exercício do controle. [...] Se os diretores foram eleitos pelo “controle”, esperava-se que eles fossem livres e independentes, agindo o tempo todo no melhor interesse da companhia”<sup>527</sup>.

Opinião idêntica foi expressa pelo relator do caso *McQuade v. Stoneham*<sup>528</sup>. Outro integrante do tribunal, todavia, notou que essa opinião parecia estar em desacordo com

---

525 Vide nota de rodapé n. 508.

526 “Clearly the law does not permit the stockholders to create a sterilized board of directors” (*Manson v. Curtis*...). Em tradução livre: “Claramente o direito não permite que acionistas criem um *board of directors* estéril”.

527 “But it was one thing to say that stockholders were entitled to take control if they could get it, and another to give them complete latitude in exercising control. [...] If officers were elected by the “control”, they were supposed to be free and independent, acting at all times in the best interests of the corporation” (A. A. BERLE; G. C. MEANS, *The Modern Corporation...*, p. 210).

528 “Stockholders may, of course, combine to elect directors. That rule is well settled. [...] The power to unite is, however, limited to the election of directors and is not extended to contracts whereby limitations are placed on the power of directors to manage the business of the corporation by the selection of agents at defined salaries” (*McQuade v. Stoneham*...). Em tradução livre: “Os acionistas podem, é claro, combinar-se para eleger *directors*. Essa regra está assentada. [...] O poder de unir-se, todavia, é limitado à eleição dos *directors* e não se estende para contratos de que constem limitações ao poder dos *directors* para administrar os negócios da companhia mediante a seleção de representantes pelos salários estabelecidos”.

*Manson v. Curtis*, em que a validade de acordos de controle foi limitada, mas afirmada<sup>529-530</sup>.

Prestigiando essa leitura mais liberal de *Manson v. Curtis*, mas sem ignorar a necessidade de preservar-se o *board*, a *Court of Appeals of New York* adotou o “caminho do meio” em *Clark v. Dodge*. Nessa decisão, assentou-se que um acordo de acionistas não deve ser invalidado se não causar dano a ninguém, ainda que conflite *discretamente* com a regra segundo a qual a companhia é administrada pelo *board*<sup>531</sup>. No caso analisado, os acordantes eram os únicos acionistas da companhia, e o tribunal autorizou que o acordo entre eles vinculasse os *directors*, sem olvidar-se da necessidade de atentar-se aos interesses dos credores<sup>532</sup>.

A contraparte de *Clark v. Dodge* encontra-se em *Long Park, Inc.* Tal como naquele caso, neste todos os acionistas da companhia eram parte do acordo. Mas isso não foi suficiente para protegê-lo contra um veredito de invalidade. O tribunal considerou que os dispositivos nele contidos, que subtraíam do *board* os poderes para indicar e substituir o gerente (*manager*) da companhia, estavam em mais que um “discreto” conflito com o

---

529 “It seems difficult to reconcile such a decision with the statements in the opinion in *Manson v. Curtis* that “it is not illegal or against public policy for two or more stockholders owning the majority of the shares of stock to unite upon a course of corporate policy or action, or upon the officers whom they will elect,” and that “shareholders have the right to combine their interests and voting powers to secure such control of the corporation and the adoption of and adherence by it to a specific policy and course of business” (*McQuade v. Stoneham...*). Em tradução livre: “Parece difícil conciliar tal decisão com a assertivas na decisão em *Manson v. Curtis* de que “não é ilegal ou contrário à ordem pública que dois ou mais acionistas detentores da maioria das ações unam-se por uma orientação das ações ou política societária, ou pela eleição de diretores”, e que “acionistas têm o direito de combinar suas participações e direitos de voto para obter tal controle sobre a companhia, a adoção de uma política específica e orientação negocial e a adesão a elas”.

530 Não houve divergência entre os julgadores, entretanto, pois a ação dizia respeito à legalidade do afastamento de um *director*, e havia um fator absolutamente estranho ao acordo que tornava esse afastamento não só legal, como imperativo: o diretor em questão era um magistrado municipal, e a lei local da época proibia que ocupantes de tal cargo atuassem como *director* de companhias privadas.

531 “If the enforcement of a particular contract damages nobody – not even, in any perceptible degree, the public – one sees no reason for holding it illegal, even though it impinges slightly upon the broad provision of section 27 [i.e., “The business of a corporation shall be managed by its board of directors.”]” (*Clark v. Dodge...*). Em tradução livre: “Se a execução de um contrato em particular não prejudica a ninguém – nem, em um grau perceptível, o público –, não se vê razão para reputá-lo ilícito, muito embora ele conflite discretamente com a ampla disposição do artigo 27 [i.e., “Os negócios da companhia serão administrados por seu *board of directors*”.]”.

532 “As the parties to the action are the complete owners of the corporation, there is no reason why the exercise of the power and discretion of the directors cannot be controlled by valid agreement between themselves, provided that the interests of creditors are not affected” (*Clark v. Dodge...*). Em tradução livre: “Como as partes da ação são os únicos proprietários da companhia, não há razão pela qual o exercício do poder e discricionariedade dos *directors* não possa ser controlado por acordo válido entre eles, desde que os interesses dos credores não sejam afetados”.



direito, e portanto não podiam ser prestigiados<sup>533</sup>. Confirmou-se, assim, que a regra encontrada em *Manson v. Curtis*<sup>534</sup>, segundo a qual o acordo não pode resultar na criação de um *board* estéril (vide fl. 173), aplica-se mesmo quando todos os acionistas forem parte do acordo.

Talvez em virtude da insegurança envolvida em determinar-se o que seria um “discreto” conflito com a lei, certos estados americanos optaram por regular expressamente os efeitos dos acordos de acionistas sobre os *directors*.

O *Delaware Code, Title 8, § 350* estabelece que acionistas detentores da maioria do capital votante podem firmar acordos, entre eles ou com pessoas que não sejam acionistas, que restrinjam a discricionariedade ou poderes do *board of directors*, ou interfiram com ela. No entanto, se o fizeram, passarão a ser responsáveis pelos atos ou omissões de caráter administrativo impostos aos *directors* pelo acordo<sup>535</sup>. É importante destacar que essa regra aplica-se exclusivamente a companhias fechadas, tal como essa expressão é definida no mesmo *Title 8*.

O *Model Business Corporation Act*, por sua vez, contém uma disposição mais restritiva. Seu § 7.32 dispõe que acordos podem restringir a discricionariedade do *board*, transferir seus poderes a terceiros ou mesmo eliminá-lo, mas somente se (1) forem aprovados pelos acionistas por unanimidade e refletidos no estatuto; ou (2) forem celebrados por escrito por todos os acionistas e revelados à companhia. Além disso, o

---

533 “We think these restrictions and limitations went far beyond the agreement in *Clark v. Dodge*. We are not confronted with a slight impingement or innocuous variance from the statutory norm, but rather with the deprivation of all the powers of the board insofar as the selection and supervision of the management of the corporation's theaters, including the manner and policy of their operation, are concerned” (*Long Park, Inc...*). Em tradução livre: “Nós acreditamos que essas restrições e limitações vão bem além do acordo em *Clark v. Dodge*. Nós não fomos confrontados com um discreto conflito ou uma variação inócua da norma legal, mas sim com a privação de todos os poderes do *board* quanto à seleção e supervisão da gestão dos cinemas da companhia, incluindo a forma e política de sua operação”.

534

535 “A written agreement among the stockholders of a close corporation holding a majority of the outstanding stock entitled to vote, whether solely among themselves or with a party not a stockholder, is not invalid, as between the parties to the agreement, on the ground that it so relates to the conduct of the business and affairs of the corporation as to restrict or interfere with the discretion or powers of the board of directors. The effect of any such agreement shall be to relieve the directors and impose upon the stockholders who are parties to the agreement the liability for managerial acts or omissions which is imposed on directors to the extent and so long as the discretion or powers of the board in its management of corporate affairs is controlled by such agreement”. Em tradução livre: “Um acordo escrito entre acionistas de uma companhia fechada que detenham a maioria do capital votante, seja exclusivamente entre eles, seja com uma parte que não seja um acionista, não é inválido, entre as partes do acordo, tão somente devido ao fato de dizer respeito à condução dos negócios da companhia, de restringir a discricionariedade ou poderes do *board of directors* ou interferindo com ela. O efeito de um tal acordo será a isenção dos *directors* e a imposição, aos acordantes, da responsabilidade pelos atos ou omissões de caráter administrativo que forem impostos aos *directors*, na medida e enquanto a discricionariedade e poderes do *board* na gestão dos negócios da companhia for controlada por tal acordo”.

acordo perderá imediatamente a eficácia caso a companhia abra o capital. Analogamente ao direito de *Delaware*, o *Model Business Corporation Act* impõe àqueles nomeados pelos acordantes para exercer os poderes do *board* a responsabilidade pelos atos praticados (ou que deixaram de ser praticados) pelos *directors* em virtude do acordo<sup>536</sup>.

Por que esse tipo de disposição restritiva passou a ser aceito pelo direito estadunidense nas companhias fechadas? A autonomia e independência do *board* são vistas nos Estados Unidos como uma forma de proteção da minoria. Quando não for realista esperar que o *board* será *efetivamente* autônomo e independente, não faria sentido “manter as aparências”<sup>537</sup>. Além disso, cabe lembrar que os acordos de acionistas também são vistos

536 “§ 7.32.Shareholder Agreements. (a) An agreement among the shareholders of a corporation that complies with this section is effective among the shareholders and the corporation even though it is inconsistent with one or more other provisions of this Act in that it: (1) eliminates the board of directors or restricts the discretion or powers of the board of directors; [...] (3) establishes who shall be directors or officers of the corporation, or their terms of office or manner of selection or removal; [...] (6) transfers to one or more shareholders or other persons all or part of the authority to exercise the corporate powers or to manage the business and affairs of the corporation, including the resolution of any issue about which there exists a deadlock among directors or shareholders; [...] (8) otherwise governs the exercise of the corporate powers or the management of the business and affairs of the corporation or the relationship among the shareholders, the directors and the corporation, or among any of them, and is not contrary to public policy. (b) An agreement authorized by this section shall be: (1) as set forth (A) in the articles of incorporation or bylaws and approved by all persons who are shareholders at the time of the agreement or (B) in a written agreement that is signed by all persons who are shareholders at the time of the agreement and is made known to the corporation; [...] (d) An agreement authorized by this section shall cease to be effective when the corporation becomes a public corporation. [...] (e) An agreement authorized by this section that limits the discretion or powers of the board of directors shall relieve the directors of, and impose upon the person or persons in whom such discretion or powers are vested, liability for acts or omissions imposed by law on directors to the extent that the discretion or powers of the directors are limited by the agreement” (*Model Business Corporation Act*). Em tradução livre: “§ 7.32 Acordos de acionistas. (a) Um acordo entre os acionistas de uma companhia que observe este artigo é eficaz entre os acionistas e a sociedade ainda que seja inconsistente com uma ou mais disposições desta Lei na medida em que: (1) Elimine o board of directors ou restrinja sua discricionariedade ou poderes; [...] (3) estabeleça quem serão os directors ou diretores da companhia, a duração de seus mandatos ou a forma de sua seleção ou exoneração; [...] (6) transfira para um ou mais acionistas ou outras pessoas, em todo ou em parte, a autoridade para exercer os poderes societários ou gerir os negócios da companhia, incluindo a resolução de quaisquer questões sobre as quais haja impasse entre os directors ou acionistas; [...] (8) de outra forma governe o exercício dos poderes societários ou a gestão dos negócios da companhia ou a relação entre os acionistas, os directors e a sociedade, ou entre quaisquer deles, e não seja contrário à moralidade pública. (b) Um acordo autorizado por este artigo será (1) tal como disposto (A) nos estatutos e aprovado por todas as pessoas que sejam acionistas no momento do acordo ou (B) por escrito, assinado por todas as pessoas que sejam acionistas no momento do acordo, e cientificado à companhia. [...] (d) Um acordo autorizado por este artigo perderá sua eficácia quando a companhia se tornar aberta. [...] (e) Um acordo autorizado por este artigo que limite a discricionariedade ou poderes do board of directors isentará os directors, e imporá à pessoa ou pessoas em quem forem investidos tais poderes, a responsabilidade pelos atos ou omissões imposta pelo direito aos directors, na medida em que a discricionariedade ou poderes dos directors sejam limitados pelo acordo”

537 “With substantial shareholding interests abiding in each member of the board of directors, it is often quite impossible to secure, as in the large public-issue corporation, independent board judgment free from personal motivations concerning corporate policy” (S. BAINBRIDGE, *Corporate Law...*, p. 497). Em tradução livre: “Com participações societárias substanciais atuando sobre cada membro do *board of directors*, é frequentemente impossível assegurar, tal como na grande companhia aberta, julgamento independente pelo board, livre de motivações pessoais relativas à política societária”

como uma forma de proteção da minoria<sup>538</sup>. Sendo assim, a assinatura de um acordo por *todos* os acionistas reduziria a necessidade de sua proteção pelo *board*.

Tem-se assim uma visão completa da regulação dos acordos de voto no direito estadunidense (pelo menos nos aspectos que interessam a este trabalho). Conclui-se que eles são válidos e eficazes (especialmente nas companhias fechadas), desde que não contrariem a lei, promovam fraude, opressão ou dano aos demais acionistas, ou tenham objeto ilícito; que são suscetíveis de execução específica; que podem ser elaborados de forma a adquirir eficácia análoga àquela que lhes empresta, no Brasil, o art. 118, §§ 8º e 9º da Lei das S.A, *embora tal efeito seja limitado aos próprios signatários* (tendo em vista o caráter pessoal da procuração) e não decorra da lei; e que, *tão somente nas companhias fechadas*, podem vincular os *directors*.

### **III.3.2. Direito britânico**

O direito britânico confere muito menos atenção aos acordos de acionistas do que o brasileiro ou o estadunidense. De uma forma geral, pode-se afirmar que no Reino Unido os acordos pouco se diferenciam dos contratos em geral. Sua vinculatividade *inter partes* e a possibilidade de sua execução específica é assumida, sem sério questionamento, em decisões do primeiro quartil do século XX<sup>539-540</sup> – no Brasil, até o advento da Lei das S.A.

538 Vide trecho citado na nota de rodapé n. 132.

539 “On the facts as they are at present before me, I am of the opinion that the arrangements embodied in the agreement was for the benefit of the executors and their estate, and that it was not beyond the powers of the executors to enter into it. The next point made was that, so far as regards shares held by any of the defendants in their individual capacity, because they were directors they could not enter into an agreement with regard to their voting in respect of these shares; and that, although an ordinary shareholder might do so, still if the shareholder happened to be a director, that fact precluded him from entering into such an agreement. No authority was produced for such a proposition, and I do not consider it well founded” (*Greenwell v Porter...*). Em tradução livre: “De acordo com os fatos, tal como eles se apresentam diante de mim no presente, eu sou da opinião de que as condições constantes do acordo beneficiaram os inventariantes e sua herança, e que executar tal acordo não estava além dos poderes dos inventariantes. O ponto a seguir levantado foi que quaisquer dos réus que fossem também *directors* não poderiam contratar quanto a seu voto relativamente às ações por eles detidas enquanto indivíduos, por eles serem *directors*; e que, embora acionistas ordinários possam fazê-lo, se acontecer do acionista ser um director, esse fato o impediria de executar um tal acordo. Nenhum precedente foi apresentado, em favor dessa e eu não considero essa proposição bem fundamentada”. Com base nesse entendimento o tribunal proibiu os acordantes de votar contrariamente ao acordo até uma decisão final.

540 “It is clear that the undertaking to vote in accordance with the plaintiff’s wishes contained in the letter of 20 Jan 1913, constituted a collateral agreement binding on the defendant. In my opinion, therefore, the right of the plaintiff is clear, and the only remaining question is whether she is entitled to a mandatory injunction to enforce her right. It is not disputed that she is entitled to a prohibitive injunction, and in my opinion she is also entitled to a mandatory injunction. Prima facie this court is bound, as Cotton, LJ, said in *Herman Loog v Bean* to give effect to a clear right by way of a mandatory injunction. There are, no doubt, certain exceptions to this rule, as in the case of a contract of service, because in such cases it

muitos ainda defendiam que acordos de voto não seriam suscetíveis de execução específica<sup>541</sup>.

Sendo contratos “ordinários”, os acordos de acionistas têm seus efeitos limitados a suas partes<sup>542</sup> – com as seguintes exceções: acordos que **(a)** vinculem todos os acionistas e disponham sobre matérias sujeitas a uma resolução especial (*i.e.*, que exija aprovação de 75% ou mais das ações com direito a voto); **(b)** vinculem todos os acionistas de uma certa classe e disponham sobre sobre matérias sujeitas a uma “particular maioria” ou “particular procedimento”; ou **(c)** visem a vincular todos os acionistas de uma determinada classe (ainda que não contem com a aprovação unânime de tais acionistas), compõem a *constitu-*

---

is impossible for the court to make its order effective; but in *Wolverhampton Corps v Emmons* a mandatory injunction was granted to compel the defendants to build in accordance with certain plans; and in the present case, inasmuch as there is only one definite thing to be done about which there can be no possible doubt, I am of opinion that I ought to grant not only the prohibitive but also the mandatory injunction claimed by the plaintiff, and I make an order accordingly” (*Puddephatt v Leith...*). Em tradução livre: “Está claro que a obrigação de votar de acordo com os desejos do autor constitui um acordo acessório e vinculante para o réu contido na carta de 20 de janeiro de 1913. Em minha opinião, portanto, o direito do autor é claro, e a única questão remanescente é se ela faz jus à obtenção de um mandado coercitivo para executar seu direito. É incontroverso que ela faz jus a uma ordem proibitiva, e na minha opinião ela também faz jus a uma ordem coercitiva. *Prima facie*, este tribunal está obrigado, tal como disse Lord Justice Cotton em *Herman Loog v Bean*, a efetivar um direito claro por meio de uma ordem coercitiva. Há, sem dúvida, certas exceções a essa regra, como no caso de um contrato de prestação de serviços, pois em tais casos é impossível para o tribunal executar sua ordem; mas em *Wolverhampton Corps v Emmons* uma ordem coercitiva foi proferida para compelir os réus a construir de acordo com certos planos; e no caso presente, na medida em que só há uma certa coisa a ser feita, sobre a qual não há dúvida possível, eu sou da opinião de que devo conceder não apenas uma ordem proibitiva, mas também a ordem coercitiva pedida pela autora, e portanto eu profiro tal ordem”.

541 Vide, por todos, Pontes de Miranda: “No direito brasileiro, não se podem introduzir práticas que feririam, de frente, o sistema do direito sobre sociedades por ações, como a compra-e-venda de votos e as convenções de voto que se concebesssem como irrevogáveis. O que se tem, no sistema jurídico brasileiro, é o que pedem aquêles que desejam para o direito alemão a volta à auto-administração (*Selbstverwaltung*) das sociedades por ações [...]: os acionistas têm liberdade de voto, os negócios jurídicos que os vinculam não fazem irrevogáveis as suas manifestações de vontade sobre voto, pôsto que, válida a convenção, possam os interessados ter pretensão a perdas e danos e à aplicação da cláusula penal” (F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPriv*, v. *L...*, p. 389).

542 “Of course, individual shareholders may deal with their own interests by contract in such way as they may think fit. But such contracts, whether made by all or some only of the shareholders, would create personal obligations, or an *exceptio personalis* against themselves only, and would not become a regulation of the company, or be binding on the transferees of the parties to it, or upon new or non-assenting shareholders” (*Welton v Saffery*). Em tradução livre: “É claro, acionistas podem, individualmente, regular contratualmente seus interesses da maneira como entenderem conveniente. Mas tais contratos, sejam celebrados por todos ou apenas alguns acionistas, criariam obrigações pessoais, ou exceções pessoais, apenas entre eles, e não se tornariam parte do regimento da companhia, ou seriam vinculantes perante os sucessores de suas partes, ou entre acionistas novos ou não acordantes”.

tion da companhia<sup>543</sup> – e portanto têm efeitos perante terceiros (desde que sejam arquivados na *Companies House*<sup>544</sup>).

Tal como nos Estados Unidos, é possível no Reino Unido integrar ao acordo de acionistas uma procuração. Mas somente quando a procuração visar a proteger um interesse do mandatário, ou conferir-lhe algum benefício particular, ela poderá ser considerada irrevogável<sup>545-546</sup> – e no direito britânico, ao contrário do estadunidense, não há uma regra societária que amplie o conceito de “vinculada a um interesse”.

---

543 As companhias britânicas possuem pelo menos dois documentos fundamentais: o *memorandum of association*, que historicamente tratava das questões mais fundamentais, como denominação, capital subscrito no momento da constituição, capital autorizado e objeto, mas que hoje se limita a formalizar a constituição; e os *articles of association*, cujo conteúdo é mais parecido com o estatuto das companhias brasileiras. Esses dois documentos, em conjunto, formam a *constitution*. Mal comparando, é como se a ata da assembleia geral de constituição fosse parte do estatuto.

544 “*17 A company’s constitution*. Unless the context otherwise requires, references in the Companies Acts to a company’s constitution include— (a) the company’s articles, and (b) any resolutions and agreements to which Chapter 3 applies (see section 29). *29 Resolutions and agreements affecting a company’s constitution*. (1) This Chapter applies to— [...] (b) any resolution or agreement agreed to by all the members of a company that, if not so agreed to, would not have been effective for its purpose unless passed as a special resolution; (c) any resolution or agreement agreed to by all the members of a class of shareholders that, if not so agreed to, would not have been effective for its purpose unless passed by some particular majority or otherwise in some particular manner; (d) any resolution or agreement that effectively binds all members of a class of shareholders though not agreed to by all those members; [...]” (*Companies Act 2006*).

545 Essa regra foi aplicada no âmbito do direito societário no *Carmichael’s Case*, em que um investidor (o Sr. *Carmichael*, que dá nome ao caso) assumiu perante o fundador da companhia (Sr. *Phillips*) o compromisso de subscrever até 1.000 ações, e outorgou a este uma procuração irrevogável para fazê-lo em seu nome. A procuração foi utilizada pelo Sr. *Phillips*, e o Sr. *Carmichael* tentou anular a subscrição. A *Chancery Division* assim resolveu o litígio: “The question in this case is whether the company had authority to allot these shares to Mr. Carmichael. That question depends on whether the authority given to Mr. Phillips, who was the vendor, was revocable or not. If it was an authority coupled with an interest, it would be irrevocable. The question that really arises is whether in this case it is an authority coupled with an interest. I think the answer is a very short and very complete one. What was the object? The object was to enable Mr. Phillips, the vendor, to obtain his purchase-money, and, in the language of William J., it is therefore conferred a benefit on the donee of the authority. I think, therefore, the judgment of Stirling J. is perfectly right, and that Mr. Carmichael is a member of this company, and is not entitled to have his name struck out” (Em tradução livre: “A questão neste caso é se a companhia tinha poderes para alocar essas ações ao Sr. Carmichael. Essa questão depende de se os poderes outorgados ao Sr. Phillips, que era o vendedor, eram revogáveis ou não. Se eram poderes vinculados a um interesse, eles seriam irrevogáveis. A questão que realmente ocorre é se, neste caso, tratam-se de poderes vinculados a um interesse. Eu penso que a resposta é muito curta e completa. Qual era o objetivo? O objetivo era habilitar o Sr. Phillips, o vendedor, a receber o preço, e, na linguagem do Justice William, é, portanto, conferido um benefício ao mandatário. Eu penso, portanto, que o julgamento do Justice Stirling é perfeitamente correto, e que o Sr. Carmichael é um acionista da companhia, e não tem direito à exclusão de seu nome [dos registros de acionistas]”).

546 O *Powers of Attorney Act 1971* confirmou essa regra: “*4 Powers of attorney given as security*. (1) Where a power of attorney is expressed to be irrevocable and is given to secure —(a) a proprietary interest of the donee of the power; or (b) the performance of an obligation owed to the donee, then, so long as the donee has that interest or the obligation remains undischarged, the power shall not be revoked — (i) by the donor without the consent of the donee; or (ii) by the death, incapacity or bankruptcy of the donor or, if the donor is a body corporate, by its winding up or dissolution”. Em tradução livre: “*4 Procurações outorgadas em garantia*. (1) Quando uma procuração for expressamente irrevogável e outorgada para assegurar – (a) um interesse do receptor dos poderes na condição de

Nessas condições, acordos de voto apenas raramente preencheriam os requisitos para a outorga de uma procuração irrevogável. Seria o caso, por exemplo, quando estivessem vinculados a uma garantia (como a alienação fiduciária ou penhor de ações), ou, talvez, quando decorrentes de uma doação, mediante a qual o doador transmita ao donatário os direitos econômicos vinculados às ações, mas não o direito de voto<sup>547</sup>.

Uma forma de contornar a dificuldade em obter-se procurações irrevogáveis seria tornar a companhia parte do acordo, vinculando-a a suas disposições. Mas o direito britânico impõe certas restrições a isso.

E m *Russell v Northern Bank Development*, a *House of Lords* afirmou expressamente que as partes gozam de maior liberdade ao celebrar acordos que *não* vinculem a companhia<sup>548</sup>. No caso em questão, o acordo dispunha que o capital da companhia relevante só poderia ser aumentado se assim decidissem por unanimidade as partes e a companhia. O tribunal entendeu que esta última não poderia obrigar-se a isso, pois ela não poderia assumir uma obrigação cujo efeito fosse privá-la de um poder garantido pela legislação societária, algo que nem os estatutos poderiam fazer<sup>549</sup>. Mas isso, por si só, não tornaria o acordo ineficaz *entre os acionistas*<sup>550</sup>, e assim o acordo em questão

---

proprietário; ou (b) o desempenho de uma obrigação perante o outorgado, então, enquanto o outorgado preservar seu interesse ou a obrigação mantiver-se pendente, a procuração não será revogada – (i) pelo outorgante, sem o consentimento do outorgado; ou (ii) pela morte, incapacidade ou insolvência do outorgante, ou, se o outorgante for uma pessoa jurídica, sua liquidação ou dissolução”.

547 É verdade que esse tipo de cisão entre o voto e os direitos econômicos é frequentemente repudiada pela doutrina, mas há casos em que ela parece ser admissível – quando, p.e., uma pessoa doa seu patrimônio a seus herdeiros, mas retém o controle sobre ele até sua morte mediante a constituição de usufruto e recebimento de procurações.

548 “I understand Lord Davey there to be accepting that shareholders may lawfully agree inter se to exercise their voting rights in a manner which, if it were dictated by the articles, and were thereby binding on the company, would be unlawful” (*Russell v Northern Bank Development...*). Em tradução livre: “Eu entendo que naquela decisão *Lord Davey* aceitou que os acionistas podem legalmente acordar entre eles o exercício de seu direito de voto de uma maneira que, se constasse do estatuto, e portanto fosse vinculante para a companhia, seria ilícita”.

549 “This was a clear undertaking by TBL in a formal agreement not to exercise its statutory power for a period which could, certainly on one view of construction, last for as long as any one of the parties to the agreement remained a shareholder and long after the control of TBL had passed to shareholders who were not party to the agreement. As such an undertaking it is, in my view, as obnoxious as if it had been contained in the articles of association and therefore is unenforceable as being contrary to the provisions of art 131 of the Companies (Northern Ireland) Order 1986” (*Russell v Northern Bank Development...*). Em tradução livre: “Essa era claramente uma obrigação assumida pela TBL [companhia em questão], em um acordo formal, de não exercer seu poder legal por um período que poderia, certamente de acordo com uma possível interpretação, perdurar enquanto qualquer das partes do acordo continuasse sendo um acionista, e para muito além de quando o controle da TBL tivesse sido transferido para acionistas que não fossem parte do acordo. Como tal, essa obrigação é, em minha visão, tão repulsiva quanto se fosse parte dos estatutos, e é portanto inexecutável, por ser contrária às disposições do art. 131 do *Companies (Northern Ireland) Order 1986*”.

550 “while a provision in a company's articles which restricts its statutory power to alter those articles is invalid an agreement dehors the articles between shareholders as to how they shall exercise their voting

foi declarado vinculante *tão somente* para estes últimos – liberando-se a companhia de cumpri-lo, portanto.

A não vinculação da companhia a acordos que restrinjam seus poderes legais, aliada às limitações à outorga de uma procuração irrevogável, reduz significativamente a possibilidade dos acionistas britânicos alcançarem um efeito semelhante àquele do art. 118, §§ 8º e 9º da Lei das S.A. Igualmente restritas são as possibilidades de vincularem-se os *directors*.

É importante entender os poderes dos *directors* nas companhias britânicas para analisar-se essa questão. O direito local *não* determina, de forma alguma, a extensão e conteúdo desses poderes; cabe aos acionistas, nos estatutos, definir as atribuições da assembleia e dos *directors*<sup>551</sup>. Isso proporciona uma flexibilidade à companhias britânicas que pode reduzir a necessidade de regular-se a atividade dos *directors* mediante acordos de acionistas<sup>552</sup>.

Mas na prática a maioria dos estatutos de companhias britânicas dispõe que cabe aos *directors* administrar a companhia – tal como no direito estadunidense. É isso, aliás, que consta dos *Model Articles for Companies Limited by Shares* e *Model Articles for Public Companies* – estatutos *standard*, aplicáveis a todas as companhias constituídas no Reino Unido, exceto conforme sua *constitution* dispuser em contrário.

Por outro lado, os *Model Articles* também dispõem que os acionistas podem, por resolução especial (*i.e.*, mediante o voto de ações representativas de 75% ou mais do

---

rights on a resolution to alter the articles is not necessarily so” (*Russell v Northern Bank Development...*). Em tradução livre: “enquanto um dispositivo no estatuto da companhia que restrinja seu poder legal de alterar esse estatuto é inválido, um acordo extra-estatutário entre os acionistas quanto à forma na qual eles exercerão seus direitos de voto em uma deliberação para alterar o estatuto não o é necessariamente”.

551 “[the Companies Act] leaves the determination of the role of the board very largely to the company’s constitution [...] Unlike in many, perhaps most, other jurisdictions, the division of powers as between board and the shareholders is a matter for private ordering by the members of the company rather than something to be specified mandatorily in the companies legislation” (P. L. DAVIES, *Gower & Davies...*, p. 366). Em tradução livre: “[o *Companies Act 2006*] deixa em grande medida para a *constitution* da companhia a determinação do papel do *board*. [...] Ao contrário do que ocorre em muitos outros países, talvez a maioria deles, a divisão de poderes entre o *board* e os acionistas é matéria para regulação privada pelos acionistas da companhia, ao invés de algo especificado de forma cogente na legislação societária”.

552 Pelo menos nas companhias fechadas; nas companhias abertas as exigências dos investidores reduzem, na prática, a discricionariedade dos acionistas nesse quesito.

capital votante) dirigir a atividade dos *directors*<sup>553</sup>. Isso parece conferir aos acionistas certo poder sobre os *directors*, mas essa é uma percepção ilusória.

O *Companies Act 2006* garante aos acionistas o direito de exonerar os *directors* a qualquer tempo, por maioria simples<sup>554</sup>. Se o conflito entre acionistas e *directors* chegar a tal ponto que aqueles precisem dirigir expressamente a atuação destes, e consigam reunir uma maioria qualificada para fazê-lo, é mais provável que os *directors* acabem substituídos. De acordo com Mayson, French e Ryan, o poder de dirigir a atividades dos *directors* parece destinado a conferir conforto a terceiros com quem a companhia esteja celebrando um negócio pouco usual<sup>555-556</sup>.

A regra geral do direito britânico é mesmo a vedação ao controle da atuação dos *directors* pelos acionistas. O entendimento em *common law* é que não há hierarquia entre

---

553 “*Directors’ general authority* 3. Subject to the articles, the directors are responsible for the management of the company’s business, for which purpose they may exercise all the powers of the company. *Shareholders’ reserve power* 4.—(1) The shareholders may, by special resolution, direct the directors to take, or refrain from taking, specified action” (*Model Articles for Private Companies Limited by Shares*). Em tradução livre: “*Poderes gerais dos directors* 3. Sem prejuízo do disposto no estatuto, os *directors* são responsáveis pela administração dos negócios da companhia, podendo para tanto exercer todos seus poderes. *Reserva dos poderes dos acionistas* 4. (1) Os acionistas podem, mediante deliberação especial, determinar que os *directors* pratiquem, ou deixem de praticar, uma determinada ação”. O texto dos *Model Articles for Public Companies* é idêntico.)

554 “*168 Resolution to remove director* (1) A company may by ordinary resolution at a meeting remove a director before the expiration of his period of office, notwithstanding anything in any agreement between it and him” (*Companies Act 2006*). Em tradução livre: “*168 Deliberação pela exoneração de um director* (1) A companhia pode, mediante deliberação ordinária em assembleia geral, exonerar um *director* antes do término de seu mandato, não obstante qualquer disposição de qualquer acordo entre ela e ele”.

555 “Directors may wish to have a resolution passed under this article to make clear to persons they are dealing with that they have actual authority to enter into some unusual transaction. In practice, it is unlikely that this article would be used contrary to director’s wishes. Members who have disagreed so seriously with their directors that they have to adopt a special resolution under art 4, to tell them to do something they do not want to do, might just as well adopt an ordinary resolution under CA 2006, s 168, to dismiss the directors” (D. FRENCH, S. MAYSON e C. RYAN, *Company Law*, pp. 469-470). Em tradução livre: “Directors podem desejar que uma deliberação seja aprovada de acordo com os termos deste artigo para deixar claro para pessoas com quem estejam tratando que eles possuem poderes para celebrar um negócio não usual. Na prática, é improvável que este artigo seja usado de forma contrária aos desejos dos *directors*. Acionistas que tenham discordado tão seriamente de seus *directors* que precisem aprovar uma deliberação especial nos termos do art.4 para determinar-lhes que façam algo que não querem fazer podem igualmente adotar uma deliberação ordinária nos termos do art. 168 do *Companies Act 2006* para exonerar os *directors*”.

556 Cabe ressaltar que o fato dos *directors* serem livremente exoneráveis a qualquer tempo não impede que a companhia celebre com eles contratos de prestação de serviços a prazo determinado, que prevejam o pagamento de uma multa no caso de rescisão antecipada. O *Companies Act 2006* não invalida essas disposições, e portanto a exoneração de um *director* antes de findo seu mandato pode resultar na aplicação de uma multa contratual à companhia. Em casos extremos, isso poderia desencorajar a exoneração e incentivar a assembleia ao uso do poder de dirigir as atividades dos *directors* – mas essa parece uma hipótese residual, até porque o direito britânico regula o pagamento de indenizações por exoneração aos *directors* (vide *Estudo comparado da disciplina...*, pp. 112 e ss., do autor).



os órgãos da sociedade, e que a assembleia não pode invadir a competência do *board*, da mesma forma que este não pode invadir a competência daquela<sup>557</sup>.

Ressalvada a possibilidade de os acionistas utilizarem a flexibilidade que o direito britânico lhes confere para distribuir poderes entre a assembleia e os *directors* da forma como lhes for mais conveniente, há pouco que os acionistas possam fazer para dirigir os *directors*. Por isso, e pela plena aplicabilidade da relatividade contratual aos acordos de acionistas<sup>558</sup>, não há possibilidade de estender sua eficácia aos *directors* – exceto, é claro, se eles forem parte do instrumento.

Essa possibilidade é tradicionalmente vista com restrições. Segundo Paul Davies, parte-se do princípio de que os *directors* não poderiam obrigar-se pessoalmente a exercer o voto de determinada forma, podendo apenas criar obrigações para a companhia, quando atuando em seu nome. As obrigações da companhia, por sua vez, podem exigir que os *directors* pratiquem ou deixem de praticar certos atos (a celebração de um contrato, p.e., pode exigir aprovação pelo *board*), e isso não seria, *per se*, ilícito<sup>559</sup>.

---

557 “The only way in which the general body of the shareholders can control the exercise of the powers vested by the articles in the directors is by altering their articles, or, if opportunity arises under the articles, by refusing to reelect the directors of whose actions they disapprove. They cannot themselves usurp the powers which by the articles are vested in the directors any more than the directors can usurp the powers vested by the articles in the general body of shareholders” (*John Shaw & Sons (Salford) Ltd v Shaw*). Em tradução livre: “A única maneira pela qual a coletividade dos acionistas pode controlar o exercício dos poderes atribuídos pelos estatutos aos *directors* é alterando os estatutos, ou, se assim for oportunizado pelos estatutos, recusando-se a reeleger os *directors* cujas ações não aprovem. Eles não podem usurpar os poderes que os estatutos atribuem aos *directors*, tanto quanto os *directors* não podem usurpar os poderes atribuídos pelos estatutos à generalidade dos acionistas”.

558 Vide fl. 178 acima.

559 “The starting point at common law, despite the paucity of reported cases on the point, seems to be that directors cannot validly contract (either with one another or with third parties) as how they shall vote at future board meetings or otherwise conduct themselves in the future. This is so even though there is no improper motive or purpose and no personal advantage reaped by the directors under the agreement. This, however, does not mean that if, in the bona fide exercise of their discretion, the directors have entered into a contract on behalf of the company, they cannot in that contract validly agree to take such further action at board meetings or otherwise as is necessary to carry out that contract” (P. L. DAVIES, *Gower & Davies...*, p. 526–527). Em tradução livre: “O ponto de partida na *common law*, apesar da escassez de casos publicados na matéria, parece ser que *directors* não podem validamente contratar (seja entre si, seja com terceiros) sobre a forma como eles votarão em futuras reuniões do *board*, ou de outra forma comportar-se-ão no futuro. Isso é assim ainda que não haja motivos ou propósitos inadequados e os *directors* não recebam nenhuma vantagem pessoal em decorrência do acordo. Isso, no entanto, não significa que se os *directors*, de boa-fé e no exercício de seu arbítrio, celebrarem um contrato pela companhia, eles não possam, nesse contrato, concordar validamente em praticar, nas reuniões do *board* ou de outra forma, as ações que sejam necessárias para cumprir o contrato”.

Mas esse princípio não encerra a regulação da matéria. Em um julgado de 1992, a *Court of Appeal (Civil Division)* decidiu que os *directors* poderiam assumir obrigações na condição de *directors*, desde que “em benefício da companhia”<sup>560</sup>.

Assim, tanto a companhia quanto os *directors* podem ser parte de acordos de acionistas, desde que isso vise a beneficiar à companhia. Mas acordos sobre exercício do poder de controle do tipo *pooling agreement*, como aqueles objeto deste trabalho, dificilmente passariam no crivo do direito britânico.

Seria necessário um esforço argumentativo hercúleo para defender que eles têm qualquer pretensão de beneficiar à companhia. Eventualmente esses acordos podem até proporcionar-lhe algum tipo de benefício indireto, mediante a prevenção e composição de potenciais conflitos, mas tais vantagens mal fazem sombra sobre as pesadas obrigações assumidas pela companhia e pelos administradores eleitos no âmbito do acordo.

Talvez nas *joint ventures*, em que o acordo de acionistas é da essência da sociedade seja defensável afirmar que ela dele se beneficia – sem o acordo, sequer haveria sociedade. O mesmo pode se dizer de acordos que prevejam obrigações determinadas, vinculadas à obtenção de financiamento ou algum outro tipo de benefício para a companhia. De resto, não se vê muito espaço para vincular a companhia ou os *directors* a acordos de acionistas no Reino Unido. Infelizmente, como afirma Davies<sup>561</sup>, a jurisprudência sobre a matéria é escassa, e não há como ir além da especulação.

#### III.4. Limites da aplicação do art. 118, §§ 8º e 9º

Nas seções anteriores buscou-se compreender os §§ 8º e 9º do art. 118, delimitando seus efeitos e classificando-os de acordo com a taxonomia jurídica; e verificar como a matéria objeto desses dispositivos é regulada nos direitos estadunidense e britânico.

---

560 “It is trite law that directors are under a duty to act bona fide in the interests of their company. However, it does not follow from that proposition that directors can never make a contract by which they bind themselves to the future exercise of their powers in a particular manner, even though the contract taken as a whole is manifestly for the benefit of the company. Such a rule could well prevent companies from entering into contracts which were commercially beneficial to them” (*Fulham Football Club v. Cabra Estates...*). Em tradução livre: “É direito prosaico que os *directors* têm a obrigação de agir de boa-fé, no interesse da companhia. No entanto, não decorre dessa premissa que os *directors* não possam nunca firmar um contrato por meio do qual eles se obriguem a, no futuro, exercer seus poderes de uma forma em particular, mesmo se tal contrato, visto como um todo, for manifestamente em benefício da companhia. Uma tal regra poderia impedir companhias de celebrar contratos que sejam comercialmente benéficos para elas”.

561 Vide nota de rodapé n. 85.

Nesta segunda etapa, adiantaram-se alguns temas que serão objeto desta seção. As controvérsias sobre a aplicação dos acordos de acionistas se avolumam deste que a Lei n. 10.303 entrou em vigor, com argumentos expressivos em diferentes sentidos. O direito estrangeiro, em especial aqueles dos países considerados referência na área – como é o caso dos Estados Unidos e Reino Unido em direito societário – funciona como um *terceiro desinteressado*, fornecendo um direcionamento ao intérprete sem que ele precise necessariamente filiar-se a esta ou aquela corrente.

A partir desses alicerces analisar-se-ão os limites de aplicação dos §§ 8º e 9º do art. 118. Iniciar-se-á pelos aspectos mais gerais da questão, até que se chegue ao mais específico – e polêmico: os efeitos desses dispositivos sobre os administradores.

### **III.4.1. Lei e estatuto**

Os acordos de acionistas não podem contrariar a lei ou o estatuto social.

A primeira parte desta afirmação talvez fosse até desnecessária. Por definição, normas legais cogentes não podem ser modificadas por particulares, o que se aplica plenamente aos acordos de acionistas<sup>562</sup>.

As disposições do acordo que contrariem, em abstrato, normas cogentes são seguramente inválidas<sup>563</sup>. Assim, a cláusula do acordo que atribua ao conselho de administração ou à diretoria a competência para definir a remuneração dos administradores não pode produzir qualquer efeito, por violar o art. 152 da Lei das S.A.

Note-se que essa é uma regra mais liberal que aquela do direito britânico, segundo a qual as companhias não podem obrigar-se a não exercer poderes que lhe sejam legalmente garantidos<sup>564</sup>. No direito brasileiro os acordos são oponíveis à companhia (desde que arquivados em sua sede), e podem ter por efeito privá-la de, p.e., alterar seu estatuto (como no caso *Russell v Northern Bank Development*).

---

562 “Como parte do sistema anônimo, as cláusulas do acordo de acionistas devem ser compatíveis com as normas e os princípios do restante da lei, somente aplicando-se secundariamente, e na medida em que inexistam mandamentos especiais da Lei das S.A., as normas e os princípios do direito geral das obrigações” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *Acordo de Acionistas Sobre Exercício...*, p. 291).

563 “Por força do art. 145, II, 1.ª parte, do Código Civil, é nula a convenção de voto que se faz com prejuízo para a sociedade” (F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPriv*, v. L..., p. 405). O art. 145, II, 1.ª parte do Código Civil de 1916 trata da nulidade do negócio jurídico por ilicitude do objeto, e equivale ao art. 104, II, 1.ª parte do Código Civil de 2002.

564 Vide fl. 180.

Mas em muitos casos, provavelmente a maioria, a violação à lei só poderá ser verificada *in concreto*. Em geral, é isso o que ocorre nos acordos do tipo *pooling agreement*, que não determinam previamente o voto dos acordantes, dispondo apenas que eles deverão votar no sentido que for estabelecido majoritariamente em reunião prévia à assembleia ou reunião do conselho de administração. Essa disposição não é inválida *per se*, mas ela pode levar o acionista a violar os deveres previstos nos arts. 115 e 116 da Lei das S.A.<sup>565</sup>.

A celebração de acordo não exime os acionistas de seus deveres quanto ao exercício do direito de voto e do poder de controle – como dispõe didaticamente o § 2º do art. 118 da Lei das S.A. Diante disso, como deve se comportar o acionista que entender que o voto exigido pelo acordo contraria tais deveres?

*Ex ante*, cabe-lhe tomar as medidas judiciais cabíveis para eximir-se de cumprir o acordo. Somente uma decisão judicial poderá evitar que ele chegue à assembleia obrigado a votar de acordo com a convenção. Vê-se (mais uma vez) como o art. 118, §§ 8º e 9º inverte o ônus do recurso ao judiciário, como se falou nas fls. 161 e s.

*Ex post*, resta-lhe buscar a responsabilização dos acionistas que exigiram a aplicação do acordo pelos danos que vier a sofrer. Se é verdade que o cumprimento do acordo se subordina ao direito – e não se pode duvidar disso seriamente –, exercer os direitos dele decorrentes para constranger outrem a praticar um ato ilícito configura igualmente um ato ilícito, seja por força do art. 186 do Código Civil, seja por força de seu art. 187. Disso decorre a responsabilidade daquele que exige o cumprimento do acordo com vistas à prática de abuso do direito de voto ou abuso do poder de controle, pelos danos causados ao acordante que se opõe a tal conduta.

Essa leitura conduz a um resultado consistente. Adotada a teoria da representação legal (conforme exposto na subseção III.2.2), perante a companhia e os demais acionistas a responsabilidade dos acordantes pelo exercício do direito de voto será plena; eventuais divergências entre eles serão irrelevantes. Isso favorece àqueles que têm seus direitos lesados, que (i) ficarão dispensados do ônus de determinar quem foi o responsável por

---

565 “Não se trata aqui de questionar a licitude do próprio vínculo de controle, uma vez que as cláusulas do respectivo acordo poderão ser válidas. O abuso verificar-se-á na oportunidade do voto, o qual, proferido posteriormente à determinação da política e dos interesses criados por força do acordo de controle, colide com os interesses atuais *uti socii*, submetidos à deliberação majoritária da assembleia geral” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, p. 195). A referência aos *interesses atuais uti socii* deve-se à visão de Carvalhosa sobre o interesse social, da qual não é necessário compartilhar para concordar com suas considerações sobre os conflitos entre o acordo e a lei.

definir o voto dos acordantes; e (ii) poderão executar o patrimônio de todos os acordantes para obter a indenização que lhes for devida. Ao mesmo tempo, ao permitir-se que o acordante prejudicado pelo abuso de direito praticado por outro acordante responsabilize a este último por suas perdas, não fica aquele desamparado.

Não obstante, há pouco que o acionista divergente possa fazer *durante a assembleia*. Seu voto contrário ao acordo deverá ser desconsiderado pelo presidente do conclave, e o voto proferido com suas ações ser-lhe-á imputado, como já se falou acima. A pergunta óbvia é se o presidente não deveria reconhecer a ineficácia do acordo exclusivamente quanto à deliberação em debate, tendo em vista que sua aplicação levará a um resultado contrário ao direito.

Primeiro, não é isso que consta do art. 118, § 8º, que assim dispõe: “O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido *com infração de acordo de acionistas* devidamente arquivado”. Nada consta desse dispositivo que autorize o intérprete a acrescentar ao rol dos motivos que autorizam o presidente da assembleia ou órgão colegiado a computar o voto dos acionistas ou administradores a violação aos arts. 115, 116 ou 153 e ss. da Lei das S.A.

Segundo, se assim fosse, esse poder deveria ser conferido ao presidente da assembleia e dos órgãos colegiados da administração não só quando o voto decorrer da aplicação de acordos de acionistas, mas em qualquer circunstância. O voto proferido pelos acordantes não é essencialmente diferente do voto proferido por outros acionistas ou administradores, quando visto da perspectiva de seus deveres: todos estão igualmente obrigados a visar ao interesse da companhia. Não se vê porque em um caso deveria ser conferida autoridade ao presidente para verificar essa adequação, mas não em outro.

E terceiro, porque a legitimidade para decidir como atender às exigências do interesse social reside com os acionistas e administradores. Não cabe ao presidente da assembleia ou órgão colegiado da administração arbitrar conflitos entre os acionistas ou administradores quanto a isso. Mesmo o judiciário hesita em fazê-lo, como mostra a *business judgment rule*, e não parece prudente atribuir ao presidente da assembleia a autoridade máxima para determinar quando um voto viola ou não os arts. 115 ou 116 da Lei das S.A.

O segundo limite dos acordos encontra-se no estatuto social. Como afirma Calixto Salomão Filho, da ”característica parassocial [dos acordos] decorre a impossibilidade

destes modificarem a relação social. Podem apenas modificar as relações entre as partes, em certos casos com força vinculante para a sociedade”<sup>566</sup>.

Há uma estrutura hierárquica no regramento da companhia: no topo encontra-se a lei<sup>567</sup>; abaixo dela, o estatuto; e na última posição, os acordos de acionistas. O estatuto é um documento constitutivo da companhia, eficaz perante todos os acionistas e inclusive quaisquer terceiros; sua modificação deve observar os procedimentos previstos em lei. Já o acordo, ainda que possa ter efeitos perante a companhia, é um convênio *inter partes*. Não se poderia permitir que determinados acionistas, mediante acordo entre eles, modificassem os direitos dos demais ou mesmo de terceiros<sup>568</sup>. Se quiserem fazê-lo, deverão observar os requisitos legais de existência, validade e eficácia das alterações estatutárias (essencialmente, **(i)** regular convocação e instalação da assembleia; **(ii)** aprovação por acionistas representando o quórum legal ou estatutário aplicável; e **(iii)** publicação e arquivamento da ata de assembleia no Registro Público de Empresas Mercantis).

No caso de certos acordos de controle, essas exigências podem tomar ares de formalidades, pois os controladores talvez não enfrentassem nenhuma dificuldade substancial para cumpri-las. Mas são formalidades importantes – a realização da assembleia dá aos minoritários a oportunidade de se opor aos desígnios dos controladores (tomando até mesmo medidas judiciais, se entenderem conveniente), e o arquivamento e publicação dos atos leva as alterações ao conhecimento de terceiros.

Quando o acordo *não* for de controle, é evidente que os requisitos de validade e eficácia das deliberações assembleares não serão meras formalidades; nesses casos, é bem possível, se não provável, que os acordantes não possuam a maioria necessária para fazer

---

566 C. SALOMÃO FILHO, *Acordo de acionistas como instância...*, p. 107.

567 E a Constituição Federal, mas é raro que ela exerça um papel relevante em questões de direito societário, e muito mais raro que o faça em questões especificamente atinentes à aplicação de acordos de acionistas.

568 “Se assim é relativamente ao estatuto social, que não pode alterar regras de competência privativa estabelecidas em lei, com maioria de razão vale o mesmo raciocínio em relação aos acordos de acionistas, que se situam, na hierarquia normativa, em posição inferior à do estatuto social. Este, com efeito, é regra geral, com vigência objetiva em relação a todos os acionistas, qualquer que eles sejam. Os acordos, ao contrário, são convenções válidas e eficazes unicamente para as partes que as estipularam. O estatuto é norma necessária, sem a qual não se estrutura, validamente, uma sociedade anônima; enquanto os acordos de acionistas, como regras pessoais e, algumas vezes, personalíssimas, representam um elemento contingente e dispensável na vida jurídica da companhia. Aliás, o acordo acionário não é regra da companhia, e sim de seus acionistas, particularmente. A companhia, tecnicamente falando, é terceiro em relação aos acordos; de onde o ônus de seu arquivamento na sede social, para que ele estenda seus efeitos à sociedade anônima” (F. K. COMPARATO, *Ineficácia de estipulação...*, p. 177.).

com que seu voto prevaleça em assembleia. Seria absurdo imaginar que, não obstante, tais acordos poderiam sobrepor-se aos estatutos.

Por todo o exposto, tem-se que os acordos de acionistas se subordinam aos estatutos sociais, tanto quanto à lei. Tudo o que se disse acima sobre a invalidade e ineficácia do acordo de acionistas – e, principalmente, do voto proferido nos termos de acordo – por violação à lei, aplica-se igualmente às violações aos estatutos<sup>569</sup>.

### *III.4.2. Exercício do direito de voto*

No regime do Decreto-Lei n. 2.627 de 1940 alguns juristas, como Pontes de Miranda<sup>570</sup>, defendiam que os acordos sobre exercício do direito de voto eram válidos, mas insuscetíveis de execução específica: nada poderia ser feito para constranger os acordantes a observá-los; e quando violados, restava ao prejudicado apenas pleitear uma indenização pelos danos eventualmente sofridos. Para a companhia, é como se não existissem<sup>571</sup>.

Esse entendimento foi sepultado pela Lei das S.A., que dispôs expressamente serem os acordos suscetíveis de execução específica. Uma decisão acertada: o voto do acionista não se equipara ao do cidadão, e não merece o mesmo tratamento reverente. A companhia é uma plutocracia, e o voto, um instrumento de que dispõem certos acionistas para a proteção e multiplicação de seu patrimônio.

---

569 Como afirma Calixto Salomão Filho: “Por se inserir na estrutura societária, [o acordo de acionistas] não pode contrariar sua disciplina obrigatória, mas apenas preencher suas lacunas. Assim, se dispositivo do pacto parassociedade for contrário à lei ou a disposição obrigatória do estatuto, não só o voto emanado segundo suas disposições é ineficaz perante a sociedade, mas também eventual descumprimento em Assembleia de voto pré-definido em conformidade com o pacto parassociedade não gera descumprimento contratual. Integrado à estrutura societária, o pacto parassociedade é interpretado e sua eficácia depende do regramento societário” (F. K. COMPARATO; C. SALOMÃO FILHO, *O poder de controle...*, p. 203). Afirmar que o voto contrário à lei ou o estatuto é “ineficaz perante a sociedade” e “não gera descumprimento contratual”, como faz Calixto Salomão Filho no trecho logo acima, não equivale a dizer que o presidente da assembleia geral deverá deixar de computar tal voto. Não há dúvida de que o voto proferido em violação aos art. 115 e 116 é nulo (ou anulável, no caso do art. 115, § 4º, 1ª parte), e o que se disse nas fls. 187 e ss. não deve ser interpretado como uma defesa da licitude desse voto. O que se disse é que não cabe ao presidente da assembleia declarar tal ilicitude e desconsiderar tal voto.

570 Vide trecho citado na nota de rodapé n. 541.

571 “A convenção de voto só tem eficácia entre os figurantes. Para a vida interna da sociedade, para o que se passa na assembléia, a convenção de voto é impercebida. Para a assembléia e para quaisquer órgãos da sociedade, o que importa é que o comparecente seja legitimado segundo a lei e os estatutos. A convenção de voto só opera entre acionista e terceiro ou terceiros, ou entre acionistas” (F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPPriv*, v. L..., p. 398–399).

Celebrar um acordo de voto é uma manifestação da liberdade de contratar, e não uma agressão à cidadania<sup>572</sup>. Proteger o acionistas que se recusa a cumprir o acordo de voto é prestigiar o inadimplemento doloso<sup>573</sup>.

Disso não decorre que a liberdade dos acordantes seja absoluta; a convenção de voto sujeita-se ao regime legal do direito de voto<sup>574</sup>. Além dos limites gerais comentados na subseção anterior, tal regime contém (de acordo com a doutrina) certas balizas específicas, tanto quanto à causa (objetiva) e motivos (subjetivos) da celebração do acordo, quanto a seu objeto.

Os acordos, como um tipo contratual, estão sujeitos aos requisitos do art. 104 do Código Civil: partes capazes; objeto lícito, possível e determinado ou determinável; e forma prescrita ou não defesa em lei.

A forma escrita é necessária para que o acordo possa ser arquivado na companhia, e assim surtir efeitos perante ela. Mas aqui a forma não é um requisito de *validade*, e sim de *eficácia* perante terceiro. Feita essa ressalva, os acordos de acionistas não colocam questões quanto a forma e capacidade das partes que não sejam aplicáveis aos contratos em geral.

O mesmo não pode ser dito quanto à licitude do objeto. Algumas matérias não podem ser objeto de acordos de voto, e o caso mais claro é aquele encontrado no art. 177, § 1º, VII do Código Penal, que veda a celebração de acordos entre acionistas e administradores para a aprovação das contas destes últimos.

É verdade que essa proibição contém um requisito subjetivo: o acordo sobre aprovação de contas só configura um ilícito penal se tiver um administrador como parte. Mas a doutrina estende a proibição, na esfera civil, a *qualquer* acordo que tenha por objeto as demonstrações financeiras e contas dos administradores. Para compreender essa

---

572 “No voto político, como expressão de cidadania, não se admite nenhum constrangimento exterior, visto que o sufrágio deve ser a expressão de uma vontade livremente manifestada, encarada como direito personalíssimo. No voto acionário, que sequer configura expressão de seus direitos essenciais mínimos, mas prerrogativa que eventualmente adquire por se tornar titular de determinadas classes ou espécies de ações, o acionista pode submetê-lo a determinados vínculos, na proteção de seus interesses, sem que atente ao livre exercício de sua vontade. Até pelo contrário, a predeterminação do sentido do voto, em convenção, é decorrência do mesmo princípio de liberdade — a liberdade de contratar” (L. G. P. de B. LEÃES, *Efeitos sobre terceiros...*, p. 128).

573 “não se pode tributar respeito absoluto à soberania da vontade individual, já que constitui imperativo ético e legal cumprir a obrigação pactuada segundo os requisitos da lei. Como enfatiza o Prof. Luís Eulálio de Bueno Vidigal, não se compreende em virtude de que princípios devesse ser protegida a vontade que se obstina em não cumprir a obrigação” (J. A. T. GUERREIRO, *Execução específica...*, pp. 64-65).

574 “Para ser válida, a obrigação de exercer o voto de determinado modo deve ser compatível com os princípios do regime legal do direito de voto” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., p. 456).



extensão da vedação aos acordos de acionistas sobre aprovações de contas, é preciso qualificar o direito de voto.

Na maior parte das deliberações o voto tem por conteúdo uma manifestação de vontade. Quando se vota pela eleição de um administrador ou pelo pagamento de certo montante a título de dividendos, p.e., é isso que ocorre: o votante *manifesta sua vontade* de que certa pessoa seja nomeada administrador, ou de que certa parcela do patrimônio da companhia seja distribuída a seu acionistas. Havendo suficiente convergência de vontades, tem-se a deliberação por aprovada, e o voto produz os efeitos desejados.

Em alguns casos, porém, o voto encerra uma comunicação de conhecimento, que Pontes de Miranda define como uma comunicação em que “há carga preponderante de enunciado de fato: foi, não foi; é, não é; ou simplesmente: estou convencido de que foi, de que não foi, ou de que é, ou de que não é”<sup>575</sup>. É o caso das aprovações de contas<sup>576</sup> e laudos de avaliação.

A doutrina tradicionalmente entende que é ilícito o acordo de voto referente a comunicações de conhecimento – o chamado “voto de verdade”. É sempre lembrada a ilicitude do voto sobre aprovação de contas, para a qual invocam-se diferentes

---

575 F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPriv*, v. II..., p. 573.

576 Vide F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPriv*, v. II..., pp. 545–546

fundamentos<sup>577</sup>. Mas a proibição da convenção sobre o voto de verdade se estende a outros atos que tenham esse conteúdo, como a já citada aprovação de laudos de avaliação.

A razão não declarada para esse repúdio parece residir no conteúdo da obrigação vinculante do voto de verdade. Aquele que se obriga a aprovar as contas, sejam elas virtuosas ou corruptas, obriga-se a *mentir*, se necessário for. E esse tipo de obrigação não pode ser prestigiada pelo direito.

O segundo limite aos acordos de voto encontra-se igualmente no art. 177 do Código Penal, mas em seu § 2º, que veda a negociação do voto<sup>578</sup>. Vem à mente de imediato a venda do voto, pura e simples. No entanto, qualquer tipo de permuta, seja a contraprestação pecuniária ou não, caracteriza o comércio do voto. Em acordos bilaterais, é preciso que os acionistas tenham cuidado para não incorrer na *fattispecie* do art. 117, § 2º do Código Penal.

---

577 Comparato afirma que se obrigar a aprovar as contas equivaleria a renúncia ao direito de participar dos resultados: “Nem a aprovação dessas contas foi estipulada como obrigação dos consulentes ou condição do acordo. E ainda que isso se fizesse, tal estipulação seria evidentemente nula, por contrariar um princípio legal de ordem pública, qual seja o do respeito aos direitos essenciais do acionista, enumerados no art. 109 da Lei n.º 6.404. Pois obrigar-se, de modo genérico e antecipado, a aprovar contas sociais — num pacto concluído com acionistas que são também administradores sociais! — significa abrir mão do direito de participar dos lucros sociais e do de fiscalizar, na forma da lei, a gestão dos negócios sociais” (F. K. COMPARATO, *Validade e eficácia...*, p. 68). Carvalhosa vê nesse tipo de convenção uma inadmissível ratificação prévia de atos da administração: “Jamais os acordos de controle e aqueles de voto dos minoritários poderão ter por objeto ato de verdade, ou seja, a aprovação ou a desaprovação de relatório e das contas da administração e o balanço e demonstrações financeiras ou mesmo a ratificação de atos de natureza legal, como, v. g., o dividendo obrigatório declarado pelos órgãos da administração etc. Nesses casos, haveria típica ilicitude, representada pela prévia convenção a favor ou contra os atos de administração da companhia” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, p. 85). Lamy Filho e Pedreira entendem que ela importa a alienação do voto: “A obrigação assumida por acionistas, em acordo de acionistas, de exercerem o direito de voto, em determinadas matérias, para aprovar as propostas da administração da companhia, é, entretanto, incompatível com os princípios da lei, pois implica em transferir a terceiro a decisão sobre o conteúdo do voto” (A. LAMY FILHO; J. L. B. PEDREIRA, *Acordo de Acionistas Sobre Exercício...*, p. 294). Já Barbi Filho chama a atenção para o fato das contas dos administradores não serem *negociáveis*, uma observação intimamente relacionado ao fato de não tem conteúdo volitivo: “Acordos que tenham por objeto declaração de verdade. Os acionistas não podem pactuar o exercício do voto relativo a matérias concernentes à aprovação ou rejeição de contas dos administradores, as quais não são negociáveis” (C. BARBI FILHO, *Acordo de acionistas*, p. 98).

578 Art. 177, § 2º – Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembléia geral.

O terceiro, é a vedação à alienação do voto<sup>579</sup>. Como explica Carlos Lobo, é o próprio acionista que deve determinar o conteúdo de seu voto<sup>580</sup>.

O que está em jogo é a manutenção do voto nas mãos daquele que tem interesse nos resultados da companhia. O direito brasileiro é bastante tolerante com relação à separação entre propriedade e controle, permitindo que até metade das ações sejam privadas do direito de voto – isso desde 2001, pois até o advento da Lei n. 10.303 admitia-se que até *dois terços* das ações sofressem dessa *capitis diminutio*. Permitir que o mesmo resultado fosse alcançado por meio de acordos de acionistas agravaria o problema, e poderia levar ao surgimento de *voting trusts*<sup>581</sup>.

Uma disposição muito comum em acordos, que tangencia a proibição à alienação do voto, é aquela que obriga um acordante a votar pela eleição dos administradores indicados por outro. Mas ela é normalmente uma disposição instrumental, parte de um acordo mais amplo que visa a garantir a participação de suas partes na administração da empresa. Considerado esse contexto ampliado, não se pode dizer que o acionista esteja propriamente alienando seu voto; é possível até que ele esteja garantindo para si, mediante outras disposições do acordo, uma *maior* participação na companhia.

Tampouco ocorre a alienação do voto quando se estabelece a realização de uma reunião prévia para definir o sentido do voto comum, pois nessa reunião os acordantes terão a oportunidade de influenciar a decisão a ser tomada. Não se pode dizer, nessas circunstâncias, que os acionistas teriam se desinteressado do voto.

---

579 Lamy Filho e Pedreira citam-na como razão para a vedação ao acordo quanto a voto de verdade (conforme trecho citado na nota de rodapé n. 68). Igualmente condenam a prática Barbi Filho (“O acordo não pode implicar uma cessão do direito de voto. Não se admite que alguém mantenha a propriedade da ação e transfira em definitivo o direito de voto a ela inerente” (*Acordo de acionistas*, p. 97)) e Carvalhosa (“outra forma ilícita será a convenção pela qual se obriga o acionista minoritário (acordo de voto) ou controlador a votar conforme a vontade dos administradores da companhia ou, então, de pessoas estranhas a ela” (*Acordo de Acionistas...*, p. 82)) e outros, como se verá a seguir.

580 “O que a lei requer é que o voto manifeste a vontade do acionista, e não de terceiros: não são válidos os atos pelos quais o acionista cede e transfere a terceiro o direito de votar, obriga-se a votar de determinado modo em troca de um pagamento, ou a manifestar seu voto de modo que no futuro vier a ser determinado por outro acionista, pela administração da companhia ou por terceiro” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., p. 456).

581 No *voting trust* o acionista transfere a propriedade de suas ações a um fiduciário. Este último passa a ser o proprietário das ações perante a companhia, exercendo todos os direitos a ela atrelados – inclusive o voto. O rendimento proporcionado pelas ações, todavia, continua pertencendo aos fiduciários.

### III.4.3. Efeitos sobre os administradores

Dentre as inovações à disciplina dos acordos de acionistas trazidas pela Lei n. 10.303 de 2001, provavelmente aquela que causou mais debates foi a suposta sujeição dos órgãos da administração aos efeitos dos acordos de acionistas.

Os §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. estendem a tais órgãos todos os efeitos dos acordos referidos na seção III.1. De uma forma geral, a doutrina entende que esses dispositivos estabelecem a vinculação dos administradores aos termos dos acordos de acionistas. Mesmo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), um dos mais vocais críticos da inclusão dos administradores nos citados parágrafos, parte desse pressuposto<sup>582</sup>.

Demonstrar-se-á abaixo que essa é uma interpretação equivocada do art. 118, §§ 8º e 9º, pois a Lei das S.A. não vincula os administradores aos acordos de acionistas. Para tanto, iniciar-se-á criticando o entendimento contrário.

#### III.4.3.A. CRÍTICA AOS POSSÍVEIS FUNDAMENTOS PARA A VINCULAÇÃO DOS ADMINISTRADORES AOS ACORDOS DE ACIONISTAS

Há essencialmente três argumentos para defender-se a plena vinculação dos administradores aos acordos de acionistas: **(i)** sua caracterização como partes dos acordos; **(ii)** sua caracterização como *representantes* das partes dos acordos; e **(iii)** o caráter hierárquico das sociedades anônimas. Analisar-se-á tais propostas nessa ordem.

Para Carvalhosa, os administradores devem ser considerados *parte* dos acordos de acionistas sobre exercício do poder de controle. Não no sentido formal, *i.e.*, como signatários de tais acordos, mas no sentido *material*<sup>583</sup>.

Essa caracterização baseia-se no fato de ser impossível dar pleno efeito a tais acordos sem a colaboração dos administradores. Em outra passagem da obra citada, Carvalhosa também cita como critérios para qualificar alguém como parte em sentido material de um negócio a titularidade **(i)** de direitos e deveres dele decorrentes e **(ii)** de

---

582 Vide IBGC, *Carta Diretriz – Independência dos Conselheiros de Administração...*

583 “São os administradores partes em sentido substancial na medida em que o acordo de controle não pode ser executado sem a manifestação da vontade deles nas matérias relevantes e extraordinárias elencadas no próprio pacto” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, p. 257).

interesses nele envolvidos<sup>584</sup> – sem esclarecer se seriam dois critérios distintos, ou se um seria subsumível ao outro ou prevaleceria sobre o outro.

Em favor de seu entendimento, o autor cita Santoro-Passarelli<sup>585</sup>. Mas ao contextualizar-se o ensinamento do autor italiano citado por Carvalhosa, percebe-se que a interpretação que este último lhe confere é demasiado extensiva. Segundo Santoro-Passarelli, são partes em sentido material aquelas *em nome ou por conta de quem* celebra-se um negócio<sup>586</sup>. Trata-se aqui do fenômeno da representação, ou substituição, como observa Comparato<sup>587</sup>. Nesses casos, não é o representante ou substituto que tem interesse no negócio, mas o representado ou substituído – daí porque se pode dizer que são estas as verdadeiras partes, ou partes em sentido material (em contraposição aos signatários do instrumento aplicável, que serão partes do negócio tão somente em sentido formal)<sup>588</sup>.

É evidente que ao celebrar um acordo os acionistas não agem como representantes dos administradores da companhia. E tampouco pode-se dizer que os administradores têm interesse *jurídico* na convenção avençada (embora sem dúvida possam ter interesses de outras ordens).

Tem-se, assim, que um dos fundamentos invocados por Carvalhosa é essencialmente equivocado. O outro, é a impossibilidade do cumprimento das obrigações

---

584 Veja-se o seguinte trecho: “nesse sentido, são partes no negócio de controle todos os titulares de direitos e de deveres deles decorrentes, ou seja (i) os seus acionistas signatários e (ii) a companhia, que tem interesse permanente em sua execução” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, p. 42). Não fica claro nesta passagem se para Carvalhosa há um vínculo intrínseco entre a companhia ter interesse no acordo e ser titular de direitos e deveres deles decorrentes. Em outro trecho o autor cita apenas o interesse, o que leva o intérprete a entender que o foco de Carvalhosa está mesmo sobre esse critério: “o conceito de parte não diz respeito unicamente àquele que manifestou formalmente sua vontade no negócio jurídico, mas relaciona-se basicamente com o titular do interesse envolvido” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, p. 42).

585 “Invoca-se, a propósito, a lição de Santoro-Passarelli: “Em contraposição às partes que intervêm na conclusão do negócio e que se chamam partes em sentido formal, as que o são relativamente aos efeitos dizem-se partes em sentido substancial” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, p. 42).

586 “Entre os terceiros, relativamente aos quais o negócio não pode produzir efeito, não devem incluir-se aqueles em nome de quem, ou simplesmente por conta de quem, o negócio é concluído. Estas pessoas, se são terceiros relativamente à actividade negocial, não são terceiros mas sim partes da relação a que o negócio se refere e, por isso, partes relativamente aos efeitos do negócio. Em contraposição às partes que intervêm na conclusão do negócio e que se chamam partes em sentido formal, as que o são relativamente aos efeitos dizem-se partes em sentido substancial” (F. SANTORO-PASSARELLI, *Teoria geral...*, p. 198). Note-se que essa é uma citação mais completa do trecho invocado por Carvalhosa.

587 “A nosso ver, a distinção entre parte em sentido formal e parte em sentido substancial corresponde, sempre, ao fenômeno da substituição, negociar ou processual, porque é só nesta hipótese que há dissociação entre a titularidade do interesse e a manifestação de vontade própria” (F. K. COMPARATO, *Validade e eficácia...*, pp. 57-58).

588 “Em todas essas hipóteses, verifica-se que o titular do interesse não coincide com aquele que age ou manifesta declaração de vontade negociar. Este último, autor ou co-autor do negócio jurídico, é parte em sentido formal; enquanto o verdadeiro titular do interesse é parte em sentido substancial” (F. K. COMPARATO, *Acordo de acionistas e interpretação...*, p. 34).

constantes dos acordos de acionistas sobre exercício do poder de controle sem a cooperação dos administradores, o que é frequentemente um fato incontestável. No entanto, ele é insuficiente para sustentar a caracterização dos administradores como parte desses acordos. Não é necessária uma análise detida da disciplina da *promessa de fato de terceiro* (arts. 439 e 440 do Código Civil) para chegar-se a essa conclusão.

Por fim, se os acordos de acionistas sobre exercício do poder de controle criam direitos e obrigações para os administradores é uma questão a ser definida, como se verá na alínea III.4.3.b. Ainda que o façam, não é certo que isso torna os administradores parte de tais acordos – para isso, é (no mínimo) necessário que os direitos e obrigações de titularidade dos administradores por eles criados sejam distintos daqueles aplicáveis a terceiros em geral<sup>589</sup>.

Restam poucas dúvidas, portanto, de que os administradores *não* são parte dos acordos de acionistas – sobre exercício do poder de controle ou não. E é possível deixá-las para trás aliando-se a Bulhões Pedreira<sup>590</sup> e Comparato<sup>591</sup>, para quem os administradores são terceiros relativamente aos acordos.

É preciso, assim, procurar outras referências para estabelecer os termos dessa relação.

Paulo Aragão argumenta que os administradores eleitos nos termos de acordo de acionistas vinculam-se a seus termos por serem *representantes* daqueles que os elegeram. Os atos de tais administradores, portanto, seriam atos dos próprios acordantes.

---

589 Na subseção III.2.1 trata-se brevemente das obrigações que um contrato pode criar para terceiros.

590 “Essa obrigação de fazer [com que o conselheiro indicado vote de acordo com a orientação daquele que o indicou] é designada “de fato de terceiro”, porque não tem por objeto prestação da pessoa obrigada, mas fato de terceiro. O Código Civil a regula no art. 929 [atual art. 439, caput], ao dispor que “aquele que tiver prometido fato de terceiro responderá por perdas e danos, quando este não o executar”. Essa obrigação é de resultado, e não de meios, porque o devedor se obriga a conseguir determinado resultado” (J. L. B. PEDREIRA, *Acordo de acionistas...*, p 240).

591 “Qual a sanção dessa ilegitimidade de parte? A meu ver, claramente a ineficácia direto do estipulado, tal como estipulado. Vale dizer que, não tendo sido os membros do conselho de administração partes no acordo – nem podendo sê-lo, enquanto administradores –, não se acham eles minimamente vinculados pelo convencionado. O acordo de acionistas é, para eles, *res inter alios acta*. Em consequência, nenhuma das partes no acordo de acionistas em questão tem direito e pretensão para exigir das demais o cumprimento do avençado” (F. K. COMPARATO, *Ineficácia de estipulação...*, p. 180). Note-se que o acordo entre Pedreira e Comparato não alcança a questão dos efeitos das estipulações relativas aos administradores, mas essa divergência foi tornada obsoleta pela Lei n. 10.303, que sepultou o entendimento de Comparato.

De acordo com Aragão, em geral no Brasil os administradores não são realmente independentes, mas prepostos dos controladores. Subordiná-los integralmente aos acordos de acionistas seria apenas reconhecer essa realidade<sup>592-593</sup>.

O erro desse argumento encontra-se em sua raiz. Não há nada na Lei das S.A. que autorize o intérprete a concluir que os administradores eleitos nos termos de acordos de acionistas são *representantes* daqueles que os elegeram. Pelo contrário – seu art. 154, § 1º dispõe que “o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres”. Essa regra constitui uma especificação daquela constante do *caput* do mesmo artigo, segundo a qual o administrador deve utilizar seus poderes para lograr os fins e no interesse *da companhia* – norma que encontra paralelo no direito estrangeiro, como o britânico, que é enfático em determinar que os deveres dos *directors* são devidos à companhia, e não aos acionistas<sup>594</sup>.

Essas disposições legais apontam para a caracterização dos administradores como agentes das sociedades, e não seus acionistas – um entendimento que harmoniza perfeitamente com aquele consagrado pela doutrina brasileira pelo menos desde Pontes de Miranda, segundo quem os administradores não são mandatários (seja da sociedade, seja

---

592 “Assim, na medida em que o conselheiro está eleito, por força dos compromissos celebrados livremente pelo acionista que o indicou, para representar esse acionista nas reuniões de conselho e cumprir os compromissos do acionista quanto a determinadas decisões relevantes na vida da sociedade, parece descabido dizer que o cumprimento dos acordos prejudica a melhor governança corporativa. Estranho argumento este, segundo o qual cumprir os contratos celebrados é algo prejudicial à boa administração das sociedades anônimas. Na verdade, o raciocínio dos críticos da norma parte de uma premissa equivocada quase que em caráter geral. O conceito de que os conselheiros são, no Brasil, escolhidos pela sua independência — isto sim, uma regra saudável de governança corporativa — é a exceção no Brasil, ao contrário do que sucede em outros países. Aqui, na maioria dos casos, os conselheiros terminam sendo os próprios diretores, gerentes e empregados dos acionistas ou a eles vinculados de outras formas similares, que reduzem ou eliminam a respectiva independência. Sua indicação, desde o início, nada mais representa do que a nomeação de um preposto para representar o acionista na reunião do conselho de administração, e não a indicação de um terceiro verdadeiramente independente, que irá representar, de forma não particular, o interesse de todos os acionistas” (P. C. ARAGÃO, *A disciplina do acordo...*, pp. 375-376).

593 Carvalhosa também lança argumento no sentido exposto: “Como reiterado, o regime de autotutela foi trazido pela Lei n. 10.303, de 2001, ao incluir na esfera do acordo de controle as deliberações tomadas pelos *representantes* da comunhão dos controladores no conselho de administração e na diretoria” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas...*, p. 247).

594 “British law is clear: the common law formulation was that duties of the directors were owed to “the company” and that is repeated in section 170(1) in respect of the statutory duties” (P. DAVIES, *Principles of Modern...*, p. 479). Em tradução livre: “O direito britânico é claro: a formulação da *common law* era de que os deveres dos *directors* são devidos “à companhia”, e isso se repete na seção 170(1) [da *Companies Act*] no que respeita aos deveres estatutários”.

de seus acionistas), mas verdadeiros órgãos da pessoa jurídica<sup>595</sup>, cujos poderes decorrem da lei e dos estatutos<sup>596-597</sup>.

Já o fato de os administradores das companhias brasileiras serem frequentemente subordinados aos acionistas não pode ser utilizado como argumento para afirmar que aqueles são representantes destes. Tal subordinação decorre em parte da concentração da propriedade acionária que caracteriza as companhias brasileiras, mas ela também é fruto das regras jurídicas aplicáveis às relações entre acionistas e administradores – e há boas razões para não se adotar um entendimento jurídico que se limite a corroborar e legitimar a subordinação fática.

Os direitos estadunidense e britânico (analisados nas subseções III.3.1 e III.3.2, respectivamente) fornecem o exemplo. Ambos (e especialmente o direito britânico) limitam a possibilidade de vinculação dos administradores aos acordos de acionistas com vistas a acentuar seus deveres para com a companhia e os minoritários. Pode-se contra-argumentar que isso seria desnecessário, pois a vinculação dos administradores ao acordo não prejudicaria tais deveres<sup>598</sup>. Mas ao afirmar tal vinculação, fornece-se aos administradores uma *razão para agir*<sup>599</sup>, que interferirá em seu julgamento – que deveria ser preservado, tanto quanto possível, de fatores estranhos ao interesse da companhia.

Uma hipótese que segue a mesma linha adotada por Aragão é aventada por Carlos Lobo: os administradores estariam vinculados aos acordos de acionistas em virtude do princípio da boa-fé, que não permitiria que os acordantes se utilizassem dos

---

595 “Quanto ao exercício de apresentação da pessoa jurídica (= como órgão da vida exterior), a sua [*i.e.*, dos diretores] posição é a de órgão, - não a de representante legal, ou voluntário” (F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPPriv*, v. 1, p. 540).

596 “Os administradores são representantes orgânicos da companhia, decorrendo seus poderes e atribuições da lei e do estatuto, não de um mandato por ela outorgado” (N. EIZIRIK, *A Lei das S.A.*, v. 2, p. 256).

597 Curiosamente, Carvalhosa aplica o entendimento esposado neste parágrafo apenas para administradores eleitos nos termos de acordos de acionistas que não disponham sobre o exercício do poder de controle: “No que respeita, ainda, aos limites dessa atividade minoritária alcançada pelo acordo de voto, a lei societária brasileira dispõe que o “administrador tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres”. E, com efeito, os administradores não são mandatários de acionistas, mas corporificam órgão da companhia. Uma vez legitimamente eleitos, passam a agir em nome e no interesse da companhia e não no interesse do grupo de acionistas minoritários que os elegeram” (M. CARVALHOSA, *Acordo de Acionistas*, p. 268). É difícil entender como os administradores eleitos pelos controladores poderiam ser caracterizados como seus representantes, mas não aqueles eleitos pelos minoritários.

598 Este é um entendimento razoavelmente difundido na doutrina. Seus principais adeptos são Arnaldo Wald, Calixto Salomão Filho e Marcelo Vieira Von Adamek, conforme citado em E. GORGA e M. GELMAN, *O esvaziamento crescente*, nota de rodapé n. 14.

599 Na filosofia ética, uma razão para agir é qualquer razão que justifique, motive ou explique uma ação – ou seja, que possa ser invocada para responder à pergunta “por que você fez isto?”.



administradores por eles eleitos para descumprir o acordo<sup>600</sup>. O sucesso desse entendimento depende da caracterização dos administradores como representantes ou prepostos dos acordantes, o que se demonstrou um equívoco. Sem esta base, o argumento de Lobo desaba.

Muito consistente é o raciocínio de Bulhões Pedreira – que todavia limita-se aos acordos de acionistas sobre o exercício do poder de controle. Baseando-se em Comparato, o advogado carioca afirma que a sociedade por ações é uma estrutura hierárquica, com a assembleia geral no topo. Essa estrutura seria caracterizada pelo poder de as instâncias superiores “determinar[em] e fiscalizar[em] a ação ou comportamento do[s] subordinado[s]”<sup>601</sup>.

A própria Lei das S.A. reconheceria esse poder, na medida em que o art. 116 estabelece que o exercício do poder de controle compreende a direção das atividades sociais e orientação do funcionamento dos órgãos da companhia (al. b). Esta disposição, aliada ao caráter hierárquico da sociedade, resultaria no dever de os administradores eleitos pelo acionista controlador observarem as decisões deste último relativamente às exigências do interesse social – ainda que a lei ou o estatuto atribuam a competência para tal decisão aos administradores. Ao investigador do direito das companhias caberia apenas harmonizar as exigências de obediência ao poder de controle às exigências dos deveres dos administradores<sup>602</sup>.

---

600 “De se observar, por fim, que a vinculação dos votos dos administradores aos compromissos assumidos em acordo de acionistas, sob cujos termos foram eleitos, é exigência do princípio da boa-fé na execução do contrato (C. Civil, art. 422), pois não se pode admitir que o acionista se vincule a uma determinada deliberação por força do acordo de acionistas, do qual é parte, e o conselheiro pelo mesmo acionista eleito, nos termos do mesmo acordo de acionistas, possa frustrar sua aplicação pelo voto contrário à deliberação aprovada consoante o acordo de acionistas” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., pp. 486-487).

601 J. L. B. PEDREIRA, *Acordo de acionistas...*, p. 229.

602 Dois trechos da lavra de Bulhões Pedreira são importantes para entender seu argumento: (i) “Na interpretação e aplicação da lei brasileira, não cabe questionar se o acionista controlador pode ou não dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, uma vez que esse poder lhe é expressamente reconhecido pelo art. 116 da Lei. Nem afirmar que o administrador da companhia é “autônomo” no exercício de suas funções, no sentido de que ao exercer suas atribuições está submetido exclusivamente às normas da Lei, e não tem o dever de observar a orientação recebida dos ocupantes dos cargos a que está subordinado na estrutura hierárquica da companhia. A tarefa do intérprete há de ser resolver os conflitos, aparentes ou reais, entre o poder de controlador e os deveres legais do administrador, distinguindo entre os aspectos de legalidade e conveniência das ordens do controlador” (*Acordo de acionistas...*, p. 234); e (ii) “A obrigação de fazer com que membros do Conselho de Administração votem de acordo com a deliberação do grupo de acionistas que detém o poder de controle não é incompatível com as atribuições legais do Conselho de Administração nem com os deveres legais dos administradores da companhia, mas se ajusta perfeitamente ao sistema da lei, que reconhece a quem detém o controle da companhia o poder de dirigir as suas atividades e orientar o funcionamento dos órgãos sociais. Se o controlador, no exercício do poder político na companhia, delibera que determinado ato de competência do Conselho de Administração é do interesse da

Os argumentos de Pedreira podem ser arrematados com uma observação de Carlos Lobo, segundo quem o art. 118 legitimaria o uso dos acordos de acionistas para a subordinação dos administradores, na medida em que seu *caput* lista expressamente o exercício do poder de controle como um dos objetos típicos dos acordos<sup>603</sup>.

Adotando-se esse entendimento, os administradores somente gozariam de autonomia quando não houvesse acionista controlador, ou a assembleia não exercesse o poder de “decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento” (art. 121 da Lei das S.A.)<sup>604</sup>.

Os argumentos de Bulhões Pedreira são contundentes porque esteiam-se em disposições expressas da Lei das S.A. Mas eles não dizem nada sobre as condições a que estão sujeitos os administradores eleitos nos termos de acordos de acionistas que *não* disponham sobre o exercício do poder de controle, e o art. 118 da Lei das S.A. não diferencia os diversos tipos de acordo quanto a seus efeitos sobre os administradores. Qualquer tentativa de explicar tais efeitos deve ser igualmente aplicável a todos os tipos de acordo, tal como qualquer tentativa de explicar o conceito de *personalidade jurídica* precisa levar em consideração todos os tipos e subtipos de pessoas jurídicas existentes (dos entes públicos às sociedades em nome coletivo). Pode-se argumentar que o fundamento da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas varia conforme varia o tipo de acordo, mas nenhum dos autores citados acima seguiu esse caminho.

---

companhia, e seu poder de controle compreende o de orientar o funcionamento dos órgãos sociais, pode legitimamente instruir os membros do Conselho de Administração por ele eleitos a votarem, na reunião do Conselho, segundo a deliberação do grupo controlador, e a relação hierárquica entre o grupo controlador e os membros do Conselho impõe a estes a observância da instrução recebida. Por conseguinte, o membro do grupo controlador que se obriga a fazer com que o conselheiro por ele indicado vote segundo as deliberações do grupo controlador está, na verdade, se obrigando a fazer com que o conselheiro cumpra seu dever” (*Acordo de acionistas...*, p. 241).

603 “A inserção do exercício do poder de controle no caput do artigo 118 deixa expresso que o objeto do acordo de acionistas, quando celebrado pelo acionista controlador, não se limita ao ato de votar na Assembleia, mas se estende pela ação diuturna de supervisionar e orientar o funcionamento dos órgãos de administração da companhia” (C. A. DA S. LOBO, §§ 113-121..., p. 444).

604 “Na companhia em que a assembleia geral não exerce todo o poder que a lei lhe confere, ou que não tem acionista controlador, o Conselho de Administração detém, de fato, o poder supremo na direção das atividades sociais e fixa a orientação geral dos negócios da companhia, com fundamento no disposto no inc. I do art. 42; mas se a assembleia geral exerce seus poderes de decidir todos os negócios relativos ao objeto social e tomar as resoluções que julgar conveniente à sua defesa e desenvolvimento (art. 121), ou se a companhia tem acionista controlador que usa do poder, que lhe reconhece o art. 116, de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, o Conselho de Administração não tem autonomia para fixar a orientação geral dos negócios da companhia, pois somente exerce a atribuição do inc. I do art. 142 segundo a orientação definida pela assembleia ou pelo acionista controlador” (J. L. B. PEDREIRA, *Acordo de acionistas...*, p. 236).

Não se nega que as partes de um acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle exercem poder sobre os administradores; mas esse poder funda-se no controle, e não no acordo.

Como se vê, nenhum dos principais defensores da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas conseguem sustentar de forma plausível sua posição. Diante disso, faz-se necessário investigar a possibilidade de os acordos de acionistas não vincularem os administradores.

### III.4.3.B. INEXISTÊNCIA DE VINCULAÇÃO DOS ADMINISTRADORES PELOS ACORDOS DE ACIONISTAS.

Argumentar que os acordos de acionistas não vinculam os administradores de companhias pode parecer inusitado, em vista da expressa referência feita pelo § 9º do art. 118 da Lei das S.A. aos “membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas”.

Como já se disse<sup>605</sup>, a doutrina vem entendendo essa referência como um sinal de que os administradores têm o dever ou a obrigação de votar no sentido determinado pelo acordo. Para melhor compreender essa posição, convém resgatar o conceito de *dever* e de seu costumeiro complemento, a *obrigação*.

O *dever* é a contrapartida do direito, e seu conteúdo consiste em um ato ou omissão (dar, fazer, não fazer ou pagar)<sup>606</sup>. Normalmente o direito é acompanhado de uma pretensão, *i.e.*, do poder de exigir a prestação que preenche o dever<sup>607</sup>. A contrapartida da pretensão é a *obrigação*, *i.e.*, “a relação jurídica entre duas (ou mais) pessoas, de que decorre a uma delas, ao *debitor*, ou a algumas, poder ser exigida, pela outra, *creditor*, ou outras, prestação”<sup>608</sup>.

---

605 Vide fl. 194.

606 Vide os seguintes trechos, da autoria de Pontes de Miranda: “O dever jurídico é o correlato do direito: ao *plus*, que é o direito, corresponde o *minus* do dever. [...] Quem está no lado ativo da relação jurídica é o sujeito do direito; quem está no lado passivo é o que deve, o devedor (em sentido amplo)” e “O conteúdo dos deveres consiste em ato ou omissão do devedor, ou, nos casos de responsabilidade objetiva, reparação pelo fato anterior ao qual se haja exposto o devedor” (*TDPPriv*, v. XXII, pp. 501-502 e 507)

607 “Pretensão é a posição subjetiva de poder exigir de outrem alguma prestação positiva ou negativa” (F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPPriv*, v. V, p. 533)

608 F. C. PONTES DE MIRANDA, *TDPPriv*, v. XXII, pp. 59-60.

Um exemplo muito simples esclarece esses conceitos. Imagine-se que A empresta a B em mútuo R\$ 100,00, e concede prazo de 30 dias para que lhe seja restituída a quantia emprestada. Imediatamente surgirá para A o *direito* à restituição do valor mutuado, e para B o *dever* de restituí-la. Mas até que se passem 30 dias, A não poderá exigir que B lhe devolva os R\$ 100,00 emprestados. Somente uma vez vencido tal prazo surgirão *pretensão* e *obrigação*.

Em regra, os contratos criam direitos e deveres apenas para suas partes – norma conhecida como *relatividade dos efeitos do contrato*. Excepcionalmente, tais efeitos podem ser estendidos a terceiros – p.e., no caso de estipulação em favor de terceiro.

Viu-se na alínea III.4.3.a que as justificativas invocadas para estenderem-se os efeitos dos acordos de acionistas aos administradores são falhas. Seria preciso encontrar na própria lei algo que permita concluir nesse sentido. Quem perscruta a Lei das S.A. à procura de tal fundamento, todavia, nada encontra.

O § 8º do art. constitui um *dever para o presidente da assembleia ou órgão colegiado da companhia*, como se viu na subseção III.2.1. O direito correspondente cabe ao prejudicado pelo voto contrário ao acordo – o acordante ou o administrador eleito nos termos do acordo que tenha votado contrariamente ao pacto sequer é parte dessa relação.

Já o § 9º constitui um *direito* para o acionista prejudicado pela ausência do acordante ou administrador eleito nos termos do acordo à reunião ou assembleia relevante, ou pelo voto contrário ao acordo. Mas é importante atentar para o verbo *constituir*. Se o § 9º outorgasse ao prejudicado o direito à autotutela, seria preciso reconhecer a pré-existência de um direito, a ser efetivado de mão própria. Mas não é isso que ocorre. Por força de tal dispositivo, a ausência do acordante ou administrador indicado nos termos do acordo e a desconsideração do voto por qualquer desses proferido fazem surgir para o acordante prejudicado o direito à representação do acionista ou administrador ausente ou faltante. A pretensão que acompanha a esse direito não é a dirigida àquele que descumpriu o acordo, mas à companhia, cuja obrigação consiste em computar o voto do prejudicado como se do faltante fosse. Nessa relação o acordante ou administrador eleito nos termos do acordo que tenha faltado à assembleia ou reunião ou votado contrariamente ao acordo assume um papel de completo coadjuvante, não se sujeitando a qualquer direito ou pretensão que não seja plenamente aplicável a terceiros em geral.

Conclui-se, portanto, que as disposições dos §§ 8º e 9º do art. 118 *não* vinculam os administradores aos acordos de acionistas – uma conclusão a que chega também Glauco da Rocha em sua dissertação de mestrado<sup>609</sup>. E Bulhões Pedreira (surpreendentemente, considerando suas opiniões expostas na alínea III.4.3.a), embora não declare expressamente seu entendimento nesse sentido, afirma que o acordo deixa o administrador livre para

agir segundo suas convicções, e se não consegue convencer os serviços jurídicos [da companhia] ou o acionista controlador da ilegalidade da ordem, deve se recusar a cumpri-la; mas o fato de assim agir não lhe dá o direito de impedir que o acionista controlador exerça o poder de destituí-lo<sup>610</sup>.

Pedreira, dessa forma, reconhece que o poder dos acionistas sobre os administradores por eles eleitos não se manifesta por meio da sujeição daqueles no exercício de suas funções, mas da faculdade de nomear e destituir administradores.

O exposto acima não deve ser entendido no sentido de permitir que os administradores eleitos nos termos de acordo de acionistas ignorem o pactuado. Tal como quaisquer terceiros, eles estão sujeitos ao dever de “manter uma postura ética, respeitando a relação contratual estabelecida entre dois contratantes”<sup>611</sup>. Isso significa que eles devem se abster de agir para frustrar a aplicação do acordo – *e.g.*, mancomunando-se com o acionista que o houver indicado para prejudicar a outro(s). O fato de o administrador eleito nos termos de acordo de acionista não se vincular a ele não torna lícito que ele atue como “mero porta-voz do acionista que o nomeou, interessado – por motivos diversos – em descumprir o acordo”, comportamento temido e repudiado por Paulo Aragão<sup>612</sup>.

---

609 “A nosso ver, os §§ 8º e 9º não estabelecem ao conselheiro eleito pelo acordo a “obrigação” de votar conforme suas disposições ou conforme a vontade da comunhão. O que ocorre é que o acordo impede a produção dos efeitos do voto contrário à avença e permite o suprimento do voto do conselheiro ausente ou omissor. Portanto, a recusa do voto ou da ausência ou omissão de voto será modelada pelos efeitos irradiados pelo acordo de acionistas” (G. DA ROCHA, *A vinculação do conselheiro...*, fl. 96).

610 J. L. B. PEDREIRA, *Acordo de acionistas...*, pp. 234-235.

611 Vide nota de rodapé n. 496.

612 *A disciplina do acordo...*, p. 377.

### **III.5. Caso Oi**

Nas seções I.6 e II.6 verificou-se a estrutura de controle da Oi e analisou-se a ocorrência de abuso do poder de controle na Capitalização (aumento de capital da Oi mediante integralização de patrimônio da PT Tel).

Ao narrar-se a Capitalização, em nenhum momento fez-se referência ao art. 118, §§ 8º e 9º da Lei das S.A. – simplesmente porque ele nunca foi invocado por qualquer dos controladores ou conselheiros da Oi. Um conselheiro de administração chegou a insurgir-se contra a operação, mas ele fora eleito pelos acionistas minoritários, e portanto não estava vinculado ao acordo.

Essa total invisibilidade dos §§ 8º e 9º do art. 118 contraria um temor expresso por muitos daqueles que criticam tais dispositivos: a possibilidade de que eles sejam utilizados para compelir os acionistas ou administradores a agirem contrariamente aos interesses da companhia e praticarem abusos. Não foi o que aconteceu no caso da Oi: da conclusão a que se chegou na seção II.6, tem-se que todos os controladores da Oi e conselheiros de administração por eles eleitos concorreram para um episódio de abuso do poder de controle (ao arbitrar um valor excessivo para Acervo PT Tel *Ex-Brasil*) de forma absolutamente voluntária.

Para explicar-se esse comportamento, retomar-se-á a narração da Operação, de uma nova perspectiva. Após, explorar-se-á uma alternativa hipotética e especificamente a situação dos administradores, para ao final tecer-se um breve comentário *de lege ferenda*.

#### **III.5.1.A. A COOPERAÇÃO ENTRE OS ACIONISTAS DA TELEMAR NO ÂMBITO DA OPERAÇÃO**

A PT Tel possuía (através da Bratel) apenas 12,069% das ações com direito a voto da Telemar, parcela insuficiente para aprovar qualquer deliberação no âmbito do Acordo Telemar Geral. Se ela tivesse tentado emplacar a Capitalização sem qualquer consideração pelos demais controladores da Oi, um fracasso devastador seria quase inexorável.

Não são necessários cálculos ou projeções para concluir-se que a PT Tel tornar-se-ia o exemplo arquetípico da temeridade se ela assumisse integralmente os riscos e custos de planejar e executar a Operação, sujeitando-se a oposição por parte dos demais controladores da Oi e defendendo-se sozinha contra eventuais questionamentos por parte

de acionistas minoritários e da CVM – tudo ciente de que suas chances de obter os votos necessários nas reuniões prévias seriam reduzidas, e que suas únicas esperanças de reverter essa derrota residiram nas assembleias da Telemar e da Oi (em que sua posição seria igualmente minoritária), ou em juízo.

Era imprescindível, portanto, que a PT Tel obtivesse o apoio dos demais controladores da Oi para implementar a Operação. E a análise dos acordos de acionistas aplicáveis à Telemar aponta que, em última instância, seria necessária a aprovação de *todos* eles.

A Capitalização, e a Operação como um todo, incluíam diversas deliberações sobre *Matérias Qualificadas* – aquelas (i) que para receberem voto favorável pela AG Tel e LF Tel no âmbito do Acordo AG/LF/FATL, e AG Tel, LF Tel e Bratel no âmbito do Acordo Telemar Geral, exigiam unanimidade entre AG Ltda., Jereissati Tel e PT Tel, nos termos dos Acordos AG/LF; (ii) em cujas deliberações o voto do FATL é determinado no âmbito dos Acordos AG/LF, nos termos do Acordo AG/LF/FATL; e (iii) cuja aprovação no âmbito do Acordo Telemar Geral exige voto favorável de até 84,7% das ações vinculadas ao acordo, sendo que uma das deliberações sujeita-se ao quórum, excluído o voto dos acionistas em conflito de interesses, de 75% (aquela relativa a “operações em valor superior a R\$ 10 milhões entre a Telemar ou suas Controladas Relevantes, de um lado, e acionistas da Telemar ou partes a elas relacionadas, de outro – justamente o caso da Capitalização)<sup>613</sup>.

AG Tel, LF Tel, Bratel e FATL, reunindo suas participações, somavam 62,29% das ações vinculadas ao Acordo Telemar Geral<sup>614</sup>. Seriam necessárias ações representando outras 22,41% daquelas vinculadas ao Acordo para obter-se quórum para a aprovação de todas as resoluções exigidas pela Operação. Para isso seria preciso o apoio do bloco formado por BNDES Par, Petros, Funcef e Previ<sup>615</sup>.

Por outro lado, o diretor presidente da Oi na ocasião era o Sr. Zeinal Bava, que era também diretor presidente da PT Tel, o que conferia a esta última sociedade influência direta sobre a Oi.

Diante dessas circunstâncias, a estratégia adotada pela PT Tel para conquistar o apoio necessário para a aprovação da Operação foi negociá-la em duas etapas.

---

613 Vide subseções I.6.1 a I.6.6.

614 Conforme Anexo I.

615 Sobre a existência desse bloco, vide a nota de rodapé n. 128.

A primeira envolveu AG Ltda., Jereissati Tel e Oi, e resultou na celebração do *MOU*. Nesse documento já se desenhava a “*taxa*” que a PT Tel pagaria aos demais controladores da Oi para aprovar a Operação: a permuta de ações de CTX e Contax entre PT Tel (de um lado) e AG Ltda. e Jereissati Par (de outro); e a liquidação das dívidas da Telemar. Em linhas gerais, o *MOU* já estabelecia até mesmo o *preço* dessas operações, pois dispunha que a seu final a PT Tel teria direito a 554,47 milhões de ações da CorpCo (excluídas aquelas adquiridas através da Capitalização)<sup>616</sup>.

Logo após a celebração do documento, a própria Oi divulgou-o por meio do fato relevante de 2 de outubro de 2013. PT Tel, AG Ltda., Jereissati Tel e a própria Oi, portanto, iniciaram e tornaram pública a Operação *antes* de terem certeza de que ela seria aprovada pelos acionistas da Telemar, assumindo os riscos e custos de que se falou na fl. 204.

Do ponto de vista da PT Tel, o compartilhamento de tais riscos e ônus reduzia sua exposição ao fracasso da Operação. Mas a aliança com a AG Ltda. e Jereissati Tel também reduziu o risco total de o negócio naufragar, pois faltaria então o aval de tão somente outros 22,41% das ações vinculadas ao Acordo Telemar Geral – e não mais 72,63%, como aconteceria se a PT Tel agisse sozinha. Mas esses benefícios não foram gratuitos: para tanto, a companhia portuguesa viu-se obrigada a compartilhar parte dos ganhos que receberia com a Operação com AG Ltda. e Jereissati Tel<sup>617</sup>.

Assim, essas três companhias passaram a agir juntas na segunda etapa de obtenção das aprovações societárias necessárias para a Operação – cujos alvos seriam Funcef, Petros, Previ e BNDES Par.

E ao que tudo indica em 18 de dezembro de 2013 essas aprovações já haviam sido obtidas. Nessa data, o conselho de administração da Oi aprovou o *MOU*<sup>618</sup>. Dado que o Acordo Telemar Geral exigia a realização de reuniões prévias a *quaisquer reuniões do conselho de administração*<sup>619</sup>, presume-se que a matéria havia sido anteriormente aprovada pelos controladores da Oi.

A rigor, a aprovação do *MOU* não caracteriza nenhuma das hipóteses de Matérias Relevantes, dado que apenas estipula diretrizes para negociações sobre a realização de certas operações, essas sim Matérias Relevantes. Dessa forma, os participantes do Acordo

---

616 *MOU*, Cláusula 3.2.1.

617 E também com a Oi, embora nesse caso não se possa dizer que houve uma negociação em condições de mercado (*arm's length*), pois o Sr. Zeinal Bava era o diretor-presidente tanto da Oi, quanto da PT Tel.

618 Vide OI, ARCA de 18.12.2013.

619 Acordo Telemar Geral, Cláusula 3.1.



Telemar Geral poderiam deliberar pela obrigatoriedade de os conselheiros de administração da Oi por eles eleitos votarem a favor da aprovação do *MOU* por maioria simples – para o que bastariam os votos de AG Tel, LF Tel, Bratel e FATL. Mas não faria sentido entrar em rota de colisão com os demais acionistas da Telemar quando se sabia que em pouquíssimo tempo seu voto seria necessário para aprovar-se a Operação como um todo, e a Capitalização especificamente.

Nos dois meses seguintes, os controladores negociaram os instrumentos definitivos da Operação, assinados em 19 de fevereiro de 2014, selando definitivamente seu compromisso com o negócio. Na mesma data, o conselho de administração da Oi voltou a reunir-se e aprovou a imediata realização da Capitalização.

Como se vê, a PT Tel obteve os votos necessários para a aprovação da Operação negocialmente. Seus principais interlocutores foram AG Ltda. e Jereissati Tel; embora não se acredite que Funcef, Petros, Previ e BNDES Par tenham sido meros espectadores da negociação, os termos essenciais de suas principais compensações – a liquidação de suas dívidas<sup>620</sup> e o recebimento de um prêmio de controle<sup>621</sup> – foram negociados pela AG Ltda. e Jereissati Tel quando da celebração do *MOU*. Trata-se do chamado *free rider*, ou “carona”<sup>622</sup>.

Se houve alguma vantagem exclusiva da AG Ltda. e Jereissati Tel, foi na permuta de ações da CTX e Contax (uma hipótese plausível, mas de difícil verificação e que não afeta significativamente as conclusões deste trabalho). Mas os demais controladores da Oi (que não possuíam ações dessas companhias), assim como os acionistas minoritários da companhia, nem teriam como participar desse “braço” da Operação. A exclusividade deste benefício foi um dos fatores (juntamente com a liquidação das dívidas dos controladores) a viabilizar que o Ativo PT Tel *Ex-Brasil* fosse capitalizado por um valor inflado, como se expôs na fl. 137.

Note-se que se a via negocial era a única factível para PT Tel, em virtude de sua posição minoritária no âmbito dos acordos de acionistas com efeitos sobre a Telemar, havia pelo menos outras duas rotas possíveis: as negociações poderiam ter feitas em etapas (tal

---

620 E, no caso do BNDES Par, o pagamento de seu crédito.

621 Pela segunda vez em cerca de 4 anos, conforme exposto na fl. 120.

622 É provável que os minoritários da Oi também tenham “pego carona” nos esforços da AG Ltda. e Jereissati Tel, mas deve-se lembrar que a própria Oi também participou das negociações, e é possível que alguns dos benefícios obtidos pela companhia (simplificação de sua estrutura societária, migração para o Novo Mercado, redução da dívida, consolidação da aliança industrial entre Oi e PT Tel) tenham sido obtidos por seus próprios méritos.

como foram), mas antecedido integralmente a divulgação e início da Operação; e também poderiam ter envolvido *todos* os controladores da Oi desde o início. Se a PT Tel optou por não adotar essas estratégias, foi porque julgou que não proporcionavam o melhor retorno ajustado pelo risco – a primeira talvez tenha sido julgada excessivamente morosa (uma vez que Operação fosse divulgada, surgia um senso de urgência, que seria útil para pressionar Funcef, Petros, Previ e BNDES Par a negociar rapidamente); e a segunda, excessivamente complexa.

Mas as razões que levaram a PT Tel a optar por uma dentre as estratégias negociais possíveis não são relevantes. O que importa é notar que *se preferiu a negociação a qualquer tentativa de uso das prerrogativas do art. 118, §§ 8º e 9º, mesmo após AG Ltda. e Jereissati Tel comprometerem-se com a Operação.* E é provável que não fosse diferente mesmo que a PT Tel não dependesse dos votos de seus co-controladores, como se verá a seguir.

### III.5.1.B. EXERCÍCIO IMAGINATIVO: PT TEL COMO “MAJORITÁRIA”

No caso da PT Tel, a principal razão para os §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. não terem sido invocados parece ter sido a solução comercial encontrada, que por sua vez foi determinada pela posição minoritária da companhia portuguesa dentre os controladores da Oi.

Teria sido diferente se a PT Tel *possuísse maioria suficiente*, no âmbito das reuniões prévias dos acionistas da Telemar, para garantir a aprovação da Operação (individualmente ou por meio de aliança com a AG Ltda. e Jereissati Tel)? A rigor, nessas circunstâncias ela não precisaria negociar com os demais controladores da Oi (pelo restante desta alínea denominados, por brevidade e clareza, “**Acordantes Minoritários**”): sempre que a Operação exigisse qualquer deliberação da assembleia ou do conselho de administração, seria realizada a reunião prévia e a PT Tel sairia vencedora. Se os Acordantes Minoritários se rebelassem contra esse resultado, aplicar-se-ia o art. 118, §§ 8º e 9º.

Para entender por que a melhor opção da PT Tel talvez não fosse testar a lealdade dos demais controladores da Oi ao acordo de acionistas, é preciso fazer um exercício imaginativo e projetar qual seria o resultado dessa estratégia. Feito isso, é preciso colocar-

se na posição da PT Tel (de um lado) e dos demais controladores (de outro) e analisar, à luz de tais resultados projetados, qual seria sua melhor decisão *ex ante*, isto é, antes de submeter à operação às reuniões prévias do Acordo Telemar Geral.

Para o exercício, é preciso assumir que PT Tel e os Acordantes Minoritários são plenamente racionais, informados, e maximizadores de utilidade. Essas podem parecer condições muito exigentes, mas não são fantasiosas quando se trata de agentes econômicos sofisticados e com vastos recursos, e todas as decisões são facilmente observáveis.

Imagine-se, então, que a PT Tel, agindo de forma autônoma, submete à reunião prévia dos acionistas da Telemar a realização da Operação. Tratar-se-á de um caso de abuso do poder de controle, e portanto se os Acordantes Minoritários simplesmente assentirem com sua realização, estarão concordando em sofrer uma perda.

Não seria impossível que isso ocorresse, pois os acionistas da Telemar poderiam estar mancomunados para abusar do controle, revezando-se na prática de atos abusivos. Mas nesse caso o art. 118, §§ 8º e 9º não entraria em questão, pois não haveria conflito entre as partes.

Assuma-se, assim, que os Acordantes Minoritários não teriam motivos para aceitar que a PT Tel lhes causasse uma perda. Eles poderiam, não obstante, resignar-se, mas isso só faria sentido se sua segunda opção – resistir – fosse ainda pior.

Votar contrariamente à Operação na reunião prévia e assembleia teria pouco impacto – justamente por força do art. 118, §§ 8º e 9º. Diante da quase inexorável derrota, restar-lhes-ia judicializar a questão.

Mas o resultado dessa segunda opção seria incerto: não há como prever com segurança como decidiriam os julgadores. Na teoria dos jogos, isso seria uma jogada ou movimento *da natureza*. Para calcular *ex ante* o retorno que uma jogada da natureza proporcionar-lhe-á, o agente deve (i) estimar a probabilidade de cada um dos possíveis desfechos, (ii) calcular o retorno que cada possível desfecho proporcionar-lhe-ia; (iii) multiplicar os retornos por suas respectivas probabilidade; e (iv) somar os resultados. Assim, se os Acordantes Minoritários estimassem um ganho de R\$ 20,00 no caso de sucesso em seu pleito judicial, e perda de R\$ 60,00 em caso de fracasso, e estipulassem uma chance de êxito de 50%, o retorno esperado do litígio seria  $(R\$ 20,00 \times 0,5) + (-R\$ 60,00 \times 0,5)$ , ou R\$ 20,00 negativos. Portanto, só faria sentido litigar se resignar-se à decisão tomada em reunião prévia proporcionasse um resultado pior que -R\$ 20,00.

Note-se que não é absurdo que o resultado ponderado do litígio seja negativo. Uma derrota da PT Tel em juízo poderia muito bem significar uma vitória de Pirro para os Acordantes Minoritários, pois a instauração de um litígio societário, por si só, poderia trazer perdas significativas à Oi e seus acionistas. Além dos custos inerentes a um processo, a companhia sofreria danos a sua imagem; o núcleo de controle se desorganizaria, obstruindo processos decisórios; e o ambiente conflituoso poderia contaminar a administração, prejudicando as operações da Oi. Adicionalmente, entre a aprovação da Operação pelas instâncias decisórias da companhia e a decisão judicial, a companhia poderia sofrer perdas irreparáveis.

Um evento que poderia tornar o retorno ponderado de um litígio bem mais favorável aos Acordantes Minoritários seria a obtenção de uma medida liminar que suspendesse a Operação ou produzisse resultado similar. Essa possibilidade deveria ser considerada nos cálculos dos Acordantes Minoritários.

Mas os potenciais efeitos adversos de um litígio (incluindo a possibilidade de uma liminar), ainda que proporcionassem um benefício ínfimo aos Acordantes Minoritários, poderiam ser usados por eles como um trunfo: eles forneceriam um incentivo à PT Tel para evitar esse cenário.

Imagine-se que a Operação pudesse proporcionar um ganho de R\$ 100,00 à companhia portuguesa. Se para consolidá-la a PT Tel precisasse enfrentar um litígio (e possivelmente uma liminar adversa), seriam descontadas desse ganho as perdas (diretas e indiretas) que ela sofreria em decorrência do próprio litígio, e portanto seu benefício final seria (hipoteticamente) R\$ 70,00. E esse é o *melhor* cenário; tal como os Acordantes Minoritários, a PT Tel precisaria considerar também a possibilidade de *derrota*. Supondo que a probabilidade de perda seja de 50%, e que nesse caso a PT Tel teria uma perda de R\$ 20,00, o retorno ponderado do litígio seria de R\$ 25,00<sup>623</sup>.

Além dessas possibilidades de aprovação irrisistida da Operação e litigância às últimas consequências, a PT Tel e os Acordantes Minoritários deveriam considerar uma

---

623 Os valores indicados são meramente ilustrativos, e vários fatores poderiam fazer com que eles variassem, tais como (i) a posição relativa das partes (as chances da PT Tel em um eventual processo podem ser superiores às dos Acordantes Minoritários), (ii) as perdas que um eventual litígio causaria (a companhia não sofreria danos a sua reputação em caso de uma arbitragem confidencial) e (iii) o valor do benefício que a Operação proporcionaria à PT Tel e das perdas que causaria aos Acordantes Minoritários. Mas sempre que houver um diferença positiva entre o benefício que a PT Tel receberia sem litígio e seu retorno ponderado em caso de disputa, e tal diferença for superior à perda que os acionistas minoritários sofreriam no caso de resignar-se à aplicação do art. 118, §§ 8º e 9º, estes últimos terão um incentivo para judicializar a matéria e forçar um acordo.

outra terceira: a celebração de uma transação para por fim ao litígio. Suponha-se, p.e., que se o litígio fosse encerrado antes da sentença o retorno total proporcionado pela Operação seria R\$ 90,00 (nem os R\$ 100,00 iniciais, nem os R\$ 70,00 que ela proporcionaria caso se litigasse até o fim). Nesse caso, a PT Tel estaria disposta a pagar aos Acordantes Minoritários qualquer valor igual ou inferior à diferença entre R\$ 90,00 e R\$ 25,00 (retorno ponderado do litígio) para encerrar o processo antes da sentença e consolidar a Operação. E se isso permitisse aos Acordantes Minoritários obter um resultado melhor que R\$ 20,00 negativos (o retorno ponderado que lhes seria proporcionado pelo litígio), eles seriam irracionais em não transigir. A diferença entre o valor máximo que a PT Tel estaria disposta a pagar e o valor mínimo que os Acordantes Minoritários exigiriam seria dividida entre as partes negocialmente<sup>624</sup>.

Volte-se agora à posição original das partes, *i.e.*, antes de a PT Tel submeter a Operação aos demais controladores da Oi<sup>625</sup>. A PT Tel olhará para o futuro e verificará qual o desfecho esperado de uma tentativa de aprovar-se a Operação de forma unilateral.

Quem definirá tomará a decisão mais importante para definir qual será esse desfecho serão os Acordantes Minoritários, pois caberá a eles decidir entre calar-se ou tomar medidas judiciais – nesse último caso, seja porque o retorno ponderado dessas medidas seria superior ao retorno da resignação, seja porque elas criariam condições para uma transação em termos mais vantajosos que aqueles proporcionados pela simples capitulação<sup>626</sup>. Consequentemente, a PT Tel precisará prognosticar os atos dos Acordantes Minoritários para projetar suas próprias decisões – para o que ela precisaria assumir os pressupostos estabelecidos de início, *i.e.*, que tais acordantes são plenamente racionais, informados, e maximizadores de utilidade.

De posse dessas informações, a PT Tel calculará a diferença entre o benefício que a Operação proporcionar-lhe-ia no melhor cenário (no exemplo, R\$ 100,00) e o retorno que ela obteria no desfecho esperado da via unilateral (imagina-se que R\$ 60,00,

---

624 O retorno ponderado do litígio (e, consequentemente, a margem e os incentivos para a transação) mudaria à medida que ele avançasse. Se a sentença fosse favorável à PT Tel, p.e., esse retorno aumentaria para ela, pois a probabilidade de perda seria reajustada para baixo. Mas no exercício proposto a companhia portuguesa está projetando o futuro antes submeter a Operação aos demais controladores da Oi, e essa possibilidade de reajuste deveria ser considerada da mesma forma que qualquer outra *jogada da natureza*: calculando-se a média ponderada do retorno esperado de uma transação nos diversos estados do mundo possíveis.

625 Trata-se da *backward induction*, ou indução regressiva, utilizada pela teoria dos jogos.

626 Note-se que, devido aos pressupostos estabelecidos – partes racionais, informadas e maximizadoras de utilidade – se houver condições para uma transação, *ela será celebrada*.

proporcionados por uma transação). Tal como na análise da transação, se a diferença for positiva, a PT Tel terá um incentivo para disponibilizar aos Acordantes Minoritários parte do benefícios da Operação, e tais acordantes agiriam de forma irracional se recusassem o recebimento de um valor superior ao seu retorno no desfecho esperado<sup>627</sup>. Também como na hipótese de transação, a diferença entre o valor máximo que a PT Tel estaria disposta a pagar e o valor mínimo que os Acordantes Minoritários exigiriam para aceitar sua oferta seria dividida entre as partes negocialmente<sup>628</sup>.

O fato de observar-se muito raramente o recurso ao art. 118, §§ 8º e 9º ou bem significa que os participantes de acordos de acionistas sobre o poder de controle muito raramente abusam de tal poder, ou bem significa que as condições que favorecem uma composição negocial *ex ante* se apresentam na maioria dos casos e as partes envolvidas percebem essa oportunidade – e a primeira hipótese parece muito pouco provável à luz da experiência societária brasileira. Os casos em que os §§ 8º e 9º do art. 118 *são* invocados – como o da Usiminas, citado brevemente acima<sup>629</sup> – explicam-se pela influência de fatores externos que eliminar a possibilidade de negociação (p.e., a prévia existência de conflito entre os acordantes). Mesmo o fato de o benefício a ser proporcionado pelo abuso ser insuscetível de partilha não é, necessariamente, um obstáculo, pois os acordantes podem comprometer-se com uma *futura* compensação.

### III.5.1.C. OS ADMINISTRADORES

O raciocínio das alíneas III.5.1.a e III.5.1.b não se aplica aos conselheiros de administração da Oi, pois a Operação não lhes traria qualquer perda ou ganho diretos<sup>630</sup>. Mesmo assim, eles observaram integralmente as orientações dos acionistas que os elegeram.

Para entender por que, é preciso analisar quais eram as opções dos conselheiros de administração. Eles poderiam cumprir o acordo ou descumpri-lo, e (neste segundo caso) por iniciativa própria ou seguindo orientações dos acionistas que os indicaram. No caso da

---

627 Por hipótese, a transação.

628 Note-se que o resultado esperado de uma transação em litígio pode servir de *benchmark* para uma negociação *ex ante*.

629 Vide nota de rodapé n. 505.

630 Assumindo-se que eles não tivessem uma participação indireta significativa na Oi, o que talvez não fosse verdade para alguns deles.

Oi, como já se viu, a segunda hipótese pode ser descartada, já que todos os controladores da companhia consentiram com a Operação.

Assim, os conselheiros tinham apenas duas opções, com consequências claras: se cumprissem o acordo, se expunham à responsabilização, tanto nos termos do art. 159 da Lei das S.A., quanto pela CVM; se o descumprissem, quem poderia aplicar-lhes sanções seriam os acionistas que os indicaram e elegeram. Os conselheiros não tinham nada a ganhar ou perder com a Operação<sup>631</sup>; bastava-lhes estimar a perda que poderiam sofrer em um e outro cenário e a probabilidade de tal perda se verificar para tomar suas decisões.

Para estimar os riscos a que os conselheiros de administração da Oi estavam expostos é preciso considerar dois fatores: não só a companhia possuía seguro de responsabilidade civil de administradores – o chamado *D&O*<sup>632</sup> –, como pouquíssimo tempo antes da assinatura do *MOU* a Oi havia aprovado uma *política de reposição de perdas*, que garantia indenização aos administradores por perdas decorrentes de atos praticados na condição de administrador, não cobertas pela apólice do seguro *D&O*<sup>633</sup>.

A existência desses dois instrumentos reduzia significativamente a possibilidade de os conselheiros de administração da Oi sofrerem perdas no caso de sua responsabilização nos termos do art. 159 da Lei das S.A., ou pela CVM. Não se conhece os detalhes do seguro *D&O* da companhia, mas esse tipo de apólice costuma excluir de sua cobertura danos decorrentes de atos ilícitos ou descumprimento de deveres legais (como seria caso, por hipótese, da aprovação do laudo de avaliação do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*). A política de reposição de perdas previa limitação análoga, não se aplicando a “casos em que o dirigente não atue no interesse da empresa, nos termos do art. 154 da Lei n. 6.404/76”, mas apenas a “perdas ou restrições de bens e de direitos incorridas em decorrência do exercício das funções no interesse da Oi e de suas controladas, bem como em linha com os deveres e responsabilidades previstos nos arts. 153 a 160 da Lei n. 6.404/76”<sup>634</sup>. Mas enquanto a aplicabilidade das exclusões previstas na apólice seria julgada pela seguradora, a das

---

631 Em tese, se parte da remuneração dos administradores fosse baseada nos resultados da companhia ou no desempenho de suas ações, eles teriam um incentivo para colocar os interesses da Oi em primeiro plano. Todavia, se isso significasse votar *contra* a Operação, eles teriam que considerar a possibilidade de não estarem na companhia quando os efeitos de seu voto fossem sentidos, pois até lá poderiam já ter sido exonerados.

632 Vide Formulário de Referência 2013, v. 14, p. 380. Fonte: <<http://www.ri.oi.com.br>>.

633 Não se encontrou a ata da reunião em que tal política foi aprovada, seja no *site* da CVM, seja no *site* da Oi. Todavia, sua aprovação foi matéria de capa da revista *Capital Aberto* n. 123 (Y. YOKOY, *Proteção excessiva*), e a política é mencionada em um ofício enviado pela CVM à AMEC em 1º de setembro (Ofício n. 210/2015/CVM/SEP/GEA-4).

634 De acordo com o ofício da CVM citado na nota anterior.

exclusões previstas na política de reposição de perdas seria julgada pelos próprios administradores da Oi. É claro que a aplicação abusiva da política poderia suscitar a responsabilidade dos administradores, mas nesse caso a disputa entraria em um nível “*meta*” que beneficiaria apenas aos conselheiros de administração que houvessem agido contrariamente aos interesse das Oi.

Nessas circunstâncias, é fácil compreender por que os conselheiros de administração da Oi observaram o acordo: a sanção potencialmente aplicável a sua conduta seria muito mais eficaz no caso de descumprimento (no mínimo, sua exoneração).

Não houvesse seguro *D&O* e política de reposição de perdas, a superioridade do retorno proporcionado pela decisão de cumprir o acordo, relativamente àquele proporcionado por seu descumprimento, talvez fosse menos óbvia. Mas não se pode descartar que existissem ainda acordos privados (ou mesmo tácitos) entre os conselheiros e os acionistas que os indicaram, mediante os quais estes se obrigariam a indenizar aqueles por quaisquer danos sofridos em decorrência de atos cuja prática tenha sido determinada pelos acionistas.

Mais uma vez, o fato de raramente serem invocados os §§ 8º e 9º do art. 118 indica que os cálculos dos administradores têm apontado que lhes é mais conveniente cumprir os acordos de acionistas – e nem sempre há seguros *D&O* e políticas de reposição de perdas para protegê-los. É possível, quiçá provável, que a eficácia dos instrumentos que o direito brasileiro oferece para a responsabilização dos administradores pelo descumprimento de seus deveres ainda sejam sub-eficientes, e que portanto, nesse caso, o “crime” compense.

#### **III.5.1.D. DE LEGE FERENDA**

Já se disse neste trabalho que o principal efeito do art. 118, §§ 8º e 9º da Lei das S.A. é inverter o ônus do recurso ao judiciário<sup>635</sup>. O resultado desse efeito, da perspectiva dos acionistas, é alterar a posição relativa dos acordantes.

No caso analisado, a PT Tel era *minoritária* no âmbito das reuniões prévias dos acionistas da Telemar. A falta das disposições referidas colocaria a companhia portuguesa em uma situação *menos* desvantajosa: aprovar a Operação sem o apoio dos demais controladores ainda seria difícil, mas poderia se tornar factível se a companhia portuguesa

---

635 Vide fl. 161.



contasse com o apoio de AG Ltda. e Jereissati Tel. Esses três acionistas, agindo em conjunto, poderiam descumprir o acordo, aprovando as deliberações necessárias para a Operação, e obrigar os demais controladores da Oi a tomar medidas judiciais para tentar reverter o quadro<sup>636</sup>.

Já na hipótese imaginária de a PT Tel ser *majoritária* no âmbito do acordo, *mas não da assembleia*<sup>637</sup>, o efeito seria inverso: os demais controladores da Oi é que se veriam fortalecidos, pois lhes seria mais fácil furta-se a seguir o deliberado em reunião prévia e, portanto, barrar a Operação<sup>638</sup>.

Tanto em um caso, como em outro, alteram-se as projeções dos acordantes quanto ao retorno que a via não negocial proporcionar-lhes-ia. As partes passariam a ser obrigadas a considerar seriamente a possibilidade do acordo ser descumprido em assembleia, e portanto a necessidade de adotar medidas judiciais para garantir sua eficácia.

O art. 118, §§ 8º e 9º, portanto, favorece o acionista cujo voto é determinante para definir aquele a ser proferido pelos acordantes na assembleia ou reunião dos órgãos de administração da companhia aplicável. Nos acordos do tipo *pooling agreement* puro, esse acionista é aquele com domínio sobre a maioria das ações participantes do acordo. Já no acordo que prevê quóruns mais elevados para certas deliberações (como é o caso da própria Telemar, quanto às Matérias Relevantes), ele é justamente o acordante com controle sobre a *menor* quantidade de ações, em favor de quem o quórum extraordinário terá sido estabelecido.

Por essa razão, é muito difícil afirmar, de *lege ferenda*, que o art. 118, §§ 8º e 9º facilitam ou favorecem o abuso do poder de controle, pois seu efeito variará muito conforme a posição relativa das partes e a disciplina do voto prevista no acordo. Nem sempre a parte beneficiada pelos citados parágrafos será aquela em melhores condições de abusar do controle.

---

636 Conjuntamente, Bratel, AG Tel e LF Tel detinham 50,78% das ações com direito a voto da Telemar. Sendo esta uma companhia aberta, seu estatuto não podia prever quóruns superiores àqueles estabelecidos em lei (a *contrario sensu* do art. 129, § 1º da Lei das S.A.), e portanto seria possível a aprovar a Operação em assembleia com a maioria absoluta das ações com direito a voto.

637 Algo impossível no caso da Telemar porque todos seus acionistas eram também acordantes, mas factível em outras circunstâncias.

638 Se a PT Tel fosse majoritária no âmbito da reunião prévia e da assembleia, os §§ 8º e 9º do art. 118 seriam indiferentes, pois a companhia portuguesa prevaleceria em ambos. Mas nesse caso não faria sentido que os demais controladores da Oi celebrassem um *pooling agreement* com a PT Tel, e é provável que fosse preferido um acordo de defesa, que garantisse direito de veto sobre determinadas deliberações.

Da perspectiva dos administradores, por sua vez, o dispositivo citado beira a irrelevância. Tendo em vista que eles não sofrem os efeitos diretos do cumprimento ou descumprimento do acordo, seu retorno não é afetado pelo resultado da deliberação em questão, pelos custos incorridos para chegar-se a tal resultado ou pelas perdas causadas (à companhia ou aos acionistas) pelas disputas entre os acordantes.

Aos fatores que lhes dizem respeito – as sanções a que estão potencialmente sujeitos –, o art. 118, §§ 8º e 9º é indiferente. Sendo assim, não se percebe como esse dispositivo poderia afetar a postura dos administradores eleitos nos termos de acordos de acionistas que se vêem obrigados a deliberar sobre um operação que configure, potencialmente, abuso do poder de controle.

## CONCLUSÃO

Este trabalho propôs-se a investigar uma crítica muito frequente aos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. – a de que eles poderiam ser utilizados como instrumento para a violação aos deveres dos acionistas e administradores de companhias.

Entendido de forma ampla, talvez esse temor seja imune a qualquer tentativa de dissipá-lo, pois mesmo os mais profícuos instrumentos jurídicos podem ser utilizados para a prática de atos *antijurídicos* – um contrato de compra-e-venda, p.e., pode ocultar uma doação a herdeiro em fraude à herança. Para que tal crítica não seja vazia, é preciso interpretá-la de forma mais restritiva, como alegação de que os citados dispositivos propiciam a violação aos deveres de acionistas e administradores.

Optou-se por fundar a investigação dessa hipótese sobre o abuso do poder de controle – caso paradigmático de violação aos deveres dos acionistas –, e por analisar-se o tema sob um *dúplice prisma*: dogmático e prático. Partiu-se da compreensão de que sua associação propicia conhecimentos inacessíveis a um ou outro, individualmente.

Para chegar-se a conclusões sobre as relações entre o art. 118, §§ 8º e 9º e o abuso do poder de controle, é preciso ter claros os conceitos envolvidos. Uma confusão central, dissipada na seção III.4.3, diz respeito à pretensa vinculação dos administradores ao acordo.

Outra relaciona-se à imputação de condutas abusivas. Tanto o conceito de controle – *uno*, no dizer de Comparato –, quanto a correta caracterização da regra disposta no § 9º do art. 118 como um caso de representação legal, apontam para a responsabilização de todos controladores pelo abuso. Por essa razão, não se faz necessário investigar os atos praticados pelos acordantes para além da assembleia ou reunião do conselho de administração.

E uma terceira refere-se ao abuso do poder de controle. A aparente ausência de significativas controvérsias a seu respeito *em abstracto* encobre uma grande dificuldade em identificá-lo na prática.

É o que demonstram as alegações dos acionistas minoritários da Oi perante a CVM e o parecer da SEP no caso. Ambos – minoritários e SEP – identificaram corretamente o pagamento de um prêmio de controle pela PT Tel aos demais controladores e a potencial transferência de certos passivos financeiros para a Oi sem garantia de compensação adequada. Mas o primeiro desses elementos não configura uma transgressão ao direito

societário brasileiro, e o segundo era apenas uma possibilidade – a assunção de dívidas dos controladores pela Oi só ocorreria na última etapa da Operação, e assim como não havia garantia de que ela não seria compensada, tampouco havia qualquer garantia em sentido contrário.

Não se concedeu a devida ênfase ao fator determinante para a imediata configuração de abuso do poder de controle, que era a sobreavaliação do Acervo PT Tel *Ex-Brasil*. A análise desse elemento revela que o prêmio pago pela PT Tel aos demais controladores da Oi foi, ao menos em parte, uma compensação pelas perdas que eles sofreriam com a Capitalização. Era essa a razão pela qual era abusivo que os controladores aprovassem o laudo de avaliação do Acervo PT Tel *Ex-Brasil* e votassem favoravelmente à Capitalização<sup>639</sup>. Entretanto, não obstante a importância dessa questão, ela só foi diretamente mencionada em uma nota de rodapé à manifestação de voto da Diretora Ana Novaes no julgamento do PAS CVM n. RJ2013/10913<sup>640</sup>.

A essa desordem conceitual concreta soma-se um desafio prático: demonstrar a ocorrência de abuso. Para esse fim recorreu-se ao conceito de *benefícios privados do controle*, ou *canalização (tunneling)*, desenvolvido por economistas. Por ser análogo ao conceito de abuso do poder de controle, seu reconhecimento contribui substancialmente para o reconhecimento do abuso. Não fosse pelo recurso a esse aporte das ciências econômicas, a evidenciação de conduta antijurídica no âmbito da Capitalização se resumiria à identificação de uma inconsistência no *EBITDA* atribuído ao Acervo PT Tel *Ex-Brasil* – uma informação relevante, mas talvez insuficiente, por si só, para fundamentar uma conclusão afirmativa quanto à ocorrência de abuso.

No processo de saneamento dessas questões surge uma outra: como se explica que os §§ 8º e 9º do art. 118 não tenham sido invocados no caso Oi, e não sejam (em regra) invocados em casos de abuso do poder de controle em companhias sujeitas a acordo de acionistas sobre exercício do poder de controle?

No capítulo III.5 enfrenta-se essa indagação e conclui-se que não há nenhuma relação intrínseca entre as normas do art. 118, §§ 8º e 9º e a prática de abuso do poder de

---

639 Se havia ou não benefício particular ou impedimento de voto são outras questões, cuja análise não se empreenderá aqui.

640 Nota n. 74: “Caso haja erro no Laudo de Avaliação (sobrepço dos ativos líquidos a serem aportados pela Portugal Telecom) ou ainda reste comprovado que os acionistas controladores estavam cientes de erros eventualmente existentes, premissas sabidamente falsas ou manifestamente equivocadas na preparação do Laudo, caberá a responsabilização dos acionistas controladores por abuso de poder tanto na esfera administrativa quanto no âmbito civil nos termos do art. 117 da Lei no 6.404/1976”.

controle. São os acionistas capazes de definir o sentido do voto a ser proferido pelos acordantes na assembleia ou reunião do órgão colegiado da administração que são amparados por esses dispositivos, que não necessariamente serão aqueles em melhores condições de abusar do poder de controle<sup>641</sup>. Somente quando um acionista ocupar simultaneamente ambas posições o art. 118, §§ 8º e 9º servirá de instrumento ao abuso – e mesmo assim é mais provável que esse artigo faça sentir sua eficácia de forma velada, através de sua influência sobre as expectativas dos acordantes quanto ao desfecho de uma eventual disputa entre eles.

Compreendidos corretamente, esses dispositivos tampouco impedem os administradores eleitos nos termos de acordos de acionistas de votar como entenderem devido. É verdade que eles tornam o voto contrário ao acordo ineficaz, mas na maioria dos casos esse voto seria desprovido de efeitos práticos mesmo que faltassem os §§ 8º e 9º do art. 118. Ele só surtiria efeito se recebesse adesão suficiente de administradores não vinculados ao acordo ou de outros “desertores”. Em acordos sobre exercício do poder de controle (em que os acordantes detêm a maioria dos assentos na administração), somente a segunda dessas hipóteses seria factível – e para que ela pudesse se concretizar, seria necessário que número suficiente de administradores se dispusesse a arcar com as consequências de sua rebeldia. A mera revogação do art. 118, §§ 8º e 9º não protegeria os administradores que descumprissem o acordo por iniciativa própria das sanções potencialmente aplicáveis pelos acionistas que os nomearam. É esse, e não as normas dos §§ 8º e 9º do art. 118, o principal fator externo a constranger o voto dos administradores eleitos nos termos de acordo de acionistas.

Sendo assim, conclui-se que, compreendidas corretamente as normas analisadas, seus efeitos não são tão dramáticos quanto seus críticos fazem parecer, embora tampouco sejam desprezíveis.

Para pesquisas futuras, sugere-se a análise de outros casos, para confirmarem-se ou contestarem-se as conclusões aqui alcançadas.

---

641 Essa afirmação é verdadeira mesmo quando a faculdade de *determinar o sentido do voto a ser proferido em assembleia ou reunião* não decorrer da propriedade de ações, mas da captura do presidente do conclave – como no já citado caso da Usiminas (vide nota de rodapé n. 505). Tal captura sem dúvida pode ser ilegítima (e frequentemente o será), e importar conduta contrária aos deveres dos administradores e acionistas, mas *na prática* é possível que ela produza os resultados almejados, obrigando a outra parte a recorrer ao judiciário para reverter seus efeitos.

## BIBLIOGRAFIA

AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model Business Corporation Act (2010)*. Disponível em: <<http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>>. Acesso em 1 de janeiro de 2015.

ANDERSON, Ronald C.; REEB, David M. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. In: *The Journal of Finance*, v. 58., n. 3, June 2003, pp. 1301-1328.

ANSCOMBE, Gertrude Elizabeth Margaret. Modern Moral Philosophy. In: *Philosophy*, v. 33, n. 124, pp. 1-19, January 1958.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei no 10.303 de 2001). In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma de lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei no 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 367-384.

ARISTÓTELES. *Ética a Nicômaco*. São Paulo: Atlas, 2009.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004, pp. 21-31.

ASCARELLI, Tullio. Princípios e problemas das sociedades anônimas. In: \_\_\_\_\_. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, pp. 452-511.

ASQUINI, Alberto. I battelli del Reno. In: *Rivista delle Società*, ano 4, pp. 617-633, 1959.

ATANASOV, Vladimir A.; BLACK, Bernard S.; CICCOTELLO, Conrad S. Law and Tunneling. In: *Journal of Corporation Law*, v. 37, n. 1, pp. 1-49, 2011. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=1444414>>. Acesso em 9 de outubro de 2013.

\_\_\_\_\_. Unbundling and Measuring Tunneling. In: *University of Illinois Law Review*, n. 5, pp. 1697-1738, 2014.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporate Law*, Kindle Edition. Saint Paul: Foundation Press, 2015.

BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

\_\_\_\_\_. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. In: *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 8, pp. 31-59, jun./2000.

\_\_\_\_\_. Os efeitos da reforma do Código de Processo Civil na execução específica do acordo de acionistas. In: *Revista dos Tribunais*, v. 86, n. 737, pp. 34-57, mar./1997.

BARBOSA, Henrique Cunha. Responsabilidade de administradores e controladores: o “Caso Sadia” numa Incursão “Guerreiriana” para Além do Dever de Diligência e da Ação Social. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 413-453.

BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private Benefits from Control of Public Corporations. In: *Journal of Financial Economics*, v. 25, n. 2, pp. 371-395, December 1989.

BARRETO, Celso Albuquerque. Acordos de acionistas no direito societário. In: *Revista Forense*, v. 69, n. 243, pp. 37-42, jul./1973.

BAUMAN, Mark P. Proportionate consolidation versus the equity method: Additional evidence on the association with bond ratings. In: *International Review of Financial Analysis*, v. 16, n. 5, pp. 496-507, 2007.

BERLE, Adolf A. "Control" in Corporate Law. In: *Columbia Law Review*, v. 58, n. 8, pp. 1212-1225, December 1958.

\_\_\_\_. Corporate Powers as Powers in Trust. In: *Harvard Law Review*, v. 44, n. 5-8, pp. 1049-1074, May 1931.

\_\_\_\_. *The 20th Century Capitalist Revolution*. New York: Harcourt, Brace and Company, 1954.

\_\_\_\_; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace and World Inc., 1967.

BERTOLDI, Marcelo M. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

BESSONE, Darcy. Acordo de acionistas: poderes do acionista controlador de sociedade anônima: artigos 116, 238 e 273 da Lei 6.404/76. In: *Revista dos Tribunais*, n. 672, pp. 21-46, out./1991.

BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. 2 – Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009.

BULGARELLI, Waldirio. A regulamentação jurídica do acordo de acionistas, no Brasil. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, v. 19, n. 40, pp. 79-100, out.-dez./1980.

\_\_\_\_. Validade de disposições de acordo de acionistas de votarem em bloco, assegurando a política gerencial única e necessária. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 40, n. 123, pp. 185-187, jul./2001.

CADE LIMITA AQUISIÇÃO DE AÇÕES DA USIMINAS PELA CSN. 9 de abril de 2015. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br>>. Acesso em 6 de janeiro de 2015.



CANARIS, Claus-Wilhelm. *Pensamento sistemático e conceito de sistema na ciência do direito*. Lisboa: Calouste Gulbenkian, 2002.

CARNEIRO, Luiz Orlando. Proibição de amianto continua “no limbo” no STF. *Jota*, 13 de agosto de 2015. Disponível em: <<http://jota.uol.com.br/proibicao-de-amianto-continua-no-limbo-no-stf>>. Acesso em 17 de setembro de 2015.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. Poderes de Controle no Âmbito da Companhia. In: \_\_\_\_; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 495-514.

CLAESSENS, Stijn; FAN, Joseph P. H.; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H. P. *On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia*. November 1999. Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-2088>>. Acesso em 17 de setembro de 2016.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. New York: Aspen Law & Business, 1986.

COASE, Ronald. The Problem of Social Cost. In: *Journal of Law and Economics*, v. 3, pp. 1-44, October 1960.

COMPARATO, Fábio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XXX, n. 81, pp. 79-86, jan.-mar./1991.

\_\_\_\_. Acordo de acionistas e interpretação do art. 118 da Lei das S.A. In: *Revista dos Tribunais*, v. 527, pp. 34-38, set./1979.

\_\_\_\_. Compra e venda de ações – acionista controlador – alienação de controle – incorporação – assembleia especial – cartas-patentes. In: *Revista Forense*, v. 278, pp. 136-147, jun./1982.

\_\_\_\_. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: \_\_\_\_ *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, pp. 82-102.

\_\_\_\_. Funções e disfunções do resgate acionário. In: \_\_\_\_ *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, pp. 120-130.

\_\_\_\_. Ineficácia de estipulação, em acordo de acionistas, para eleição de diretores, em companhia com conselho de administração. In: \_\_\_\_ *Direito empresarial: estudos e pareceres*. Saraiva: São Paulo, 1995, pp. 174-180.

\_\_\_\_. Nota sobre a execução específica da obrigação de contratar. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. XXXIV, n. 97, pp. 104-107, mar./1995.

\_\_\_\_. Parecer – Acordo de acionistas. In: *Direito Público: Revista da Procuradoria Geral do Estado de Minas Gerais*, v. 1, n. 2, pp. 69-78, jul./1999.

\_\_\_\_. Titularidade do poder de controle e responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: \_\_\_\_ *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 65-74.

\_\_\_\_. Validade e eficácia de acordos de acionistas. Execução específica de suas estipulações. In: \_\_\_\_ *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, pp. 52–73.

\_\_\_\_; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CORSI, Francesco. *Il concetto di amministrazione nel diritto privato*. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1974.

ROCHA, Glauco da. *A vinculação do conselheiro de administração aos acordos de acionistas*. 197 fls. Dissertação de Mestrado – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

DAVIES, Paul L. *Gower & Davies: Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2008.

DAVIES, Paul L.; HOPT, Klaus J. Control Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004, pp. 157-191.

DAVIES, Paul L. *Introduction to Company Law*. New York: Oxford University Press, 2010.

DIGNAM, Alan. *Hick's and Goo's Cases & Materials on Company Law*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

DOBSON, Juan Ignacio. *Interés societario*. Buenos Aires: Astrea, 2010.

DODD JUNIOR, E. Merrick. For Whom are Corporate Managers Trustees? In: *Harvard Law Review*, v. 45, fasc. 5-8, pp. 1.145-1.163, 1932.

DOIDGE, Craig. U.S. Cross-Listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual Class Shares. In: *Journal of Finance*, v. 61, n. 1, pp. 425-466, Feb./2009.

DRUSO, Caio. Acordos e Conflitos de Acionistas. In: KUYVEN, Luis Fernando Martins. *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 456-466.

DURÃO, Mariana. CVM investiga abuso de poder em fusão de Oi e Portugal Telecom. *O Estado de São Paulo*, 3 de fevereiro de 2016. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-investiga-abuso-de-poder-em-fusao-de-oi-e-portugal-telecom,10000014725>>. Acesso em 29 de dezembro de 2016.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison. In: *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, pp. 537-600, April 2004.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge (EUA): Harvard University Press, 1991.

EISENBERG, Melvin Aron. *Corporations and Other Business Organizations: Cases and Materials*. New York: Foundation Press, 2000.

EIZIRIK, Nelson Laks. *A Lei das S/A Comentada*, vv. 1 e 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_. Acordo de acionistas – arquivamento na sede social – vinculação dos administradores de sociedades controladas. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, n. 129, pp. 45-53, mar./2003.

\_\_\_\_\_. Interpretação dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S/A. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 44, n. 139, pp. 155-163, jul./2005.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael C. Agency Problems and Residual Claims. In: *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, pp. 327-349, June 1983.

FERREIRA, Valdemar Martins. As deliberações da maioria e o direito de insurreição da minoria. In: \_\_\_\_\_. *Compêndio de Sociedades Mercantis*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1949, v. 2. pp. 314-330.

FERRI, Giuseppe. *Le Società*. Torino: Torinese, 1971.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Apontamentos sobre a invalidade das deliberações conexas das companhias. In: \_\_\_\_\_. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, pp. 69-98.

\_\_\_\_\_. Atos e Operações Societárias em Fraude à Lei, Visando à Tomada Ilícita do Controle de Companhia Aberta. Abuso do Poder de Controle e Conflito de Interesses Caracterizados. Invalidez. In: \_\_\_\_\_. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, pp. 275-299.

\_\_\_\_\_. Dever de lealdade do acionista controlador e maximização do valor das ações dos acionistas não controladores na alienação do controle. In: BRUSCHI, Gilberto Gomes *et al.* (Org.). *Direito processual empresarial: estudos em homenagem a Manoel de Queiroz Pereira Calças*. Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2012, pp. 274–291.

\_\_\_\_\_. Fraude à Lei. Alteração dos Estatutos com o Intuito de Evitar que os Acionistas Preferencialistas Adquiram o Direito de Voto da Consulente às Vésperas de Completar o Terceiro Exercício Social sem o Pagamento de Dividendos. Abuso de Poder de Controle. In: \_\_\_\_\_. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, pp. 483-508.

FRENCH, Derek; MAYSON, Stephen W; RYAN, Christopher L. *Mayson, French & Ryan on Company Law: 2011-2012*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

FRIEDMAN, Eric; JOHNSON, Simon; MITTON, Todd. Propping and Tunneling. In: *Journal of Comparative Economics*, v. 31, n. 4, pp. 732-750, December 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=441582>>. Acesso em 23 de novembro de 2014.

FRONTINI, Paulo Salvador. Função social da companhia: limitações do poder de controle. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: liber amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 535-551.

FULLER, Lon L. Positivism and Fidelity to Law: A Reply to Professor Hart. In: *Harvard Law Review*, v. 71, n. 4, February 1958, pp. 630-672.

FURUTA, Fernanda. *Estudo da consolidação proporcional nas empresas que atuam no mercado brasileiro*. 141 fls. Dissertação de Mestrado – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling Controlling Shareholders. In: *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, n. 2, pp. 785-843, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em 17 de janeiro de 2015.

GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual de companhias ou sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

GORGA, Érica. Acordos de acionistas. In: \_\_\_\_\_. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, pp. 195-208.

\_\_\_\_\_; GELMAN, Marina. *O esvaziamento crescente do Conselho de Administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil*. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/1o\\_Colocado.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/1o_Colocado.pdf)>. Acesso em 10 de janeiro de 2017.

GRAHAM, Roger C.; KING, Raymond D.; MORRILL, Cameron K. J. *Proportionate Consolidation vs. the Equity Method: A Decision Usefulness Perspective on Reporting Interests in Joint Ventures*. Disponível em: <<http://www.papers.ssrn.com>>. Acesso em: 11 de novembro de 2016.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Execução específica do acordo de acionistas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. XX, n. 41, pp. 40-68, março de 1981.

HAMILTON, Robert W. *Corporations*. Saint Paul: West Pub. Co., 1997.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The Basic Governance Structure. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004, pp. 33-70.

\_\_\_\_\_. *The end of history for corporate law*. March 2000. Disponível em: <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf)>. Acesso em 17 de setembro de 2016.

HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki. Related Party Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2004, pp. 101-130.

HILL C. W. L. & JONES, T. M. Stakeholder-agency theory. In: *Journal of Management Studies*, v. 29, n. 2, pp. 131-154, 1992.

HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles. *Dicionário Houaiss da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Independência dos Conselheiros de Administração: fundamento jurídico para a mudança do artigo 118, §§ 8º e 9º, da Lei nº 6.404/76*. São Paulo: IBGC, 2008. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em 23 de dezembro de 2016.

JAEGGER, Pier Giusto. L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo). In: *Giurisprudenza Commerciale*, ano 27, 2000, pp. 795-812.

\_\_\_\_\_. *L'interesse sociale*. Milano: Dott. Antonino Giuffrè, 1972.

JENSEN, Michael C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. In: *Business Ethics Quarterly*, v. 12, n. 2, pp. 235-256, April 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=220671>>. Acesso em 17 de setembro de 2016.

\_\_\_; MECKLING, William. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, pp. 305-360, October de 1976.

JOHNSON, Simon *et al.* Tunneling. In: *American Economic Review*, v. 90, n. 2, pp. 22-27, May 2000.

LAMY FILHO, Alfredo. Abuso do Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial. In: \_\_\_; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v. 2. pp. 204-216.

\_\_\_. O Poder de Controle na “Joint Venture”. In: \_\_\_; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v. 2. p. 181-190.

\_\_\_. Responsabilidade do Acionista Controlador Estrangeiro. In: \_\_\_; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v. 2. pp. 204-216.

\_\_\_; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. §§ 229-245. In: \_\_\_. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1. pp. 775-860.

\_\_\_. *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*, v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

\_\_\_. Acordo de Acionistas Sobre Exercício do Direito de Voto. In: \_\_\_; PEDREIRA, José Luis Bulhões. *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v. 2. pp. 283-296.

LARENZ, Karl. *Metodología de la Ciencia del Derecho*. Barcelona: Ariel, 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Acordo de comando e poder compartilhado. In: \_\_\_. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, v. 2. pp. 1309-1313.



\_\_\_\_\_. Convalidação e revogação de deliberações assembleares. In: *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, v. 2. pp. 1315-1336.

\_\_\_\_\_. Efeitos sobre terceiros dos acordos de acionistas. In: \_\_\_\_\_. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, v. 1. pp. 123-135.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. §§ 113-121 e 224. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1. pp. 441-499 e 763-765.

\_\_\_\_\_. Reflexões Sobre a Responsabilidade do Acionista Controlador. In: *Revista de Direito Renovar*, v. 12, pp. 41-53, 1998.

LOBO, Jorge (Org.). *Reforma de lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

MARQUES, Cláudia Lima. A boa-fé nos serviços bancários, financeiros, de crédito e securitários e o Código de Defesa do Consumidor: informação, cooperação e renegociação? In: *Revista de Direito do Consumidor*, v. 43, pp. 215-257, jul./2002.

MENKE, Fabiano. A interpretação das cláusulas gerais: a subsunção e a concreção dos conceitos. In: *Revista de Direito do Consumidor*, v. 50, pp. 9-35, jun./2004.

MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 89, pp. 42-46, jan./mar. 1993.

\_\_\_\_\_. Alienação e titularidade do poder de controle nas companhias abertas. In: *Revista forense*, v. 324, pp. 81-87, out./dez de 1993.

MUNDAY, Roderick. *Agency: Law and Principle*. Oxford: Oxford University Press, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Org.).

*Temas essenciais de direito empresarial: estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 505-517.

NENOVA, Tatiana. The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis. In: *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 3, pp. 325-352, 2003. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=237809>>. Acesso em 6 de outubro de 2013.

O'NEAL, Forest Hodge; THOMPSON, Robert B.; PAYNE, Glen A. *O'Neal's Close Corporations: Law and Practice*. New York: Callaghan, 1989.

PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. 327 f. Tese de Doutorado – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

PATROCÍNIO, Daniel Moreira do. Autotutela do acordo de acionistas: Novo regime estabelecido pela Lei 10.303/2001. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. XLIII, n. 135, pp. 194-205, jul./2004.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. In: *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 5, n. 15, pp. 226-248, mar./2002.

PENNINGTON, Robert. *Company law*. New York: Oxford University Press, 2006.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*, vv. I, II, III, XXII, XXXI, XXXVIII, XLIII e L. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

RAGAZZI, Ana Paula. Erros que fizeram a Oi dar maior calote da história do país. *Exame*, 29 de agosto de 2016. Disponível em: <<http://www.exame.abril.com.br>>. Acesso em: 15 de novembro de 2016.

\_\_\_; MAGALHÃES, Heloísa. Oi e PT vão rever fusão se houver calote. *Valor Econômico*, 3 de julho de 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/3602656/oi-e-pt-vao-rever-fusao-se-houver-calote>>. Acesso em 17 de setembro de 2016.

RATHENAU, Walter. La realtà della società per azioni – Riflessione suggerite dall'esperienza degli affari. In: *Rivista delle Società*, ano 5, fasc. 3-5, jul-out/1960, pp. 912-947.

RENNER, Karl. *The Institutions of Private Law And Their Social Functions*. London: Routledge & Kegan Paul Limited, 1949.

ROTH, Günter H.; KINDLER, Peter. *The Spirit of Corporate Law: Core Principles of Corporate Law in Continental Europe*. München: C. H. Beck; Hart; e Nomos, 2013, pp. 113-149.

SADDI, Jairo. Vinculação do voto dos administradores indicados pelo acordo de voto. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, pp. 656-667.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Interesse social: a nova concepção. In: \_\_\_\_. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2002, pp. 25-59.

\_\_\_\_. Acordo de Acionistas como Instância da Estrutura Societária. In: \_\_\_\_\_. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2002, pp. 105-119.

\_\_\_\_. Deveres Fiduciários do Controlador. In: \_\_\_\_\_. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2002, pp. 167-177.

SANTORO-PASSARELLI, Francesco. *Teoria geral do direito civil*. Napoli: Dott. Eugenio Jovene, 1964.

SCHMIDT, Karsten. *Gesellschaftsrecht*. Köln: C. Heymanns, 2002.

STERNBERG, Elaine. The defects of stakeholder theory. In: *Corporate governance: an international review*, v. 5, n. 1, January 1997, pp. 3-10.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: J. Bushatsky, 1979.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Modificações introduzidas na lei das sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In: LOBO, Jorge. *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei no 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 423-452.

\_\_\_\_\_. *O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1997.

TORRES, Fernando. Oi entra com pedido de recuperação judicial. *Valor Econômico*, 20 de junho de 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/4607739/oi-entra-com-pedido-de-recuperacao-judicial>>. Acesso em 17 de setembro de 2016.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações (Comentários ao decreto-lei no 2.627, de 26 de setembro de 1940)*, v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VILAR, Bruno Haack. *Estudo comparado da disciplina da remuneração dos administradores de sociedades por ações no Brasil e Reino Unido e sua relação com a propriedade do capital*. 208 fl. Dissertação de Mestrado – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

VON THADDEN, Ernst-Ludwig; BOLTON, Patrick. Blocks, Liquidity, and Corporate Control. In: *The Journal of Finance*, v. 53, n. 1, February 1998, pp. 1-25.

WALD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. In: *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 11, pp. 13-30, mar./2001.

\_\_\_\_\_. O Acordo de Acionistas e o Poder de Controle do Acionista Majoritário. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, v. 36, n. 110, pp. 7-15, jun./1998.

\_\_\_\_\_. O controle partilhado e o direito administrativo. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Org.). *Temas de direito empresarial e outros estudos em homenagem ao professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 377-390.

WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht: ein Lehrbuch des Unternehmens- und Verbandsrechts*, v. 1 – Grundlagen. München: Beck, 1980.

\_\_\_\_\_. Vínculos de Lealdade e Regra de Substancialidade: uma Comparação de Sistemas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: liber amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 143-168.

YIN, Robert. *Applications of case study research*. Thousand Oaks: SAGE Publications, 2011.

\_\_\_\_\_. *Case study research: design and methods*. Thousand Oaks: SAGE Publications, 2009.

YOKOI, Yuki. Proteção excessiva. *Capital Aberto*, n. 123, p. 33-36, novembro de 2013.

ZWIEBEL, Jeffrey. Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control. In: *Review of Economic Studies*, v. 62, n. 2, p. 161-185, 1995.

## FONTES

### Legislação estrangeira e atos infralegais

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução n. 323, de 19 de janeiro de 2000*. Disponível em: <<http://www.cmv.gov.br>>. Acesso em 17 de 2016.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 4 de janeiro de 2015.

BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND. *Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das durch Artikel 26 des Gesetzes vom 23. Juli 2013 (BGBl. I S. 2586) geändert worden ist*. Disponível em: <<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/aktg/gesamt.pdf>>. Acesso em 29 de setembro de 2013.

DELAWARE. *Delaware Code Online: Title 8 – Corporations*. Disponível em: <<http://del-code.delaware.gov>>. Acesso em 1º de janeiro de 2016.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *1971 Chapter 27 (Powers of Attorney Act 1971)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1971/27/contents>>. Acesso em 10 de setembro de 2016.

\_\_\_\_\_. *2006 Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <[http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga\\_20060046\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf)>. Acesso em 29 de setembro de 2013.

\_\_\_\_\_. *1985 Chapter 6 (Companies Act 1985)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1985/6>>. Acesso em 16 de agosto de 2016.

\_\_\_\_\_. *2008 No. 3229 (The Companies (Model Articles) Regulations 2008)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk/uksi/2008/3229/made>>. Acesso em 29 de setembro de 2013.

## Jurisprudência

BRASIL. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. Recurso Especial nº 1.203.153/SP. Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Julgado em 3 de junho de 2014. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br>>. Acesso em 27.10.2016.

CALIFORNIA. COURT OF APPEAL OF CALIFORNIA, SECOND APPELLATE DISTRICT, DIVISION ONE. *James DeBaun et al., Plaintiffs and Respondents, v. First Western Bank and Trust Company et al., Defendants and Appellants*. 46 Cal. App. 3D 686. Julgado em 31 de março de 1975.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2012/1131*. Julgado em 26 de maio de 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 11 de dezembro de 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo Administrativo CVM n. RJ2012/9365*. Julgado em 24 de abril de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 6 de novembro de 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2012/4066*. Julgado em 31 de março de 2015. Disponível em: <<http://www.cmv.gov.br>>. Acesso em 17 de 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo Administrativo CVM n. RJ2013/10913*. Julgado em 25 de março de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo CVM n. RJ2014/3059*. Julgado em 25 de março de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2016.

DELAWARE. COURT OF CHANCERY OF DELAWARE, NEW CASTLE. *In re Pure Resources, Inc., shareholders litigation*. 808 A.2d 421. Julgado em 1º de outubro de 2002.

\_\_\_\_\_. *Ronald S. Haft, Plaintiff, v. Herbert H. Haft, Defendant, v. Dart Group Corporation, Nominal Defendant*. 671 A.2d 413. Julgado em 14 de novembro de 1995.

DELAWARE. SUPREME COURT OF DELAWARE. *Alan R. Kahn, as custodian for Amanda Kahn and Kimberly Kahn, Plaintiff Below, Appellant, v. Lynch Communication Systems, Inc., Compagnie General d'Electricite, Alcatel, S.A., Alcatel USA Corp., Frank M. Drendel, Raymond Hono, François H. de Laage de Meux, John Gailey and Gilles Du-Pay-d'Ageac, Defendants Below, Appellees.* 669 A.2d 79. Julgado em 22 de novembro de 1995.

\_\_\_\_. *Getty Oil Company, a Delaware corporation, Plaintiff Below, Appellant, v. Skelly Oil Company, a Delaware corporation, Defendant Below, Appellee.; Skelly Oil Company, a Delaware corporation, Defendant Below, Appellee and Cross-Appellant, v. Getty Oil Company, a Delaware corporation, Plaintiff Below, Appellant and Cross-Appellee.* 267 A.2d 883. Julgado em 1º de junho de 1970.

\_\_\_\_. *Ringling Bros.-Barnum & Bailey Combined Shows Inc., a Corporation of the State of Delaware, James A. Haley, Aubrey B. Haley, John Ringling North, James R. Griffith and George Woods, Defendants Below, Appellants, v. Edith Conway Ringling, Complainant Below, Appellee.* 53 A.2d 441. Julgado em 3 de maio de 1947.

\_\_\_\_. *Robert Solomon, Plaintiff Below, Appellant, v. Pathe Communications Corporation, Credit Lyonnais Bank Nederland N.V., Dennis Stanfill, Alan Ladd, Jr., Charles Meeker, Rene Claude Jouannet, Bahman Naraghi, and Guy Etienne Dufour, Defendants Below, Appellees.* 672 A.2d 35. Julgado em 24 de janeiro de 1996.

\_\_\_\_. *Sinclair Oil Corporation, Defendant Below, Appellant, v. Francis S. Levien, Plaintiff Below, Appellee.* 280 A.2d 717. Julgado em 18 de junho de 1971.

\_\_\_\_. *William B. Weinberger, Plaintiff Below, Appellant, v. UOP, Inc., et al., Defendants Below, Appellees.* 457 A.2d 701. Julgado em 1º de fevereiro de 1983.

ILLINOIS. SUPREME COURT OF ILLINOIS. *Emma Galler, Appellant, v. Isadore A. Galler et al., Appellees.* 32 Ill. 2D 16. 157 Neb. 867. Julgado em 24 de novembro de 1964.



NEBRASKA. SUPREME COURT OF NEBRASKA. *E. K. Buck Retail Stores, a corporation, et al., appellees, v. Walter E. Harkert et al., appellants*. 157 Neb. 867. Julgado em 15 de janeiro de 1954.

NEW YORK. COURT OF APPEALS OF NEW YORK. *David H. Clark, Appellant, v. John L. Dodge et al., Respondents*. 269 N.Y. 410. Julgado em 8 de janeiro de 1936.

\_\_\_\_\_. *Francis X. McQuade, Respondent, v. Charles A. Stoneham et al., Appellants*. 263 N.Y. 323. Julgado em 18 de janeiro de 1934.

\_\_\_\_\_. *Long Park, Inc., Suing for Itself and All Other Stockholders of Trenton-New Brunswick Theatres Company Similarly Situated, Appellant, v. Trenton-New Brunswick Theatres Company et al., Defendants, and B.F. Keith Corporation, Respondent*. 297 N.Y. 174. Julgado em 16 de janeiro de 1948.

\_\_\_\_\_. *Philip Manson, Appellant, v. F. Kingsbury Curtis, Respondent*. 223 N.Y. 313. Julgado em 23 de abril de 1918.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Brown v British Abrasive Wheel Co, Ltd and others*. [1918-1919] All ER Rep 308. Julgado em 21 de fevereiro de 1919.

\_\_\_\_\_. *Dafen Tinplate Company, Limited, v. Llanelly Steel Company (1907) Limited*. [1920] 2 Ch 124. Julgado em 10 de março de 1920.

\_\_\_\_\_. *Fiske Nominees Ltd and others v Dwyka Diamonds Ltd*. [2002] EWHC 770 (Ch). Julgado em 22 de março de 2002.

\_\_\_\_\_. *Greenwell v Porter*. [1902] 1 Ch 530. Julgado em 21 de janeiro de 1902.

\_\_\_\_\_. *Halton International Inc (Holdings) SARL and another v Guernroy Ltd*. [2006] 1 BCLC 78. Julgado em 9 de setembro de 2005.

\_\_\_\_. *In re Hannan's Empress Gold Mining & Development Co. Carmichael's case*. [1896] 2 Ch 643. Julgado em 27 de julho de 1896.

\_\_\_\_. *Irvine and others v Irvine and another (No 1)*. [2006] EWHC 406 (Ch). Julgado em 10 de março de 2006.

\_\_\_\_. *Puddephatt v Leith*. [1914-15] All ER Rep 260. Julgado em 17 de dezembro de 1915.

\_\_\_\_. *Re Astec (BSR) plc*. [1998] 2 BCLC 556. Julgado em 7 de maio de 1998.

\_\_\_\_. *Re Blue Arrow plc*. [1987] BCLC 585. Julgado em 6 de março de 1987.

\_\_\_\_. *Re BTR plc*. 2 BCLC 675. Julgado em 2 de fevereiro de 1999.

\_\_\_\_. *Re Bugle Press Ltd., Re Houses and Estates, Ltd.* [1961] Ch 270. Julgado em 21 de janeiro de 1962.

\_\_\_\_. *Re Dorman, Long & Co Ltd; Re South Durham Steel and Iron Co Ltd*. [1933] All ER Rep 460. Julgado em 30 de novembro de 1933.

\_\_\_\_. *Re Elgindata Ltd*. [1991] BCLC 959. Julgado em 28 de janeiro de 1991.

\_\_\_\_. *Re Grierson, Oldham & Adams, Ltd*. [1967] 1 All ER 192. Julgado em 3 de novembro de 1966.

\_\_\_\_. *Re National Bank, Ltd*. [1966] 1 All ER 1006. Julgado em 16 de março de 1966.

\_\_\_\_. *Re Sam Weller & Sons Ltd (Re a company (No 823 of 1987))*. [1990] CH 682. Julgado em 13 de julho de 1989.

\_\_\_\_. *Sidebottom v Kershaw, Leese and Company, Limited*. [1920] 1 Ch 154. Julgado em 7 de novembro de 1919.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Fulham Football Club Ltd and Others v Cabra Estates Plc*. 65 P & CR 284. Julgado em 31 de julho de 1992.

\_\_\_\_. *Mohan Singh Bhullar & Ors v Inderjit Singh Bhullar & Anor*. [2003] EWCA Civ 424. Julgado em 31 de março de 2003.

\_\_\_\_. *Re Cumana Ltd*. [1986] BCLC 430. Julgado em 25 de março de 1986.

\_\_\_\_. *Re Saul D Harrison & Sons plc*. [1995] 1 BCLC 14. Julgado em 25 de março de 1994.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Allen v Gold Reefs of West Africa, Ltd*. [1900-1903] All ER Rep 746. Julgado em 19 de fevereiro de 1900.

\_\_\_\_. *Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd and Others*. [1951] Ch 286. Julgado em 10 de novembro de 1950.

\_\_\_\_. *John Shaw & Sons (Salford) Ltd v Shaw*. [1935] All ER Rep 456. Julgado em 1 de março de 1935.

\_\_\_\_. *Shuttleworth v Cox Bros & Co (Maidenhead) Ltd, and others*. [1926] All ER Rep 498. Julgado em 9 de novembro de 1926.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd and others*. [1972] 2 All ER 492. Julgado em 3 de maio de 1972.

\_\_\_\_. *Guinness plc v Saunders and another*. [1990] 1 All ER 652. Julgado em 8 de fevereiro de 1990.

\_\_\_\_. *O'Neill and another v Phillips and others, Re a company (No 00709 of 1992)*. [1999] 2 BCLC 1. Julgado em 20 de maio de 1999.

\_\_\_\_. *Russell v Northern Bank Development Corp Ltd and others*. [1992] BCLC 1016. Julgado em 11 de junho de 1992.

\_\_\_\_. *Welton v Saffery*. [1895-99] All ER Rep 567. Julgado em 8 de abril de 1897.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. PRIVY COUNCIL. *A. B. Cook v George S. Deeks and others*. [1916] UKPC 10. Julgado em 23 de fevereiro de 1916.

UNITED STATES OF AMERICA. UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT. *Essex Universal Corporation, Appellant, v. Herbert J. Yates, Appellee*. 305 F.2d 572. Julgado em 28 de junho de 1962.

\_\_\_\_. *Jane Perlman et al., Plaintiffs-Appellants, v. C. Russell Feldmann, Newport Steel Corporation et al., Defendants-Appellees*. 219 F.2d 173. Julgado em 26 de janeiro de 1955.

## **Documentos**

1º ADITIVO AO ACORDO DE ACIONISTAS DA EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE JEREISSATI TELECOM S.A. E BRATEL BRASIL S.A., COM A INTERVENIÊNCIA DE EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A., ANDRADE GUTIERREZ S.A., PASA PARTICIPAÇÕES S.A., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A., SAYED RJ PARTICIPAÇÕES S.A., VÊNUS RJ PARTICIPAÇÕES S.A. E PTB2 S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

1º ADITIVO AO ACORDO DE ACIONISTAS DA PASA PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE ANDRADE GUTIERREZ S.A. E BRATEL BRASIL S.A., COM A INTERVENIÊNCIA DE PASA PARTICIPAÇÕES S.A., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., JEREISSATI TELECOM S.A., EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A., PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A., SAYED RJ PARTICIPAÇÕES S.A., VÊNUS RJ

PARTICIPAÇÕES S.A. E PTB2 S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

2º ADITIVO AO ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. – BNDESPAR, CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL – PREVI, FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL, FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS – FUNCEF, FUNDAÇÃO PETROBRÁS DE SEGURIDADE SOCIAL – PETROS, LF TEL S.A. E BRATEL BRASIL S.A., COM A INTERVENIÊNCIA DE TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. E PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

2º ADITIVO AO ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A., ENTRE AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A. E FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL, COM A INTERVENIÊNCIA DE TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. 25 de abril de 2008 Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 11 de setembro de 2015.

ACORDO DE ACIONISTAS ENTRE ANDRADE GUTIERREZ TELECOMUNICAÇÕES LTDA. E BRATEL BRASIL S.A., COM A INTERVENIÊNCIA DE PASA PARTICIPAÇÕES S.A., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., LUXEMBURGO PARTICIPAÇÕES S.A., LA FONTE TELECOM S.A., EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A. E PORTUGAL TELECOM, SGSP, S.A. 25 de janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 11 de setembro de 2015.

ACORDO DE ACIONISTAS ENTRE LA FONTE TELECOM S.A. E BRATEL BRASIL S.A. COM A INTERVENIÊNCIA DE EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A.,

PASA PARTICIPAÇÕES S.A., ANDRADE GUTIERREZ TELECOMUNICAÇÕES LTDA., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., LUXEMBURGO PARTICIPAÇÕES S.A. E PORTUGAL TELECOM, SGPS, S.A. 25 de janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 11 de setembro de 2015.

ADITIVO AO ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., LUXEMBURGO PARTICIPAÇÕES S.A., BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. – BNDESPAR, CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL – PREVI, FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL, FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS – FUNCEF, FUNDAÇÃO PETROBRÁS DE SEGURIDADE SOCIAL – PETROS, LF TEL S.A. E BRATEL BRASIL S.A., COM INTERVENIÊNCIA DE TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. E PORTUGAL TELECOM, SGPS, S.A. 25 de janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 11 de setembro de 2015.

ADITIVO AO ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., LUXEMBURGO PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A. E FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL, COM INTERVENIÊNCIA DE TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. 25 de janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 11 de setembro de 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 007/14*. 11 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Ofício n. 210/2015/CVM/SEP/GEA-4*. 1 de setembro de 2015. Disponível em: <[http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2015/09/Resposta\\_CVM\\_casoOi\\_01.09.2015.pdf](http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2015/09/Resposta_CVM_casoOi_01.09.2015.pdf)>. Acesso em 9 de dezembro de 2016.

\_\_\_\_. *RA/CVM/SEP/GEA-4/N. 020/14*. 24 de março de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento Técnico 19 (R1) – Negócios em Conjunto*. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em 26 de novembro de 2016.

\_\_\_\_. *Sumário do Pronunciamento Técnico CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada*. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em 26 de novembro de 2016.

COMPROMISSO PROVISÓRIO DE VOTO DOS ACIONISTAS DA OI S.A. E DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. (A SER DENOMINADA “CORPCO”) ENTRE PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A., CARAVELAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES, BRATEL BRASIL S.A., TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A., ANDRADE GUTIERREZ S.A. E JEREISSATI TELECOM S.A., COM A INTERVENIÊNCIA DE OI S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

DEBENTURE SUBSCRIPTION AGREEMENT FOR THE FIRST PRIVATE ISSUANCE OF UNSECURED DEBENTURES CONVERTIBLE INTO COMMON AND PREFERRED SHARES, IN A SINGLE SERIES, OF SAYED RJ PARTICIPAÇÕES S.A., BETWEEN PTB2 S.A. AND SAYED RJ PARTICIPAÇÕES S.A. February 19, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em 11 de setembro de 2016.

DEBENTURE SUBSCRIPTION AGREEMENT FOR THE FIRST PRIVATE ISSUANCE OF UNSECURED DEBENTURES CONVERTIBLE INTO COMMON AND PREFERRED SHARES, IN A SINGLE SERIES, OF VENUS RJ PARTICIPAÇÕES S.A., BETWEEN PTB2 S.A. AND VENUS RJ PARTICIPAÇÕES S.A. February 19, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em 11 de setembro de 2016.

DEBENTURE SUBSCRIPTION AGREEMENT FOR THE FIRST PRIVATE ISSUANCE OF UNSECURED DEBENTURES CONVERTIBLE INTO COMMON AND PREFERRED SHARES, IN SERIES, OF EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., BETWEEN EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., BRATEL BRASIL S.A. AND SAYED RJ

PARTICIPAÇÕES S.A. February 19, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em 11 de setembro de 2016.

DEBENTURE SUBSCRIPTION AGREEMENT FOR THE FIRST PRIVATE ISSUANCE OF UNSECURED DEBENTURES CONVERTIBLE INTO COMMON AND PREFERRED SHARES, IN SERIES, OF PASA PARTICIPAÇÕES S.A., BETWEEN PASA PARTICIPAÇÕES S.A., BRATEL BRASIL S.A. AND VENUS RJ PARTICIPAÇÕES S.A. February 19, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em 11 de setembro de 2016.

FIAGO PARTICIPAÇÕES S.A. *Ata da assembleia geral extraordinária realizada em 3 de julho de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 28 de dezembro de 2015.

INSTRUMENTO PARTICULAR DE ACORDO DE ACIONISTAS DA FIAGO PARTICIPAÇÕES S.A. 12 de maio de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 28 de dezembro de 2015.

INSTRUMENTO PARTICULAR DE ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. 25 de abril de 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 11 de setembro de 2015.

INSTRUMENTO PARTICULAR DE ACORDO DE ACIONISTAS INTEGRANTES DE BLOCO ENTRE CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL – PREVI, FUNDAÇÃO PETROBRÁS DE SEGURIDADE SOCIAL – PETROS, FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS – FUNCEF, BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. – BNDESPAR, ANDRADE GUTIERREZ TELECOM LTDA. E LA FONTE TELECOM S.A., COM INTERVENIÊNCIA DE PASA PARTICIPAÇÕES S.A., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., LUXEMBURGO PARTICIPAÇÕES S.A., EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A., FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL E TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. 25 de janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 2 de janeiro de 2016.



OI S.A. *Ata da 42ª reunião do Conselho de Administração realizada em 19 de fevereiro de 2014*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Ata de assembleia geral extraordinária realizada em 27 de março de 2014*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Comunicado ao Mercado*. 25 de outubro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Comunicado ao Mercado*. 7 de novembro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Conference Call Transcript*. 2 de outubro de 2013. Disponível em: <<http://www.ri.oi.com.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Estatuto Social*. 21 de março de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 11 de maio de 2016.

\_\_\_\_. *Excerpts from the annual report on Form 20-F of Oi S.A. for the fiscal year ended December 31, 2013, filed with the U.S. Securities and Exchange Commission on March 11, 2014 (File No. 001-15256)*. 11 de março de 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Extrato dos itens (5) e (8) da ata da 38ª reunião do Conselho de Administração, realizada em 18 de dezembro de 2013*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Fato Relevante*. 2 de outubro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Fato Relevante*. 20 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Fato Relevante*. 29 de abril de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 8 de janeiro de 2017.

\_\_\_\_. *Proposta da Administração a ser submetida à aprovação da Assembleia Geral Extraordinária a ser realizada em 27 de março de 2014, nos termos da Instrução CVM n. 481/09*. 21 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Prospecto Preliminar de Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias e Ações Preferenciais de Emissão da Oi S.A.* 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.ri.oi.com.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A. *Proposta referente ao ponto único da convocatória da Assembleia de Noteholders de 3 de março de 2014*. 7 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *PT e Oi comunicam a combinação dos seus negócios*. 7 de outubro de 2014. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt>>. Acesso em 31 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Relatório Anual Consolidado 2013*. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.pharol.pt>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

\_\_\_\_. *Text of Written Communication of Portugal Telecom and Certain Other Shareholders to CTX Participações S.A. and Contax Participações S.A.* 3 de outubro de 2013. Disponível em: <<http://ww.sec.gov>>. Acesso em 10 de junho de 2016.

\_\_\_\_; OI S.A. *Memorando de Entendimentos*. 1º de outubro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

RELATÓRIO DO DEPUTADO EMERSON KAPAZ À COMISSÃO DE FINANÇAS E TRIBUTAÇÃO DA CÂMARA DOS DEPUTADOS. *Diário da Câmara dos Deputados*, ano LV, n. 72, 20 de abril de 2000, fls. 17.701-17.713.

SHARE EXCHANGE AGREEMENT BETWEEN ANDRADE GUTIERREZ S.A. AND BRATEL BRASIL S.A., AND AS INTERVENING PARTIES PASA PARTICIPAÇÕES S.A., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., JEREISSATI TELECOM S.A., EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A. E FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL. February 19, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em 9 de novembro de 2016.

SHARE EXCHANGE AGREEMENT BETWEEN JEREISSATI TELECOM S.A. AND BRATEL BRASIL S.A., AND AS INTERVENING PARTIES PASA PARTICIPAÇÕES S.A., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., ANDRADE GUTIERREZ S.A., EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A. E FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL. February 19, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em 11 de setembro de 2016.

TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. *Estatuto social, consolidado em 12/04/2012 e considerando as alterações no art. 7º deliberada na assembleia geral extraordinária realizada em 25 de outubro de 2013 e no art. 5º deliberada na assembleia geral extraordinária realizada em 21 de agosto de 2013 e 22 de novembro de 2013*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 18 de setembro de 2016.

TEMPO CAPITAL PRINCIPAL FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES; VINSON FUND LLC. *Aviso aos Acionistas*. 17 de março de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2016.

TERMO DE RESILIÇÃO DO ACORDO DE ACIONISTAS DA EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE JEREISSATI TELECOM S.A. E BRATEL BRASIL S.A., COM A INTERVENIÊNCIA DE EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., ANDRADE GUTIERREZ S.A., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A. E PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A. de 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

TERMO DE RESILIÇÃO DO ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A. E FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL, COM A INTERVENIÊNCIA DE TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

TERMO DE RESILIÇÃO DO ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A. E FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL, COM A INTERVENIÊNCIA DE TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

TERMO DE RESILIÇÃO DO ACORDO DE ACIONISTAS DA TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE AG TELECOM S.A., BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. – BNDESPAR, CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL – PREVI, FUNDAÇÃO ATLÂNTICO DE SEGURIDADE SOCIAL, FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS – FUNCEF, FUNDAÇÃO PETROBRÁS DE SEGURIDADE SOCIAL – PETROS, LF TEL S.A. E BRATEL BRASIL S.A., COM A INTERVENIÊNCIA DE TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A. E PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

TERMO DE RESILIÇÃO DO ACORDO DE ACIONISTAS DE PASA PARTICIPAÇÕES S.A. ENTRE ANDRADE GUTIERREZ S.A. E BRATEL BRASIL S.A., COM A INTERVENIÊNCIA DE PASA PARTICIPAÇÕES S.A., AG TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A., EDSP75 PARTICIPAÇÕES S.A., LF TEL S.A. E PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A. 19 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 de agosto de 2015.

USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S.A. – USIMINAS. *Ata da Reunião Ordinária do Conselho de Administração, realizada no escritório da Companhia no dia 25*

de setembro de 2014, às 10:00 horas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 25 de setembro de 2015.

### **Websites**

<https://br.financas.yahoo.com>

<http://www.corp.delaware.gov>

<http://www.cvm.gov.br>

<http://www.fairtradebrasil.com.br/home>

<http://www.isebvmf.com.br/>

<http://natu.infoinvest.com.br>

<http://www.reclameaqui.com.br>

<http://ri.oi.com.br>

<http://ri.tim.com.br>

<http://www.sec.gov>

<http://telefonica.mediagroup.com.br>

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk>

## **ANEXO I**



Abreviatura	Nome
Oi	Oi S.A.
Bratel	Bratel Brasil S.A.
Telemar	Telemar Participações S.A.
Valverde	Valverde Participações S.A.
Petros	Fundação Petrobrás de Seguridade Social
Funcef	Fundação dos Economiários Federais
BNDES Par	BNDES Participações S.A.
AG Tel	AG Telecom Participações S.A.
LF Tel	LF Tel S.A.
Previ	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
FATL	Fundação Atlântico de Seguridade Social
Pasa	Pasa Participações S.A.
EDSP75	EDSP75 Participações S.A.
PT Tel BR	Portugal Telecom Brasil S.A.
Bratel BV	Bratel B.V.
AG Ltda.	Andrade Gutierrez Telecomunicações Ltda.
PT Com	PT Comunicações S.A.
Jereissati Tel	Jereissati Telecom S.A.
Jereissati Par	Jereissati Participações S.A.
PT Portugal	PT Portugal, SGPS, S.A.
PT Tel	Portugal Telecom, SGPS, S.A.
Capital Group	Capital Group International
Wellington	Wellington Management Company
Visabeira	Grupo Visabeira
UBS	UBS AG
Ontario Teacher's	Ontario Teacher's Pension Plan Board
Blackrock	BlackRock In.
Controlinveste	Controlinveste International Finance
Espírito Santo	Grupo Espírito Santo
Caixa Geral	Caixa Geral de Depósitos
RS Hold	RS Holding
Norges	Norges Banking
Telemar NL	Telemar Norte Leste S.A.



JP Sul	JP Sul Participações e Representações Comerciais S.A.
SFBSNP	Sociedade Fiduciária Brasileira Serviços, Negócios e Participações Ltda.
Southmall	Southmall Holding Ltda.
Carlos Jereissati	Carlos Francisco Ribeiro Jereissati

- (1)** Em virtude do propósito da pesquisa, foram consideradas apenas as participações no capital votante.
- (2)** Foram ignoradas as ações em tesouraria.
- (3)** Dados extraídos do Formulário de Referência 2013, v. 14, entregue pela Oi à CVM em 31.01.2014 e acessado no site <http://www.cvm.gov.br> em 14 de dezembro de 2015.
- (4)** Conforme o item 8.1(d) do Formulário de Referência 2013, v. 14, a Valverde é uma subsidiária integral da Telemar.
- (5)** Controle indireto, através de subsidiárias integrais.

## **ANEXO II**

**OI - 2013.09.30**

<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3375</b>	Lucro Bruto	R\$ 3,348,555,000.00
		Receita Bruta	R\$ 9,921,444,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.1055</b>	EBIT	R\$ 1,047,200,000.00
		Receita Bruta	R\$ 9,921,444,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1451</b>	Receita Bruta	R\$ 9,921,444,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$ 68,014,996,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$ 68,711,498,000.00
		Média do Ativo	R\$ 68,363,247,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0025</b>	Lucro Líquido	R\$ 172,268,000.00
		Média do Ativo	R\$ 68,363,247,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0153</b>	EBIT	R\$ 1,047,200,000.00
		Média do Ativo	R\$ 68,363,247,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0313</b>	EBITDA	R\$ 2,139,000,000.00
		Média do Ativo	R\$ 68,363,247,000.00

**OI - 2013.12.31**

<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3005</b>	Lucro Bruto	R\$ 3,342,779,000.00
		Receita Bruta	R\$ 11,124,013,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.2169</b>	EBIT	R\$ 2,412,500,000.00
		Receita Bruta	R\$ 11,124,013,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1603</b>	Receita Bruta	R\$ 11,124,013,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$ 68,711,498,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$ 70,096,000,000.00
		Média do Ativo	R\$ 69,403,749,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0170</b>	Lucro Líquido	R\$ 1,183,000,000.00
		Média do Ativo	R\$ 69,403,749,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0348</b>	EBIT	R\$ 2,412,500,000.00
		Média do Ativo	R\$ 69,403,749,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0504</b>	EBITDA	R\$ 3,496,000,000.00
		Média do Ativo	R\$ 69,403,749,000.00

<b>OI - 2014.03.31</b>						
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3020</b>	Lucro Bruto	R\$ 3,137,918,000.00	Receita Bruta	R\$ 10,392,114,000.00	
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.1744</b>	EBIT	R\$ 1,812,200,000.00	Receita Bruta	R\$ 10,392,114,000.00	
<b>Turnover</b>	<b>0.1488</b>	Receita Bruta	R\$ 10,392,114,000.00	Ativo no Início do Período	R\$ 70,096,000,000.00	
				Ativo no Fim do Período	R\$ 69,568,360,000.00	
				Média do Ativo	R\$ 69,832,180,000.00	
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0033</b>	Lucro Líquido	R\$ 227,513,000.00	Média do Ativo	R\$ 69,832,180,000.00	
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0260</b>	EBIT	R\$ 1,812,200,000.00	Média do Ativo	R\$ 69,832,180,000.00	
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0423</b>	EBITDA	R\$ 2,957,000,000.00	Média do Ativo	R\$ 69,832,180,000.00	

<b>OI - 2014.06.30</b>						
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3583</b>	Lucro Bruto	R\$ 3,830,490,000.00	Receita Bruta	R\$ 10,689,341,000.00	
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0811</b>	EBIT	R\$ 867,300,000.00	Receita Bruta	R\$ 10,689,341,000.00	
<b>Turnover</b>	<b>0.1205</b>	Receita Bruta	R\$ 10,689,341,000.00	Ativo no Início do Período	R\$ 69,568,360,000.00	
				Ativo no Fim do Período	R\$107,831,964,000.00	
				Média do Ativo	R\$ 88,700,162,000.00	
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>-0.0025</b>	Lucro Líquido	R\$ (217,486,000.00)	Média do Ativo	R\$ 88,700,162,000.00	
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0098</b>	EBIT	R\$ 867,300,000.00	Média do Ativo	R\$ 88,700,162,000.00	
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0287</b>	EBITDA	R\$ 2,549,000,000.00	Média do Ativo	R\$ 88,700,162,000.00	

<b>OI - 2014.09.30</b>						
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.2759</b>	Lucro Bruto	R\$ 3,769,607,000.00	Receita Bruta	R\$ 13,660,685,000.00	
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0953</b>	EBIT	R\$ 1,302,200,000.00	Receita Bruta	R\$ 13,660,685,000.00	
<b>Turnover</b>	<b>0.1267</b>	Receita Bruta	R\$ 13,660,685,000.00	Ativo no Início do Período	R\$107,831,964,000.00	
				Ativo no Fim do Período	R\$107,802,315,000.00	
				Média do Ativo	R\$107,817,139,500.00	
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0000</b>	Lucro Líquido	R\$ 4,955,000.00	Média do Ativo	R\$107,817,139,500.00	
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0121</b>	EBIT	R\$ 1,302,200,000.00	Média do Ativo	R\$107,817,139,500.00	
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0279</b>	EBITDA	R\$ 3,003,500,000.00	Média do Ativo	R\$107,817,139,500.00	

<b>OI - 2014.12.31</b>					
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3729</b>	Lucro Bruto	R\$ 2,279,482,000.00	Receita Bruta	R\$ 6,112,072,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.3274</b>	EBIT	R\$ 2,001,000,000.00	Receita Bruta	R\$ 6,112,072,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.0580</b>	Receita Bruta	R\$ 6,112,072,000.00	Ativo no Início do Período	R\$107,802,315,000.00
				Ativo no Fim do Período	R\$102,789,000,000.00
				Média do Ativo	R\$105,295,657,500.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>-0.0420</b>	Lucro Líquido	R\$ (4,421,400,000.00)	Média do Ativo	R\$105,295,657,500.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0190</b>	EBIT	R\$ 2,001,000,000.00	Média do Ativo	R\$105,295,657,500.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0303</b>	EBITDA	R\$ 3,195,300,000.00	Média do Ativo	R\$105,295,657,500.00

<b>OI - 2015.03.31</b>					
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3543</b>	Lucro Bruto	R\$ 3,245,173,000.00	Receita Bruta	R\$ 9,159,945,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0866</b>	EBIT	R\$ 792,900,000.00	Receita Bruta	R\$ 9,159,945,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.0873</b>	Receita Bruta	R\$ 9,159,945,000.00	Ativo no Início do Período	R\$102,789,000,000.00
				Ativo no Fim do Período	R\$106,983,720,000.00
				Média do Ativo	R\$104,886,360,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>-0.0043</b>	Lucro Líquido	R\$ (446,500,000.00)	Média do Ativo	R\$104,886,360,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0076</b>	EBIT	R\$ 792,900,000.00	Média do Ativo	R\$104,886,360,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0192</b>	EBITDA	R\$ 2,011,300,000.00	Média do Ativo	R\$104,886,360,000.00

<b>OI - 2015.06.30</b>					
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3419</b>	Lucro Bruto	R\$ 3,075,768,000.00	Receita Bruta	R\$ 8,994,875,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0697</b>	EBIT	R\$ 627,000,000.00	Receita Bruta	R\$ 8,994,875,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.0898</b>	Receita Bruta	R\$ 8,994,875,000.00	Ativo no Início do Período	R\$106,983,720,000.00
				Ativo no Fim do Período	R\$ 93,310,158,000.00
				Média do Ativo	R\$100,146,939,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0067</b>	Lucro Líquido	R\$ 671,000,000.00	Média do Ativo	R\$100,146,939,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0063</b>	EBIT	R\$ 627,000,000.00	Média do Ativo	R\$100,146,939,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0190</b>	EBITDA	R\$ 1,899,000,000.00	Média do Ativo	R\$100,146,939,000.00

**VIVO - 2013.09.30**

<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3600</b>	Lucro Bruto	R\$ 4,213,414,000.00
		Receita Bruta	R\$ 11,703,898,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0865</b>	EBIT	R\$ 1,012,500,000.00
		Receita Bruta	R\$ 11,703,898,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1647</b>	Receita Bruta	R\$ 11,703,898,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$ 70,597,146,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$ 71,515,658,000.00
		Média do Ativo	R\$ 71,056,402,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0107</b>	Lucro Líquido	R\$ 760,199,000.00
		Média do Ativo	R\$ 71,056,402,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0142</b>	EBIT	R\$ 1,012,500,000.00
		Média do Ativo	R\$ 71,056,402,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0335</b>	EBITDA	R\$ 2,381,300,000.00
		Média do Ativo	R\$ 71,056,402,000.00

**VIVO - 2013.12.31**

<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3911</b>	Lucro Bruto	R\$ 4,718,146,000.00
		Receita Bruta	R\$ 12,062,787,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.1195</b>	EBIT	R\$ 1,442,000,000.00
		Receita Bruta	R\$ 12,062,787,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1710</b>	Receita Bruta	R\$ 12,062,787,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$ 71,515,658,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$ 69,541,075,000.00
		Média do Ativo	R\$ 70,528,366,500.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0175</b>	Lucro Líquido	R\$ 1,231,301,000.00
		Média do Ativo	R\$ 70,528,366,500.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0204</b>	EBIT	R\$ 1,442,000,000.00
		Média do Ativo	R\$ 70,528,366,500.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0407</b>	EBITDA	R\$ 2,871,200,000.00
		Média do Ativo	R\$ 70,528,366,500.00

<b>VIVO - 2014.03.31</b>			
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3611</b>	Lucro Bruto Receita Bruta	R\$ 4,215,586,000.00 R\$ 11,674,630,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0959</b>	EBIT Receita Bruta	R\$ 1,119,300,000.00 R\$ 11,674,630,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1698</b>	Receita Bruta Ativo no Início do Período Ativo no Fim do Período Média do Ativo	R\$ 11,674,630,000.00 R\$ 69,541,075,000.00 R\$ 67,950,860,000.00 R\$ 68,745,967,500.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0096</b>	Lucro Líquido Média do Ativo	R\$ 660,800,000.00 R\$ 68,745,967,500.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0163</b>	EBIT Média do Ativo	R\$ 1,119,300,000.00 R\$ 68,745,967,500.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0373</b>	EBITDA Média do Ativo	R\$ 2,562,800,000.00 R\$ 68,745,967,500.00

<b>VIVO - 2014.06.30</b>			
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3877</b>	Lucro Bruto Receita Bruta	R\$ 4,500,525,000.00 R\$ 11,608,356,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.1169</b>	EBIT Receita Bruta	R\$ 1,356,600,000.00 R\$ 11,608,356,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1689</b>	Receita Bruta Ativo no Início do Período Ativo no Fim do Exercício Média do Ativo	R\$ 11,608,356,000.00 R\$ 67,950,860,000.00 R\$ 69,479,940,000.00 R\$ 68,715,400,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0290</b>	Lucro Líquido Média do Ativo	R\$ 1,992,653,000.00 R\$ 68,715,400,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0197</b>	EBIT Média do Ativo	R\$ 1,356,600,000.00 R\$ 68,715,400,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0370</b>	EBITDA Média do Ativo	R\$ 2,545,500,000.00 R\$ 68,715,400,000.00

<b>VIVO - 2014.09.30</b>			
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3757</b>	Lucro Bruto Receita Bruta	R\$ 4,430,291,000.00 R\$ 11,791,188,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.1049</b>	EBIT Receita Bruta	R\$ 1,237,000,000.00 R\$ 11,791,188,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1683</b>	Receita Bruta Ativo no Início do Período Ativo no Fim do Período Média do Ativo	R\$ 11,791,188,000.00 R\$ 69,479,940,000.00 R\$ 70,647,200,000.00 R\$ 70,063,570,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0146</b>	Lucro Líquido Média do Ativo	R\$ 1,022,325,000.00 R\$ 70,063,570,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0177</b>	EBIT Média do Ativo	R\$ 1,237,000,000.00 R\$ 70,063,570,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0364</b>	EBITDA Média do Ativo	R\$ 2,547,500,000.00 R\$ 70,063,570,000.00

<b>VIVO - 2014.12.31</b>					
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3787</b>	Lucro Bruto	R\$ 4,630,892,000.00	Receita Bruta	R\$ 12,229,462,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.1142</b>	EBIT	R\$ 1,396,100,000.00	Receita Bruta	R\$ 12,229,462,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1702</b>	Receita Bruta	R\$ 12,229,462,000.00	Ativo no Início do Período	R\$ 70,647,200,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$ 73,065,288,000.00	Média do Ativo	R\$ 71,856,244,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0175</b>	Lucro Líquido	R\$ 1,260,881,000.00		
		Média do Ativo	R\$ 71,856,244,000.00		
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0194</b>	EBIT	R\$ 1,396,100,000.00	Média do Ativo	R\$ 71,856,244,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0383</b>	EBITDA	R\$ 2,748,800,000.00	Média do Ativo	R\$ 71,856,244,000.00

<b>VIVO - 2015.03.31</b>					
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3691</b>	Lucro Bruto	R\$ 4,446,238,000.00	Receita Bruta	R\$ 12,047,189,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0966</b>	EBIT	R\$ 1,163,700,000.00	Receita Bruta	R\$ 12,047,189,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1652</b>	Receita Bruta	R\$ 12,047,189,000.00	Ativo no Início do Período	R\$ 73,065,288,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$ 72,778,044,000.00	Média do Ativo	R\$ 72,921,666,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0079</b>	Lucro Líquido	R\$ 579,719,000.00		
		Média do Ativo	R\$ 72,921,666,000.00		
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0160</b>	EBIT	R\$ 1,163,700,000.00	Média do Ativo	R\$ 72,921,666,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0352</b>	EBITDA	R\$ 2,568,800,000.00	Média do Ativo	R\$ 72,921,666,000.00

<b>VIVO - 2015.06.30</b>					
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3619</b>	Lucro Bruto	R\$ 4,893,677,000.00	Receita Bruta	R\$ 13,523,162,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0962</b>	EBIT	R\$ 1,300,700,000.00	Receita Bruta	R\$ 13,523,162,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1547</b>	Receita Bruta	R\$ 13,523,162,000.00	Ativo no Início do Período	R\$ 72,778,044,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$ 102,067,157,000.00	Média do Ativo	R\$ 87,422,600,500.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0099</b>	Lucro Líquido	R\$ 869,816,000.00		
		Média do Ativo	R\$ 87,422,600,500.00		
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0149</b>	EBIT	R\$ 1,300,700,000.00	Média do Ativo	R\$ 87,422,600,500.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0358</b>	EBITDA	R\$ 3,131,500,000.00	Média do Ativo	R\$ 87,422,600,500.00



**TIM - 2013.09.30**

<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3432</b>	Lucro Bruto	R\$ 2,291,567,000.00
		Receita Bruta	R\$ 6,677,342,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0836</b>	EBIT	R\$ 557,900,000.00
		Receita Bruta	R\$ 6,677,342,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.2563</b>	Receita Bruta	R\$ 6,677,342,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$25,780,052,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$26,333,240,000.00
		Média do Ativo	R\$26,056,646,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0121</b>	Lucro Líquido	R\$ 315,016,000.00
		Média do Ativo	R\$26,056,646,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0214</b>	EBIT	R\$ 557,900,000.00
		Média do Ativo	R\$26,056,646,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0480</b>	EBITDA	R\$ 1,252,000,000.00
		Média do Ativo	R\$26,056,646,000.00

**TIM - 2013.12.31**

<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3563</b>	Lucro Bruto	R\$ 2,446,548,000.00
		Receita Bruta	R\$ 6,866,020,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.1130</b>	EBIT	R\$ 775,712,000.00
		Receita Bruta	R\$ 6,866,020,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.2521</b>	Receita Bruta	R\$ 6,866,020,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$26,333,240,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$28,138,167,000.00
		Média do Ativo	R\$27,235,703,500.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0183</b>	Lucro Líquido	R\$ 498,974,000.00
		Média do Ativo	R\$27,235,703,500.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0285</b>	EBIT	R\$ 775,712,000.00
		Média do Ativo	R\$27,235,703,500.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0550</b>	EBITDA	R\$ 1,498,773,000.00
		Média do Ativo	R\$27,235,703,500.00

TIM - 2014.03.31		Lucro Bruto	R\$ 2,272,450,000.00
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3635</b>	Receita Bruta	R\$ 6,251,152,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0939</b>	EBIT	R\$ 586,900,000.00
		Receita Bruta	R\$ 6,251,152,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.2256</b>	Receita Bruta	R\$ 6,251,152,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$28,138,167,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$27,286,045,000.00
		Média do Ativo	R\$27,712,106,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0134</b>	Lucro Líquido	R\$ 372,132,000.00
		Média do Ativo	R\$27,712,106,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0212</b>	EBIT	R\$ 586,900,000.00
		Média do Ativo	R\$27,712,106,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0475</b>	EBITDA	R\$ 1,317,288,000.00
		Média do Ativo	R\$27,712,106,000.00

TIM - 2014.06.30		Lucro Bruto	R\$ 2,347,805,000.00
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3689</b>	Receita Bruta	R\$ 6,364,807,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0902</b>	EBIT	R\$ 573,823,000.00
		Receita Bruta	R\$ 6,364,807,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.2252</b>	Receita Bruta	R\$ 6,364,807,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$27,286,045,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$29,242,928,000.00
		Média do Ativo	R\$28,264,486,500.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0129</b>	Lucro Líquido	R\$ 365,614,000.00
		Média do Ativo	R\$28,264,486,500.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0203</b>	EBIT	R\$ 573,823,000.00
		Média do Ativo	R\$28,264,486,500.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0937</b>	EBITDA	R\$ 2,648,000,000.00
		Média do Ativo	R\$28,264,486,500.00

TIM - 2014.09.30		Lucro Bruto	R\$ 2,327,068,000.00
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3596</b>	Receita Bruta	R\$ 6,471,596,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0880</b>	EBIT	R\$ 569,274,000.00
		Receita Bruta	R\$ 6,471,596,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.2210</b>	Receita Bruta	R\$ 6,471,596,000.00
		Ativo no Início do Período	R\$29,242,928,000.00
		Ativo no Fim do Período	R\$29,327,441,000.00
		Média do Ativo	R\$29,285,184,500.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0119</b>	Lucro Líquido	R\$ 348,329,000.00
		Média do Ativo	R\$29,285,184,500.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0194</b>	EBIT	R\$ 569,274,000.00
		Média do Ativo	R\$29,285,184,500.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.1359</b>	EBITDA	R\$ 3,980,000,000.00
		Média do Ativo	R\$29,285,184,500.00

<b>TIM - 2014.12.31</b>			
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3583</b>	Lucro Bruto Receita Bruta	R\$ 2,466,922,000.00 R\$ 6,885,476,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.1097</b>	EBIT Receita Bruta	R\$ 755,616,000.00 R\$ 6,885,476,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.2220</b>	Receita Bruta Ativo no Início do Período Ativo no Fim do Período Média do Ativo	R\$ 6,885,476,000.00 R\$29,327,441,000.00 R\$ 32,695,111,000.00 R\$ 31,011,276,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0148</b>	Lucro Líquido Média do Ativo	R\$ 460,342,000.00 R\$ 31,011,276,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0244</b>	EBIT Média do Ativo	R\$ 755,616,000.00 R\$ 31,011,276,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0502</b>	EBITDA Média do Ativo	R\$ 1,558,181,000.00 R\$ 31,011,276,000.00

<b>TIM - 2015.03.31</b>			
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3639</b>	Lucro Bruto Receita Bruta	R\$ 2,231,859,000.00 R\$ 6,132,535,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0861</b>	EBIT Receita Bruta	R\$ 528,201,000.00 R\$ 6,132,535,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1897</b>	Receita Bruta Ativo no Início do Período Ativo no Fim do Período Média do Ativo	R\$ 6,132,535,000.00 R\$ 32,695,111,000.00 R\$ 31,947,477,000.00 R\$ 32,321,294,000.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0097</b>	Lucro Líquido Média do Ativo	R\$ 312,701,000.00 R\$ 32,321,294,000.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0163</b>	EBIT Média do Ativo	R\$ 528,201,000.00 R\$ 32,321,294,000.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0414</b>	EBITDA Média do Ativo	R\$ 1,339,501,000.00 R\$ 32,321,294,000.00

<b>TIM - 2015.06.30</b>			
<b>Margem Bruta</b>	<b>0.3614</b>	Lucro Bruto Receita Bruta	R\$ 2,129,576,000.00 R\$ 5,892,947,000.00
<b>Margem Operacional</b>	<b>0.0746</b>	EBIT Receita Bruta	R\$ 439,321,000.00 R\$ 5,892,947,000.00
<b>Turnover</b>	<b>0.1798</b>	Receita Bruta Ativo no Início do Período Ativo no Fim do Período Média do Ativo	R\$ 5,892,947,000.00 R\$ 31,947,477,000.00 R\$ 33,596,262,000.00 R\$ 32,771,869,500.00
<b>Retorno sobre Ativo</b>	<b>0.0089</b>	Lucro Líquido Média do Ativo	R\$ 290,752,000.00 R\$ 32,771,869,500.00
<b>EBIT/Ativo</b>	<b>0.0134</b>	EBIT Média do Ativo	R\$ 439,321,000.00 R\$ 32,771,869,500.00
<b>EBITDA/Ativo</b>	<b>0.0388</b>	EBITDA Média do Ativo	R\$ 1,271,912,000.00 R\$ 32,771,869,500.00