

ADRIANO ABRÃO DIB

**FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS: DEFICIÊNCIAS JURÍDICAS E
PROPOSTAS DE MELHORIA**

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Associado Dr. Haroldo M. D. Verçosa

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2021

ADRIANO ABRÃO DIB

**FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS: DEFICIÊNCIAS JURÍDICAS E
PROPOSTAS DE MELHORIA**

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 a orientação do Professor Associado Dr. Haroldo M. D. Verçosa.

Versão corrigida contendo as alterações solicitadas pela comissão julgadora em 15 de março de 2021. A versão original encontra-se em acervo reservado na Biblioteca da Faculdade de Direito e na Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da USP (BDTD), de acordo com a Resolução CoPGr 6018, de 13 de outubro de 2011.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2021

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

Dib, Adriano Abrão

Fusões e Aquisições Brasileiras: Deficiências Jurídicas e Propostas de Melhoria ; Adriano Abrão Dib ; orientador Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa -- São Paulo, 2021.

170 p.

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021.

1. Direito Comercial. 2. Direito Societário. 3. Direito Comparado. 4. Fusões e Aquisições. 5. Deficiências Jurídicas. I. Verçosa, Haroldo Malheiros Duclerc, orient. II. Título.

DIB, Adriano Abrão. *Fusões e aquisições brasileiras: deficiências jurídicas e propostas de melhoria*. 170 páginas. Doutorado em Direito Comercial. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021.

Aprovado em: _____ de _____ de _____.

Banca examinadora

Orientador: Prof. Dr. Haroldo M. D. Verçosa Instituição: FADUSP

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Aos meus pais, Abrão (*i.m.*) e Olga, por me ensinarem a importância do estudo e da coragem na vida.

À minha esposa, Fernanda, por ser a testemunha mais presente dos meus passos profissionais e acadêmicos e a coprotagonista da construção de minha vida pessoal e familiar.

Aos meus filhos, Adriano e Pedro, pela alegria e pelo amor que alimentam a minha alma todos os dias, com as graças de Deus.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Professor Haroldo M. D. Verçosa, pela orientação e confiança na construção da presente tese.

Também à Noêmia N. Masago, minha secretária há mais de uma década, pela honestidade, fidelidade e apoio no dia a dia profissional.

Não menos importantes, agradeço aos meus irmãos, Maria Carolina e Adib, pelas horas de prazer, auxiliando-me para que a árdua tarefa de pesquisa acadêmica fosse mais leve.

*Não há vida sem correção, sem
retificação.*

Paulo Freire (1921 – 1997)

RESUMO

DIB, Adriano Abrão. *Fusões e aquisições brasileiras: deficiências jurídicas e propostas de melhoria*. 170 páginas. Doutorado em Direito Comercial. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021.

O tema de Fusões e Aquisições é sempre atual, pois o histórico no Brasil e no exterior comprova que tais operações societárias ocorrem independentemente da situação econômica, seja de estabilidade ou não. As normas brasileiras que regem a matéria, em especial a Lei das Sociedades Anônimas (BRASIL, 1976), algumas instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários e o Código Civil (BRASIL, 2002) apresentam, todavia, inúmeras deficiências, tornando o ambiente jurídico muitas vezes incerto. A presente tese tem por objetivo apontar as principais deficiências jurídicas e apresentar propostas de melhoria inspiradas parte no Direito americano e parte na análise crítica-constructiva do próprio sistema brasileiro para conferir proteção aos diversos *stakeholders* e aumentar o incentivo a tais operações.

Palavras-chave: Direito Comercial. Direito Societário. Direito Comparado. Fusões e Aquisições. Deficiências Jurídicas. Propostas de Melhoria.

ABSTRACT

DIB, Adriano Abrão. *Brazilian mergers and acquisitions: legal deficiencies and enhancements proposals*. 170 pages. PhD in Commercial Law. Faculty of Law, University of São Paulo, 2021.

The subject of Mergers & Acquisitions is always contemporary since the track record in Brazil and abroad demonstrates that such transactions occur regardless of the economic situation, either of stability or not. Brazilian rules which govern this subject matter, specially the Corporate Law (BRAZIL, 1976), some instructions of the Brazilian Securities and Exchange Commission and the Civil Code (BRAZIL, 2002) have, nonetheless, innumerable deficiencies, frequently bringing uncertainty to the legal environment. The purpose of this thesis is to present the main legal deficiencies and bring enhancement proposals part inspired in the American Law and part in the critical-constructive analysis of the Brazilian system itself, in order to grant protection to the several *stakeholders* and increase the incentive for such transactions.

Key-words: Commercial Law. Corporate Law. Comparative Law. Mergers & Acquisitions. Legal Deficiencies. Enhancement proposals.

RIASSUNTO

DIB, Adriano Abrão. *Fusioni e acquisizioni brasiliane: carenze legali e proposte di miglioramento*. 170 pagine. Dottorato in diritto commerciale. Facoltà de Giurisprudenza, Università de San Paolo, 2021.

Il tema delle fusioni e acquisizioni è sempre aggiornato poiché la storia in Brasile e all'estero dimostra che tali operazioni societarie avvengono indipendentemente dalla situazione economica, stabile o meno. Le regole brasiliane che regolano la materia, in particolare il legge societaria brasiliana (BRASILE, 1976), alcune istruzioni normative della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa brasiliane e il codice civile (BRASILE, 2002), tuttavia, presentano numerose lacune, rendendo l'ambiente giuridico spesso incerto. Lo scopo di questa tesi è quello di evidenziare le principali carenze legali e di presentare proposte di miglioramento ispirate, in parte alla legge americana e in parte all'analisi critico-costruttiva dello stesso sistema brasiliano, al fine di tutelare i diversi *stakeholders* e aumentare l'incentivo a tali operazioni.

Parole chiave: Diritto Commerciale. Diritto Societario. Legge Comparativa. Fusioni e Acquisizioni. Carenze Legali. Proposte di Miglioramento.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CARF	Conselho Administrativo de Recursos Fiscais
CC	Código Civil
<i>Del. Code</i>	Compilação das leis promulgadas pela Assembleia do Estado de Delaware, EUA
CPC	Código de Processo Civil
CTN	Código Tributário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
DREI	Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração
DGCL	<i>Delaware General Corporate Law</i> ou Lei Geral das Sociedades de Delaware dos EUA
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EUA	Estados Unidos da América
F&A	Fusões e Aquisições
ICVM	Instrução expedida pela Comissão de Valores Mobiliários
IFRS	International Financial Reporting Standards

Lei das S/A	Lei das Sociedades Anônimas
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> (“Fusões e Aquisições”)
OCDE ou OECD	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OPA	Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta
RIR	Regulamento do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza
REsp	Recurso Especial
S/A	Sociedades Anônimas
SEC	Securities and Exchange Commission ou Comissão de Valores Mobiliários dos EUA
STJ	Superior Tribunal de Justiça

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
2	ENQUADRAMENTO TEÓRICO PRELIMINAR	21
2.1	O conceito jurídico-econômico de empresa.....	21
2.2	Mercado, incentivo e eficiência	30
2.3	Crescimento das empresas: motivos, formas e limites.....	36
3	PRINCIPAIS DEFICIÊNCIAS JURÍDICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS	43
3.1	Noções introdutórias das fusões e aquisições no Direito brasileiro.....	43
3.2.	Deficiências jurídicas nas espécies de fusões e aquisições	47
3.2.1.	Deficiências nas operações de fusão e incorporação	47
3.2.2.	Deficiências nas operações de cisão parcial e cisão total	62
3.2.3.	Deficiências na operação de alienação de participação societária	68
3.2.4.	Deficiências na operação de trespasse	77
3.3.	Resumo das deficiências da legislação pátria quanto às operações de F & A.....	82
4	PROPOSTAS DE MELHORIA INSPIRADAS NO DIREITO AMERICANO E NA ANÁLISE CRÍTICA-CONSTRUTIVA DO SISTEMA BRASILEIRO	85
4.1	Sistemática liberal para avaliação de empresas e para o valor do reembolso	89
4.2	Readequação dos requisitos da teoria da <i>failing firm defense</i>	98
4.3	Moderação na aplicação da teoria da <i>de facto merger doctrine</i>	111
4.4	Normas para incentivar a concorrência nas ofertas públicas para aquisição voluntária de controle	122
4.5	Reenquadramento da aplicação da <i>affectio societatis</i>	141
5	CONCLUSÃO	153
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	157

1 INTRODUÇÃO

As “fusões e aquisições” (*F&A*), “combinação de negócios” ou, ainda, as “*mergers and acquisitions*” (*M&A*) americanas, apesar de não serem idênticas conceitualmente¹, são eventos comuns em qualquer país, seja desenvolvido ou em desenvolvimento. Os fatos históricos demonstram que tais operações se materializam independentemente do ambiente econômico, ocorrendo tanto em momentos de crise quanto em momentos de estabilidade econômica.

No âmbito da crise americana de 2008 e alguns anos após, operações bilionárias ocorreram, envolvendo as empresas Inbev/Anheuser, Verizon/Alltel, Bank of America/Merrill Lynch, JP Morgan/Bear Stearns, Abbot/Solvay, Chrysler/Fiat, Time Warner/Aol, 3G Capital/Burger King, United/Continental², dentre tantas outras.

No Brasil, em plena crise de 2014/2017, operações interessantes também se materializaram entre companhias como Oi/Altice, Telefonica/GVT, Cielo/BB, Rumo Cosan/ALL, Bradesco/HSBC, BAT/Souza Cruz e BMF/Cetip³.

A ocorrência frequente dessas situações em países completamente diferentes, independentemente da existência de um ambiente economicamente estável, faz com que o estudo das operações de *F&A seja sempre atual* pois, em maior ou menor grau, em relação à quantidade ou a valores envolvidos, é sempre possível identificar transações em um dado momento.

¹ Nos termos do Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1), do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, combinação de negócios é “uma operação ou outro evento por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação. Neste Pronunciamento, o termo abrange também as fusões que se dão entre partes independentes (inclusive as conhecidas por *true mergers* ou *merger of equals*)” (CPC, 2011). Fusões e Aquisições, no âmbito jurídico brasileiro, envolvem outras operações e não necessariamente se restringem a aquisições de controle societário. No Direito americano, as “*mergers*”, traduzidas como “fusões”, são conceitualmente distintas quando comparadas com as “fusões” do Direito pátrio.

² As denominações das sociedades citadas são, respectivamente, Inbev SA/NV, Anheuser-Busch Companies Inc., Verizon Wireless, Alltel Corporation, Bank of America Corporation, Merrill Lynch & Co, Inc., JP Morgan Chase & Co, The Bear Stearns Companies Inc., Abbot Laboratories, Solvay SA, Chrysler L.L.C., Fiat S.p.A, Time Warner Inc., AOL Inc., 3G Capital Partners Ltd., Burger King Holdings, Inc., UAL Corporation e Continental Airlines, Inc.

³ As denominações das sociedades citadas são, respectivamente, OI S/A, Altice S/A, Telefônica Brasil S/A, GVT Participações S/A, Cielo S/A, Banco do Brasil S/A, Rumo Logística Operadora Multimodal S/A, Cosan Logística S/A, ALL – América Latina Logística S/A, Banco Bradesco S/A, HSBC Bank Brasil S/A – Banco Múltiplo, BAT International (Holdings) BV, Souza Cruz S/A, BM&F BOVESPA S/A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e CETIP S/A Mercados Organizados.

Ocorre, no entanto, que a principal lei societária brasileira, a Lei 6.404/76, e alguns dispositivos de instruções da Comissão de Valores Mobiliários e do Código Civil apresentam *inúmeras* deficiências jurídicas que devem ser corrigidas para aumentar o incentivo a tais operações e proteger os diversos participantes envolvidos, incluindo os empresários e os acionistas minoritários e, de um modo geral, beneficiar a sociedade como um todo.

Ou seja, as atuais normas brasileiras selecionadas nesse trabalho são juridicamente deficientes e ineficientes e, como consequência lógica, não incentivam ou incentivam pifiamente o mercado de F&A brasileiro.

Ressalta-se que o aproveitamento de alguns pontos do sistema norte-americano aliado a um leve reenquadramento do próprio sistema nacional permitirão as devidas correções em benefício não só do mercado em geral, mas também da sociedade como um todo.

A presente tese tem, portanto, por objetivo apontar as principais deficiências jurídicas no segmento de Fusões e Aquisições e apresentar propostas de melhoria inspiradas no Direito americano e na análise crítica-constructiva do próprio sistema brasileiro.

É relevante esclarecer, inicialmente, que as deficiências jurídicas abordadas nessa tese e as respectivas propostas de melhoria foram propositadamente construídas (i) de forma não exaustiva, (ii) sem estarem, necessariamente, correlacionadas entre si e ainda (iii) sem que expressem um posicionamento estanque acerca do tema.

A forma não exaustiva escolhida nesse trabalho significa que as deficiências jurídicas elencadas não são e nem poderiam ser as únicas deficiências encontradas nas normas que regem as operações de F&A. Optou-se pelas mais importantes sob o ponto de vista do próprio autor e, especialmente, as que mais estivessem ligadas ao âmbito dos Direitos Comercial e Societário. Assuntos da seara tributária, por exemplo, foram propositadamente excluídos do trabalho, não por ausência de importância, mas por tangenciarem a área de concentração na qual está inserida a presente tese.

Igualmente, ainda que inseridas na mesma área de concentração, não foram escolhidas deficiências jurídicas que fossem, necessariamente, correlatas. Isso porque, se as deficiências tivessem relação entre si, a quantidade delas seria menor e, conseqüentemente, uma valiosa oportunidade de, em um único trabalho, aumentar o espectro da discussão aqui tratada poderia ser perdida.

Na opinião do autor, as propostas de melhoria construídas nessa tese são adequadas e solucionam os problemas abordados. Isso não significa, logicamente, que outras propostas para correção das mesmas deficiências não possam ser também discutidas a partir das discussões travadas a seguir, razão pela qual o trabalho não é, e nem poderia ser, estanque.

A presente tese contribui para o aprimoramento do universo jurídico ao descortinar e suscitar deficiências que até então vêm sendo tangenciadas pela doutrina e pelos tribunais. Além do mais, tais deficiências são danosas à sociedade pois criam injustiças e não incentivam operações societárias importantes para o mercado de F&A.

Além disso, mais do que trazer à luz deficiências jurídicas até então obscuras, a tese enriquece o campo jurídico ao propor mudanças legislativas e comportamentais que, se incorporadas, parcial ou totalmente, pelos legisladores brasileiros, serão benéficas como um todo.

Para que seja possível alcançar esse objetivo, esse trabalho é estruturado em cinco capítulos, além das referências bibliográficas.

O primeiro capítulo é este, introdutório, apresentando o tema do trabalho e sua respectiva estrutura. O capítulo dois aborda o “Enquadramento Teórico Preliminar” da matéria já que, em toda a tese, e também para melhor compreender as operações de F&A, são utilizados conceitos clássicos que devem ser compreendidos com clareza. Os pontos conceituais selecionados, cada um deles alocado a uma parte específica, são (i) o conceito jurídico-econômico de empresa; (ii) mercado, incentivo e eficiência; e (iii) o crescimento das empresas: motivos, formas e limites.

Verifica-se a importância de se estudar o conceito jurídico econômico da empresa, de forma que, a depender da operação societária escolhida, há variações na titularidade da empresa e/ou da sociedade envolvida. Em uma operação de *trespass*, por exemplo, há transferência do estabelecimento, mas não da sociedade. Já numa operação de fusão, as empresas são aglutinadas e as sociedades, até então titulares de tais empresas, formam uma nova sociedade, sendo as antigas extintas. Assim, é relevante compreender os significados jurídico e econômico da empresa.

Igualmente significativo é entender os conceitos de “mercado”, “incentivo” e “eficiência” uma vez que, frequentemente, esses termos são utilizados no âmbito das F&A no Brasil e no mundo.

“*Mercado*” está inerentemente ligado ao conceito de empresa e, dessa maneira, intrinsecamente relacionado às operações de F&A. Os outros dois conceitos devem ser bem compreendidos, pois, de acordo com a análise desse estudo, muitas das normas brasileiras cometem equívocos por falta de “*eficiência*” e, na tentativa de um aprimoramento, há um aumento no “*incentivo*” às operações societárias. Assim, é fundamental que tais conceitos sejam abordados no enquadramento teórico preliminar.

Ademais, operações de F&A têm por escopo, na maioria dos casos, o crescimento empresarial. Assim, faz-se necessário revisitar algumas teorias, especialmente na seara econômica, tratando dos motivos, formas e limites do crescimento das empresas. Apesar de não estarem *diretamente* relacionadas à área jurídica, tais teorias enriquecem a compreensão do tema deste trabalho, permitindo a análise de outras perspectivas e do mecanismo responsável pelas operações de F&A.

Ou seja, o enquadramento teórico preliminar, apesar de não tratar de deficiências jurídicas ou de propostas de melhorias em si, serve para corretamente guiar o leitor ao longo da tese e facilitar a compreensão dos temas tratados.

Estabelecidos e bem compreendidos os conceitos preliminares acima mencionados, passam-se aos terceiro e quarto capítulos que serão dedicados, respectivamente, às “Principais Deficiências Jurídicas das Fusões e Aquisições Brasileiras” e às “Propostas de

Melhoria Inspiradas no Direito Americano e na Análise Crítico-Construtiva do Sistema Brasileiro”.

O terceiro capítulo busca detalhar as operações de fusão, incorporação, cisões parcial e total, de alienação de participação societária, de ofertas públicas de aquisição de controle e da operação de *trespasse*. Muito mais do que um enfoque exaustivo de cada operação, apontam-se as questões mais debatidas – também mais deficientes – de cada uma das operações.

Nas transações de fusão e incorporação, são abordados o critério de avaliação das sociedades a serem fusionadas/incorporadas, o valor do reembolso para os acionistas dissidentes e a incerta recepção da teoria da *failing firm defense* no Brasil. Nas operações de cisão, destaca-se a obscuridade envolvendo a responsabilidade das diversas sociedades envolvidas.

Na alienação de participação societária, a discussão é sobre a antiga, porém ainda necessária, aplicação da *affectio societatis* nas relações societárias e do confuso sistema de leilão estabelecido pela Comissão de Valores Mobiliários para as ofertas públicas concorrentes de aquisição voluntária de controle. Quanto ao *trespasse*, são analisadas as responsabilidades atribuídas ao adquirente nesse tipo de transação.

Em relação às propostas de melhoria, no quarto capítulo são verificadas algumas normas americanas, bem como certas decisões judiciais proferidas naquela jurisdição, a fim de se obterem fontes iniciais para as sugestões de aperfeiçoamento. Com base nestas, e na análise crítica-construtiva do próprio sistema nacional, pretende-se demonstrar que as normas brasileiras as quais regem as operações de fusões e aquisições devem – parcial ou totalmente – ser reformuladas.

Por fim, após comprovadas todas as fragilidades do atual sistema, a conclusão apresenta o resumo das propostas de melhoria com um todo, em relação ao arcabouço legislativo brasileiro no que tange à matéria de fusões e aquisições, visando a corrigir ineficiências e aumentar o incentivo a tais operações.

Aliás, nesse sentido, Sztajn explica o que deveriam ser as metas de qualquer sistema jurídico:

“Por que, então, não associar eficácia e eficiência na produção de normas jurídicas? Eficácia como aptidão para produzir efeitos e eficiência como aptidão para atingir o melhor resultado com o mínimo de erros ou perdas, obter ou visar ao melhor rendimento, alcançar a função prevista de maneira a mais produtiva. Elas deveriam ser metas de qualquer sistema jurídico. A perda de recursos/esforços representa custo social, indesejável sob qualquer perspectiva que se empregue para avaliar os efeitos” (STAJN, 2005, p. 81).

Mais do que uma resposta exaustiva e final acerca do tema desta tese, optou-se por analisar os aprimoramentos considerados mais importantes e prementes, possibilitando que este trabalho seja fonte adicional de estudo para outras deficiências nas F&A brasileiras serem corrigidas oportunamente. Tanto acadêmicos quanto legisladores poderão aproveitar as provocações debatidas neste trabalho para propor reformas na Lei das S/A, no Código Civil e em algumas instruções da CVM.

A revelação de deficiências jurídicas até então obscuras e desprezadas aliadas a propostas de melhoria contemporâneas e eficazes são as contribuições originais ao Direito pátrio as quais a presente tese pretende trazer.

2 ENQUADRAMENTO TÉORICO PRELIMINAR

2.1 O CONCEITO JURÍDICO-ECONÔMICO DE EMPRESA

Tendo em vista que os sujeitos passivo e ativo das operações de fusões e aquisições são as empresas, é preciso compreender o sentido de “empresa” e isso deve ocorrer através de dois prismas distintos – o jurídico e o econômico.

Destaca-se que uma perspectiva não anula a outra, mas se complementam, já que o jurista e o economista analisam o mesmo acontecimento com pontos de vista diferentes, porém não necessariamente contraditórios. Berle e Means esclarecem essa distinção:

“O economista [...] parte de uma base diferente, com uma série de interesses essencialmente diferentes da abordagem jurídica do problema. Seu principal interesse não é a proteção dos bens do indivíduo, mas a produção e a distribuição daquilo que o homem deseja. Não se preocupa com os direitos de propriedade, mas com a produção da riqueza e a distribuição da renda. Para ele, os direitos de propriedade são atributos que a sociedade pode associar à riqueza e ele os considera, bem como sua proteção, não como um direito inalienável do indivíduo ou como fins em si mesmos, mas como meios para um fim socialmente desejável, qual seja, ‘a subsistência e rendimentos abundantes para o povo’ (BERLE & MEANS, 1984, p. 265).

Muito embora haja críticas⁴, é importante iniciar a conceituação de empresa através dos ensinamentos de Asquini:

“O conceito de empresa é o conceito de um fenômeno econômico poliédrico, o qual tem sob o aspecto jurídico, não um, mas diversos perfis em relação aos diversos elementos que o integram. As definições jurídicas de empresa podem, portanto, ser diversas, segundo o diferente perfil, pelo qual o fenômeno econômico é encarado. Esta é a razão da falta de definição legislativa; é esta, ao menos em parte, a razão da falta de encontro das diversas opiniões até agora manifestadas na doutrina. Um é o conceito de empresa, como fenômeno econômico; diversas as noções jurídicas relativas ao diversos aspectos do fenômeno econômico. [...]

Tal como o conceito econômico de empresa refere-se essencialmente à economia de troca, pois somente na órbita da economia de troca, a atividade do empresário pode adquirir caráter profissional. É portanto empresa no sentido do Código Civil toda organização de trabalho e de capital tendo como fim a produção de bens ou serviços para troca. [...]

Afirmar, porém, que a noção de empresa entrou no novo Código Civil com um determinado significado econômico, não quer dizer que a noção econômica de empresa seja imediatamente utilizável como noção jurídica [...] o intérprete não deve agir com o preconceito de que o fenômeno econômico de empresa deva,

⁴ Rachel Sztajn pontua que: “Vincenzo Buonocore, em texto mais atual, afirma que a empresa é instituto neutro, nem comercial nem civil, cujos traços relevantes são a atividade econômica, a profissionalidade, a organização, tudo para obter resultados direcionados ao mercado” (SZTAJN, 2010, p. 96, versão digital).

forçosamente, entrar num esquema jurídico unitário [...]” (ASQUINI, 1943, apud COMPARATO, 1996, p. 109-114).

Assim, Asquini (1943, apud COMPARATO, 1996) esclarece que a empresa pode e deve ser entendida tanto do ponto de vista econômico (organização que propicia a economia de troca) quanto do jurídico, ressaltando, todavia, que este admite mais de um perfil, daí a justificada confusão em relação à conceituação do termo “empresa”.

Com efeito, sob o prisma jurídico, o mesmo autor sustenta que a empresa assumiria quatro perfis, quais sejam: (i) o perfil subjetivo, tendo a empresa o papel de empresário, uma vez que este “não somente está na empresa (em sentido econômico), como dela é cabeça e alma” (ASQUINI, 1943, apud COMPARATO, p. 114); (ii) o perfil funcional, ou seja, a empresa é considerada atividade empresarial, pois “aparece como aquela força em movimento que é a atividade empresarial dirigida para um determinado escopo produtivo” (ASQUINI, 1943, apud COMPARATO, p. 116); (iii) o perfil patrimonial e objetivo, vislumbrando a empresa como patrimônio “aziendal” e como estabelecimento, pois:

“o exercício da atividade empresarial dá lugar à formação de um complexo de relações jurídicas que tem por centro o empresário [...] o fenômeno econômico da empresa, projetado sobre o terreno patrimonial, dá lugar a um patrimônio especial distinto, por seu escopo, do restante patrimônio do empresário” (ASQUINI, 1943, apud COMPARATO, p. 118).

Por fim, (iv) o perfil corporativo, ou seja, a empresa como uma instituição ou como “aquela especial organização de pessoas que é formada pelo empresário e pelos empregados, seus colaboradores (ASQUINI, 1943, apud COMPARATO, p. 122)”.

Marcondes explica essa questão dos diversos perfis da seguinte maneira:

“Estes perfis jurídicos do conceito econômico de empresa são obra do grande comercialista italiano Alberto Asquini, que resolveu uma pendência na doutrina italiana, dividida em inúmeras correntes, cada qual pretendendo que a sua fosse a verdadeira conceituação de empresa, em termos jurídicos. A tese de Asquini, hoje generalizadamente acolhida, é de que a empresa tem um conceito unitário econômico, mas não um conceito unitário jurídico, porque a lei ora a trata como uma, ora, como outra. [...] Dentro do Direito brasileiro, inclusive o constitucional, o conceito de empresa não é, juridicamente, um conceito unitário” (MARCONDES, 1977, p. 7-8).

Verçosa, mesmo reconhecendo uma superação relativa, pondera que “o passar de tantos anos ainda não foi capaz de tirar de Asquini o mérito do seu estudo e suas consequências para o Direito Comercial” (VERÇOSA, 2014, p. 148) e, citando Sylvio Marcondes, assim preceitua:

“Fazendo uma apreciação crítica sobre esses quatro perfis, Sylvio Marcondes fez as seguintes observações [...]: a) o perfil subjetivo corresponde a uma metáfora ou sinédoque, pois todas as relações jurídicas inerentes à empresa não podem prescindir da figura do empresário; b) o patrimônio aziendale não foi personalizado pelo Direito, nem reconhecido como patrimônio separado dentro do patrimônio geral do empresário; c) o Direito jamais chegou a conceber a empresa como um organismo de cooperação entre empresários e prestadores de serviço, de forma a que constituísse uma categoria jurídica própria; d) quanto ao perfil funcional, se a empresa consiste no fato da organização da atividade empreendedora do empresário, esta é regida pelas normas relativas aos sujeitos e aos objetos de direito, não caracterizando uma categoria autônoma” (VERÇOSA, 2014, p. 145-148).

Na legislação brasileira, a empresa pode ser analisada tanto pela ótica econômica, quanto jurídica, sendo esta examinada através de diversos perfis. Com efeito, apesar de não definir o que seria uma empresa, o Código Civil brasileiro preferiu conceituar “empresário” como aquele que “exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou serviços” (BRASIL, 2002, art. 966), excluindo, expressamente desse conceito, “quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa” (BRASIL, 2002, art. 966).

Ao definir o empresário dessa maneira, o Código Civil (BRASIL, 2002) permite a constatação de que “empresa” deve ser classificada, sem prejuízo de outros conceitos, como a própria “atividade econômica organizada”. Ou seja, a empresa não pode ser tratada apenas como um simples ato isolado, mas sim como uma atividade habitual e profissional, a qual se utiliza de um complexo organizado de bens, para fins econômicos, com intuito de propiciar a circulação de riquezas no mercado e não para uso próprio.

Nesse sentido, Verçosa, apoiado na doutrina de Buonocore e Asquini, esclarece que:

“O objetivo da atividade deverá ser, para a qualificação do empresário, a produção ou a circulação de bens ou de serviços, nos termos do art. 966, caput, do CC/2002. Considerando tratar-se de redação idêntica à do art. 2.082 do CCIt, pode-se dizer – acompanhando Ascarelli – que tal atividade deve dirigir-se diretamente para tais finalidades, excluída a produção para uso próprio, pois está

não está destinada ao mercado. A destinação dos produtos da empresa para o mercado é, justamente, um dos elementos diferenciadores entre a atividade do empresário e a de outros sujeitos que também exercem uma atividade econômica” (VERÇOSA, 2014, p.121)

No sistema brasileiro, em resumo, há perfis jurídicos distintos: o perfil subjetivo estaria contemplado no artigo 966, já supracitado, do Código Civil (BRASIL, 2002); o perfil funcional, no artigo 2.º da Lei das S/A (BRASIL, 1976); o perfil patrimonial no artigo 863 do Código de Processo Civil (BRASIL, 2015); e o perfil corporativo no artigo 1.º da Lei de Registro de Empresas Mercantis (BRASIL, 1994)⁵.

Desse modo, juridicamente, não há um conceito unitário do que seria empresa, mas sim diversas concepções que se complementam na tentativa de elucidar a noção exata desse instituto.

É essencial ressaltar que não se pode confundir empresa com sociedade, pois esta significa o titular que exerce a empresa, a qual, conforme explicitado, pode assumir diversos perfis. Essa distinção é importante já que, em uma operação de fusão, por exemplo, as sociedades são extintas com criação de uma nova sociedade (e as empresas respectivas são consolidadas e aglomeradas). No trespasse, ao contrário, as sociedades envolvidas não são afetadas em suas estruturas societárias; apenas o estabelecimento (ou o perfil patrimonial),

⁵ Lei das S/A: “Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes” (BRASIL, 1976, art. 2.º).

Código de Processo Civil: “A penhora de empresa que funcione mediante concessão ou autorização far-se-á, conforme o valor do crédito, sobre a renda, sobre determinados bens ou sobre todo o patrimônio, e o juiz nomeará como depositário, de preferência, um de seus diretores.

§ 1º Quando a penhora recair sobre a renda ou sobre determinados bens, o administrador-depositário apresentará a forma de administração e o esquema de pagamento, observando-se, quanto ao mais, o disposto em relação ao regime de penhora de frutos e rendimentos de coisa móvel e imóvel.

§ 2º Recaindo a penhora sobre todo o patrimônio, prosseguirá a execução em seus ulteriores termos, ouvindo-se, antes da arrematação ou da adjudicação, o ente público que houver outorgado a concessão” (BRASIL, 2015, art. 863).

Lei de Registro de Empresas Mercantis: “O Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins, observado o disposto nesta Lei, será exercido em todo o território nacional, de forma sistêmica, por órgãos federais, estaduais e distrital, com as seguintes finalidades:

I - dar garantia, publicidade, autenticidade, segurança e eficácia aos atos jurídicos das empresas mercantis, submetidos a registro na forma desta lei;

II - cadastrar as empresas nacionais e estrangeiras em funcionamento no País e manter atualizadas as informações pertinentes;

III - proceder à matrícula dos agentes auxiliares do comércio, bem como ao seu cancelamento” (BRASIL, 1994, art. 1.º).

assim entendido como um complexo de bens e direitos, é transferido de uma sociedade à outra.

Ascarelli, ao analisar a evolução histórica do Direito Comercial, esclarece essa questão:

“Empresa é, antes de tudo, o exercício profissional de uma atividade organizada e empresário, o que exerce, profissionalmente, a atividade econômica organizada. É justamente enquanto atividade (e não enquanto organização objetiva, embora resultante da atividade na grande e média empresa) que a empresa pode ser mais utilmente considerada no seu perfil geral, e contraposta ao estabelecimento, com o complexo de bens que instrumentam uma atividade, e ao complexo das relações patrimoniais das quais, dado o exercício da empresa, é titular o empresário” (ASCARELLI, 1999, p. 250).

Verçosa apresenta as diferenças entre empresa, empresário e estabelecimento:

“Barreto Filho colheu de Mario Ghiron a conhecida síntese da correlação entre os institutos vertentes: ‘L’imprenditore se è; l’impresa si governa; l’azienda si há’ (“empreendedor se é; a empresa se administra; o estabelecimento se tem”). Em outras palavras, segundo o primeiro autor, a empresa não é um ser. Trata-se apenas de um fato. São existentes o empresário (sujeito de direito) e o estabelecimento (objeto de direito). A empresa corresponde ao exercício que o empresário faz do estabelecimento” (VERÇOSA, 2014, p. 149).

Todavia, apenas os aspectos jurídicos, aliados à noção econômica trazida por Asquini, de que a empresa seria “toda organização de trabalho e de capital tendo como fim a produção de bens ou serviços para troca” (ASQUINI, 1943, apud COMPARATO, p. 110), não são suficientes para a total elucidação do assunto. Para se ter uma noção mais precisa possível do que seria uma empresa (e do seu respectivo crescimento por meio das operações de fusões e aquisições), é essencial que se analise, em complemento aos juristas citados, o posicionamento de Ronald Coase (1937), Armen A. Alchian e Harold Demsetz (1972), Michael C. Jensen e William H. Meckling (1976) e Eugene Fama (1980).

Aliás, para o estudo das fusões e aquisições, em especial o movimento do crescimento da empresa (seja orgânico ou inorgânico), é possível insinuar que os preceitos dos economistas são mais úteis do que os ensinamentos dos juristas, uma vez que aprofundam muito mais a questão central do problema.

Coase (1937), em seu clássico artigo “The Nature of the Firm”, abordou a empresa tendo como base a existência do mercado, ou melhor, dos custos para se utilizar o mecanismo de preços no mercado. De acordo com o autor, há um custo para se usar o mecanismo de preços e a empresa manifesta-se como forma de reduzir tais custos:

A principal razão pela qual é lucrativo constituir uma empresa parece ser a existência de um custo para utilizar o mecanismo de preços. O custo mais evidente de se “organizar” uma produção através do mecanismo de preços é o de descobrir quais são os preços relevantes. [...] os custos de negociar e de executar um contrato separado para cada transação de troca que ocorre no mercado devem ser levados em consideração. [...] É verdade que os contratos não são eliminados quando existe uma empresa, mas eles são consideravelmente reduzidos. Um fator de produção (ou seu titular) não precisa celebrar uma série de contratos com os fatores com os quais ele está cooperando dentro da empresa, como seria necessário, é claro, se essa cooperação fosse um resultado direto do funcionamento do mecanismo de preços. Esta série de contratos é substituído por um. Podemos resumir essa seção com o argumento de que a operação no mercado tem um custo e, através da constituição de uma organização e permitindo a alguma autoridade (o ‘empresário’) a direção dos recursos, alguns custos de mercado são economizados (tradução livre)⁶.

No mesmo artigo, o autor define a empresa como “o sistema de relações que surge quando o direcionamento de recursos depende de um empresário”⁷.

Por sua vez, Verçosa assim pondera:

“Do ponto de vista estrutural, na visão de Coase, as empresas são feixes de contratos, os quais permitem a reunião dos fatores de produção sob um mesmo comando, objetivando a oferta de bens e serviços no mercado. Nas palavras do autor, ‘a firma consiste em um sistema de relações que passa a existir quando a direção a ser dada aos recursos é dependente de um empresário’. [...] Traduz-se melhor esse conceito de ‘feixe de contratos’. Na verdade, ao organizar uma determinada atividade empresarial na busca de lucros, o titular da empresa (empresário ou sociedade empresária) precisará recorrer a instrumentos jurídicos aptos ao alcance de tal objetivo. Estes são, fundamentalmente, os diversos tipos de contratos: o contrato por meio do qual será constituída a

⁶ “The main reason why it is profitable to establish a firm would seem to be that there is a cost of using the price mechanism. The most obvious cost of ‘organising’ production through the price mechanism is that of discovering what the relevant prices are. [...] the costs of negotiating and concluding a separate contract for each exchange transaction which takes place on a market must also be taken into account.[...] It is true that contracts are not eliminated when there is a firm but they are greatly reduced. A factor of production (or the owner thereof) does not have to make a series of contracts with the factors with whom he is co-operating within the firm, as would be necessary, of course, if this co-operation were as a direct result of the working of the price mechanism. For this series of contracts is substituted one. [...] We may sum up this section of the argument by saying that the operation of a market costs something and, by forming an organisation and allowing some authority (an “entrepreneur”) to direct the resources, certain marketing costs are saved” (COASE, 1937, p. 390 e 391).

⁷ “the system of relationships which comes into existence when the direction of resources is dependent on an entrepreneur” (Ibidem, p. 393).

sociedade empresária titular da atividade; contratos de compra e venda; de trabalho; de prestação de serviços; de locação mercantil; de franquia; de faturização; de financiamento; de conta corrente bancária; de seguro; etc. A utilização dessa miríade de contratos levará muitas vezes, em um segundo momento, ao recurso aos títulos de crédito, como instrumentos para a execução daqueles acordos (cheques, duplicatas, letras de câmbio, conhecimentos de depósito/warrants, conhecimentos de transporte etc.)” (VERÇOSA, 2014, p. 154).

A visão de Coase (1937), todavia, não ficou livre de críticas. Em 1972, Alchian e Demsetz, em *“Production, Information Costs, and Economic Organization”* sustentaram a existência de outros fatores que levam ao surgimento da empresa, não apenas a necessidade de se reduzirem custos de transação. Também criticam o posicionamento de Coase (1937) por este ter conferido muita relevância à posição central, até mesmo autoritária, do empresário e da importância do mercado, defendendo, em substituição, uma Teoria da Coalizão⁸ para melhor definir a empresa:

É comum ver a empresa caracterizada pelo poder de solucionar problemas por decreto, autoridade ou ação disciplinadora superiores ao que está disponível no mercado convencional. Isto é ilusão. A empresa não detém todos os seus insumos. Não há poder de decreto, autoridade ou ação disciplinadora em nada diferentes do menor grau existente em contratações comuns no mercado entre quaisquer duas pessoas. [...] É no uso em grupo de insumos e na posição central de alguma parte nas relações contratuais de todos os outros insumos. É a posição central de um agente contratual em um processo produtivo em grupo – não uma autoridade diretiva superior ou poder disciplinador. [...]

Nossa visão de empresa não é necessariamente inconsistente com a de Coase; nós tentamos ir além e identificar implicações refutáveis. A ideia penetrante de Coase é de dar importância ao fato de que mercados não operam sem custo, e ele credita ao custo de se operar em mercado para formar contratos a sua explicação básica para a existência das empresas [...] considerações sobre produção em time, organização em time, dificuldade na mensuração da produção, e o problema de abandono são importantes para nossa explicação, mas, até onde

⁸ Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau (2015) assim resumem a controvérsia entre Coase (1937) e Alchian e Demsetz (1972): “Apenas uns 40 anos depois da publicação dos trabalhos de Coase é que a teoria dos custos de transação proposta para explicar a natureza da firma (empresa) foi examinada por Alchian e Demsetz. Esses autores reconhecem, com Coase, que a empresa existe como forma alternativa de organização da produção em razão dos custos de transação associados ao processo de mercado. Criticam os trabalhos de Coase apontando que não identificam os fatores que permitem determinar em que situações os custos de organização de produção na empresa são inferiores aos do mercado. Questionam a teoria de Coase segundo a qual a empresa é entidade à margem do mercado. A teoria da coalizão de Alchian e Demsetz constitui tentativa de remediar as lacunas do modelo de Coase. Alchian e Demsetz fundam sua teoria na observação de que uma parcela importante da atividade de produção implica coalizão dos diversos fatores de produção, quer dizer, uma empresa. Os autores denominam coalizão um processo de produção que implica em numerosos insumos que pertencem a mais de um fornecedor e cuja reunião gera uma produção que ultrapassa a simples agregação de insumos. Os fornecedores têm interesse em formar coalizões dados os ganhos que delas resultam: ao cooperar em uma empresa, os fornecedores aumentam a produtividade desses últimos, o que lhes promove melhor rendimento. [...] A ideia inovadora de Alchian e Demsetz é expor que a empresa é modo de organização da produção em que a coalizão supera o mercado, uma vez que a empresa permite melhor controle dos riscos do oportunismo” (MACKAAY & ROUSSEAU, 2015, p. 522-523 - edição digital).

compreendemos, não para a de Coase. [...] A essência da clássica empresa é aqui identificada como uma estrutura contratual com: 1) produção conjunta de insumos; 2) vários proprietários dos insumos; 3) uma parte que é comum a todos os contratos de insumos conjuntos; 4) quem tem direitos de renegociar qualquer contrato de insumos independentemente de contratos com outros proprietários de insumos; 5) quem detém o crédito residual; e 6) quem tem o direito de vender sua posição contratual residual central [...] A estrutura contratual surge como um meio de aumentar a eficiência organizacional da produção em time (tradução livre)⁹.

No ano de 1976, Jensen e Meckling, em “*Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*”, argumentam não ser correta a importância dada por Alchian e Demsetz (1972) à “*joint input production*” ou produção em time para a caracterização da empresa. Ao invés disso, defendem que a essência da empresa estaria nas relações contratuais e as organizações seriam ficções jurídicas as quais serviriam como um nexo para um conjunto de relações contratuais:

Relações contratuais são a essência da empresa, não apenas com empregados, mas com fornecedores, clientes, credores e assim por diante. [...] produção conjunta pode explicar apenas uma pequena fração do comportamento dos indivíduos associados à empresa.
[...] É importante reconhecer que a maioria das organizações são simplesmente ficções jurídicas que servem de nexo para uma série de relações contratuais entre indivíduos (tradução livre)¹⁰.

⁹“It is common to see the firm characterized by the power to settle issues by fiat, by authority or by disciplinary action superior to that available in the conventional market. This is delusion. The firm does not own all its inputs. It has no power of fiat, no authority, no disciplinary action any different in the slightest degree from ordinary market contracting between any two people. [...] It is in a team use of inputs and a centralized position of some party in the contractual arrangements of all other inputs. It is the centralized contractual agent in a team productive process – not some superior authoritarian directive or disciplinary power. [...] Our view of the firm is not necessarily inconsistent with Coase’s; we attempt to go further and identify refutable implications. Coase’s penetrating insight is to make more of the fact that markets do not operate costlessly, and he relies on the cost of using markets to form contracts as his basic explanation for the existence of firms. [...] consideration of team production, team organization, difficulty in metering outputs, and the problem of shirking are important to our explanation but, so far as we can ascertain, not in Coase’s. [...] The essence of the classical firm is identified here as a contractual structure with: 1) joint input production; 2) several input owners; 3) one party who is common to all the contracts of the joint inputs; 4) who has rights to renegotiate any input’s contract independently of contracts with other input owners; 5) who holds the residual claim; and 6) who has the right to sell his central contractual residual status[...] The contractual structure arises as a means of enhancing efficient organization of team production” (ALCHIAN & DEMSETZ, 1972, p. 777-794).

¹⁰ “Contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, and so on. [...] joint production can explain only a small fraction of the behavior of individuals associated with a firm [] It is important to recognize that most organizations are simply legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals” (JENSEN & MECKLING, 1976, p. 310).

Em 1980, Eugene Fama, em *“Agency Problems and the Theory of the Firm”*, baseando-se no conceito de propriedade, assim ponderou:

[...] propriedade do capital não deve ser confundida com propriedade da empresa. Cada fator na empresa é detido por alguém. A empresa é simplesmente um conjunto de contratos abrangendo a forma com que insumos são combinados para se criarem produtos e a maneira como as receitas dos produtos são compartilhadas entre os insumos. Nesta perspectiva de “nexo de contratos”, a propriedade da empresa é um conceito irrelevante.

Dissipar a persistente noção de que a empresa é titularizada por seus acionistas é importante porque é uma primeira etapa para se entender que o controle sobre a decisão de uma empresa não está necessariamente no âmbito dos acionistas. A segunda etapa é colocar de lado o igualmente persistente papel geralmente atribuído ao empresário na empresa (tradução livre)¹¹.

As diversas teorias da empresa, ora conflitantes, ora complementares, são ferramentas úteis para compreensão do crescimento da empresa através das fusões e aquisições. Um dos motivos das fusões e aquisições é a economia através de ganhos de escala. Segundo Coase (1937), a empresa surge como uma forma de redução de custos de transação, sendo tranquilamente enquadrada nesse cenário. Para se operar em mercado há custos os quais podem ser reduzidos não apenas com a criação das empresas, mas também com fusões nas quais duas empresas são aglutinadas para criação de outra maior.

A Teoria da Coalizão defendida por Alchian e Demsetz (1972), apesar de criticar e complementar a de Coase, reconhece que a característica das empresas não deveria estar pautada na figura central de um empresário autoritário, mas sim na produção e organização em time. O exemplo utilizado nos trabalhos acadêmicos para demonstrar isso foi o de duas pessoas carregando um determinado produto em um caminhão. Não seria possível identificar qual dos dois teria carregado mais ou se um carregador seria mais importante do que outro. Não haveria uma figura individual, mas sim um espírito coletivo que caracterizaria a empresa.

¹¹ “[...] ownership of capital should not be confused with ownership of the firm. Each factor in a firm is owned by somebody. The firm is just the set of contracts covering the way inputs are joined to create outputs and the way receipts from outputs are shared among inputs. In this ‘nexus’ of contracts’ perspective, ownership of the firm is an irrelevant concept. Dispelling the tenacious notion that a firm is owned by its security holders is important because it is a first step toward understanding that control over a firm’s decision is not necessarily the province of security holders. The second step is setting aside the equally tenacious role in the firm usually attributed to the entrepreneur” (FAMA, 1980, p. 290).

Certas aquisições são conceituadas por transações hostis, porém operações de F&A são, geralmente, amigáveis, ainda que uma parte esteja em desvantagem em relação à outra. Logo, esse espírito coletivo utilizado por Alchian e Demsetz (1972) é identificado nas operações de F&A.

Também absolutamente aplicáveis às operações de fusões e aquisições são as ponderações de Jensen e Meckling (1976), especialmente no sentido de que as organizações seriam ficções jurídicas que serviriam como umnexo para um conjunto de relações contratuais. Com efeito, uma das consequências do crescimento das empresas através de fusões e aquisições é, justamente, uma maior robustez do conjunto de relações contratuais advindas de tais transações.

Ademais, o crescimento empresarial através de operações de F&A pode criar empresas cada vez maiores, com acionistas ainda mais dispersos, confirmando a noção apresentada por Fama (1980), e igualmente abordada por Berle e Means (1984), demonstrando que a importância dada à titularidade das ações vai diminuindo em todo esse contexto.

Na realidade, as diversas teorias da empresa no âmbito das fusões e aquisições devem ser analisadas com uma visão *integrativa*. Uma teoria não deve (e não pode) aniquilar a outra, pelo contrário, devem ser utilizadas para permitir ao seu aplicador uma visão multifacetada do tema abordado, certamente propiciando uma melhor e mais profunda compreensão do assunto.

2.2. MERCADO, INCENTIVO E EFICIÊNCIA

Antes de observar o crescimento empresarial, é preciso esclarecer três conceitos indiscutivelmente úteis para a compreensão do movimento de fusões e aquisições no Brasil e no exterior: “mercado”, “incentivo” e “eficiência”.

Iniciando pelo mercado, Quesnay (2011) defendeu que o ambiente econômico seria governado por uma ordem natural, constituindo-se em um sistema autônomo e autorregulador.

Hayek, coadunando com Quesnay (2011), apoia-se no conceito de ordem espontânea, e pondera, enfaticamente, que muitas pessoas ainda tratam com ressalvas o fato de que “padrões de interação entre muitos homens podem demonstrar uma ordem que não é deliberada por ninguém” (tradução livre)¹². E, assim, conforme este autor, o mercado deveria seguir a concepção de ordem espontânea, sem intervenção governamental, de modo que a tentativa de corrigir a ordem do mercado, além de criar injustiças e desigualdades, levaria à sua própria destruição. Em geral, os dois autores supracitados destacam que o mercado seria um sistema natural, independente da prévia arquitetura humana, ou seja, o mercado surgiria previamente a qualquer intervenção propositada do homem.

Tal visão de mercado foi e continua sendo contestada por muitos. Um dos expoentes que explicitamente discordaram de Hayek (1973) foi Irti (2003), segundo o qual o mercado seria um organismo artificial, um sistema de relações governada pelo direito, ou seja, um instituto jurídico construído e não espontâneo.

Rodrik (2011), por sua vez, enquadra o mercado não como algo que possa ser autorregulado sozinho, mas sim como parte de uma construção humana. Para ele, mercados não criam, regulam, estabilizam e se sustentam sozinhos e a história do capitalismo vem sendo um processo de aprendizado e reaprendizado dessa lição. Seriam, ainda, necessárias instituições como tribunais e juízes para seu correto funcionamento. E, nessa linha de raciocínio, confere ao Estado um papel decisivo na construção do mercado como um garantidor externo.

Professores brasileiros também proporcionam relevantes contribuições. Eros Grau pondera:

“O mercado é uma instituição jurídica. Dizendo-o de modo mais preciso: os mercados são instituições jurídicas. Antes, porém, o mercado deve ser compreendido, qual observa Avelãs Nunes, como “uma instituição social, um produto da história, uma criação histórica da humanidade (correspondente a determinadas circunstâncias econômicas, sociais, políticas e ideológicas), que veio servir (e serve) os interesses de uns (mas não os interesses de todos), uma

¹² “[...] patterns of interaction of many men can show an order that is of nobody’s deliberate making” (HAYEK, 1973, p. 37).

instituição política destinada a regular e a manter determinadas estruturas de poder que asseguram a prevalência dos interesses de certos grupos sobre os interesses de outros grupos sociais”. Neste sentido, tanto o Estado como o mercado são espaços ocupados pelo poder social, entendido o poder político nada mais do que como uma certa forma daquele. A exposição de Natalino Irti é incisiva: o mercado não é uma instituição espontânea, natural – não é um *locus naturalis* – mas uma instituição que nasce graças a determinadas reformas institucionais, operando com fundamento em normas jurídicas que o regulam, o limitam, o conformam; é um *locus artificialis*” (GRAU, 2015, p. 29).

E também Sztajn assim ensina:

“Possível pensar-se em mercados como instituições socio-econômicas; instituição do étimo latino *instituire*, que se traduz por fundar, ordenar, regular, é palavra que denota a intenção de quem a usa de chamar a atenção para uma das funções, talvez a mais relevante, dos mercados: a de ordenar ou regular a troca econômica, tornar eficiente a circulação dos bens na economia.[...] Na medida em que se entenda mercado como uma instituição que vise criar incentivos, reduzir incertezas, facilitar operações entre pessoas, fica clara a ideia de que mercados aumentam a prosperidade e, portanto, o bem estar geral” (SZTAJN, 2010, p. 21 e 22 – versão digital).

E ainda segundo Verçosa:

“duas funções básicas são exercidas pelo mercado: (i) é o lugar (em sentido bastante largo) no qual o empresário exerce sua atividade; tanto um lugar físico precisamente determinado (as Bolsas de Valores) quanto uma região mais ampla e, até mesmo, nenhum lugar determinável, como ocorre com as operações hoje realizadas vias Internet; e (ii) é a estrutura social, econômica e jurídica que, no seu conjunto, permite ao empresário realizar sua atividade, facilitando o encontro dos operadores e a celebração de contratos” (VERÇOSA, 2014, p. 130).

Para fins do presente estudo, são relevantes as observações de Berle e Means, que caracterizam o mercado pela interação *constante* entre vendedores e compradores:

“[mercados são] pontos de encontro de compradores e vendedores. Mas, de fato, são mais que isso. São pontos onde sempre há compradores prontos a comprar por certo preço e vendedores prontos a vender por certo preço. Em outras palavras, um mercado de ações considera que sempre haverá ações oferecidas para a venda por um certo preço e compradores prontos a adquirir, por um certo preço, o que for oferecido. Quando um desses pré-requisitos deixa de existir, não há mais mercado. O processo deve ser contínuo – isto é, nunca pode acontecer uma situação em que haja um comprador sem que haja um vendedor, e vice-versa” (BERLE & MEANS, 1984, p. 232).

Aliás, é justamente para esse sistema facilitador de interações constantes (“mercado”) que o empresário direciona a atividade econômica organizada (“empresa”).

Utilizando-se de tais ensinamentos, de fato, há um mercado de fusões e aquisições quando, de forma contínua, existem “compradores prontos a comprar por certo preço e vendedores prontos a vender por certo preço” empresas de um modo geral.

Passando-se ao conceito de “incentivo”, Krugman destaca que:

“o princípio de que as pessoas exploram as oportunidades para melhorar a situação é a base de todas as previsões dos economistas sobre o comportamento individual [...], as pessoas geralmente respondem a incentivos, explorando oportunidades de obter vantagens. [...] Ao se tentar prever como as pessoas vão se comportar em uma situação econômica, uma boa aposta é que irão responder a incentivos – ou seja, explorar oportunidades para obter vantagens. Além disso, as pessoas continuarão a explorar essas oportunidades até que se esgotem completamente” (KRUGMAN, 2008, p. 8 – versão digital).

Não há dúvidas de que operações de F&A são prospectadas, negociadas e executadas com o objetivo de explorar oportunidades que possam conferir vantagens comerciais às empresas, as quais evidentemente são movidas a incentivos. Inexistindo tais incentivos, as operações tendem a diminuir e, *a contrario sensu*, incentivos em abundância fazem com que as operações se intensifiquem em um dado momento.

Eficiência, por outro lado, é um termo mais complexo. Como bem alertado por Stigler, o conceito tradicional de eficiência significa, para os economistas, maximizar a produção de um processo econômico ou da economia em si, admitindo julgamentos privados em relação aos valores que bens e serviços têm para uma determinada sociedade:

O conceito convencional dos economistas é o de que eficiência está ligada à maximização da produção em um processo econômico ou em uma economia. Não há motivos para confrontar essa definição, e ela produziu um sistema amplamente utilizado de economia do bem-estar. Essa definição, no entanto, aceita julgamentos privados no mercado no que se refere aos valores de produtos e serviços e, em uma análise política, alguém poderia legitimamente utilizar uma definição alternativa de eficiência ligada aos objetivos adotados por uma sociedade através de seu governo. Devo argumentar que eficiência deve ser analisada somente em relação aos objetivos que alguém almeja (tradução livre)¹³.

¹³“The economist's conventional concept of efficiency turns on the maximization of the output of an economic process or of an economy. There is no reason to quarrel with this definition, and it has produced a widely used system of welfare economics. That definition, however, accepts private market judgments on the values of goods and services, and, in policy analysis, one may legitimately employ an alternative definition

Por sua vez, Krugman ressalta:

“[...] em uma economia de mercado, em que os indivíduos são livres para escolher o que consumir e o que produzir, normalmente é aproveitada a oportunidade de ganho mútuo – ou seja, ganhos do comércio. E se há alguma maneira de melhorar a situação de algumas pessoas, elas em geral serão capazes de aproveitar essa oportunidade. E é exatamente isso que define a eficiência: todas as oportunidades de melhorar a situação de algumas pessoas foram exploradas, sem piorar a situação de outras pessoas” (KRUGMAN, 2008, p. 14 – versão digital).

Em outra análise, Frank e Bernanke assim asseguram:

“O termo eficiente, como os economistas o empregam, tem um significado estritamente técnico. Quando dizemos que o equilíbrio de mercado é eficiente, queremos dizer simplesmente que, se o preço e a quantidade assumirem qualquer outro valor que não seja seu valor de equilíbrio, sempre poderá ser encontrada uma transação que fará com que pelo menos algumas pessoas fiquem em melhor situação sem prejudicar as outras. Essa concepção de eficiência também é conhecida como eficiência de Pareto, em homenagem a Vilfredo Pareto, o economista italiano do século XIX que a apresentou” (FRANK & BERNANKE, 2012, p. 214 – edição eletrônica).

Uma forma alternativa de se medir a eficiência¹⁴, ao invés do padrão proposto por Vilfredo Pareto, é utilizar o modelo sugerido por Nicholas Kaldor e John Hicks, conhecido como eficiência Kaldor-Hicks. Nesse modelo, a eficiência não advém do equilíbrio de posições propriamente dito, mas sim por compensações, nas quais os beneficiados compensariam os prejudicados.

Ambos modelos apresentam vantagens e desvantagens, sendo que para algumas situações jurídicas, o modelo Kaldor-Hicks apresenta mais pertinência, conforme Sztajn (2010):

“Não se deve, porém, estruturar o sistema jurídico sobre o princípio paretiano, uma vez que as pessoas não estão em posição simétrica nem avaliam igualmente o respectivo bem-estar. Escolher normas voltadas para o bem-estar individual significa optar por aquelas que contemplem o bem-estar geral concomitantemente [...]. O modelo de compensações teóricas proposto por

of efficiency that rests on the goals adopted by the society through its government. I shall argue that efficiency is to be judged only with respect to the goals one seeks” (STIGLER, 1992, p. 458 e 459).

¹⁴ Sztajn esclarece o que seria eficiência em termos de troca: “A troca é eficiente sempre que pessoas (partes) podem comparar diferentes alternativas disponíveis e referidas àquele determinado bem ou substitutos razoavelmente similares a fim de optar pela que lhes parecer melhor. A eficiência depende também de informação que deve ser igualmente disponível para todos os participantes daquele mercado e não apenas entre partes relacionadas. A eficiência é avaliada pelo padrão proposto por Vilfredo Pareto, segundo o qual o resultado da operação é eficiente quando, numa troca ou série de trocas, umas das pessoas fica melhor, aumenta seu bem-estar, sem que qualquer outra fique pior, após a troca, do que estava antes dela” (SZTAJN, 2010, p. 43-44).

Kaldor-Hicks, em que os que se beneficiam compensariam os que perdem, é mais aderente às realidades sociais” (SZTAJN, 2010, p. 44 – versão digital).

Segundo os economistas advindos da chamada Escola de Chicago, haveria, ainda, uma forte relação entre mercados competitivos e resultados eficientes. O livre mercado traria resultados muito mais eficientes do que um mercado com interferência governamental, como notado e criticado em polêmico estudo de Harcourt:

[...] na Escola de Economia de Chicago, a noção de “eficiência” tornou-se inevitavelmente ligada aos mercados. Em sua essência, o modelo de Chicago se apoia em algumas premissas simples e centrais: a busca racional do interesse próprio econômico pelos atores econômicos [é] tida como certa, competição [é] vista como inerente e intrínseca à vida econômica, e os proventos gerados pelo mercado [são] considerados superiores aos resultantes da interferência governamental no mecanismo de mercado. Friedman, Stigler e outros economistas de Chicago se baseariam precisamente nessas premissas para demonstrar o “nexo entre mercados competitivos e resultados eficientes” e para argumentar por menos intervenção do governo, menos políticas de redistribuição de riquezas, confiança na troca voluntária e no direito consuetudinário para mediar conflitos, e uma promoção generalizada de mais empresas privadas, o que, com base nas evidências fornecidas por suas pesquisas empíricas, facilitaria uma alocação mais eficiente de recursos (tradução livre)¹⁵.

No âmbito das fusões e aquisições, são relevantes as ponderações de Coffee, Choper e Gilson, ao tratarem da eficiência na alocação de recursos, especialmente quanto à questão do valor que um comprador confere a um bem em relação ao valor do mesmo bem atribuído pelo vendedor:

Em uma economia de mercado, ativos de produção são comprados e vendidos quando eles possuem valores diferentes para partes diferentes. Esse processo leva a uma alocação eficiente de recursos: os ativos passam a ser titularizados por aqueles que os valorizam mais, presumivelmente porque podem usá-los com mais eficiência. Os ativos de produção podem ter valores diferentes para diferentes partes por diversos motivos. Por exemplo, ativos específicos podem produzir sinergia quando mantidos por uma parte que também possui ativos complementares. Alternativamente, o comprador pode ser mais hábil do que o vendedor ao usar ativos específicos; porque o comprador pode lucrar mais com

¹⁵ “[...] within the Chicago School of economics, the notion of ‘efficiency’ has become inextricably linked with markets. At its core, the Chicago model rests on a few central and simple premises: the rational pursuit of economic self-interest by economic actors [is] taken as given, competition [is] seen as inherent in and intrinsic to economic life, and market-generated outcomes [are] thought to be superior to those resulting from government interference with the market mechanism. Friedman, Stigler and other economists at Chicago would build on precisely these premises to demonstrate the ‘nexus between competitive markets and efficient outcomes’, and to argue for ‘less government intervention, fewer wealth redistribution policies, reliance on voluntary exchange and on the common law for mediating conflicts, and an across-the-board promotion of more private enterprise, which, based on the evidence provided by their empirical research, would facilitate a more efficient allocation of resources” (HARCOURT, 2011, p. 141).

os ativos do que o vendedor, eles valem mais para o comprador (tradução livre)¹⁶.

De fato, muitas operações de F&A geram eficiências econômicas, mas não é possível afirmar que a eficiência seja resultado comum a toda e qualquer operação societária. Aliás, seria perfeito se isso fosse viável, mas a história comprova que algumas operações podem gerar falhas de mercado e, conseqüentemente, ineficiência na alocação de recursos.

Em relação ao objetivo desta tese, muitas normas que regem as F&A brasileiras são “ineficientes” e, ao sugerir os aprimoramentos, há um maior “incentivo” a tais operações em benefício do próprio “mercado”.

2.3 CRESCIMENTO DAS EMPRESAS: MOTIVOS, FORMAS E LIMITES

Uma vez elucidadas as teorias da empresa e a necessidade de utilizá-las de forma integrativa, bem como explicitados conceitos importantes para compreensão da problemática desta tese, passa-se à análise dos motivos, formas e limites do crescimento empresarial, o qual pode ocorrer de forma orgânica ou inorgânica.

Utiliza-se o termo “crescimento orgânico” para o tipo de crescimento que ocorre no âmbito interno e nos limites da própria empresa, tais como o lançamento de um novo produto, a contratação de mais funcionários, a abertura de novos setores, o investimento em pesquisas e desenvolvimento de novos produtos.

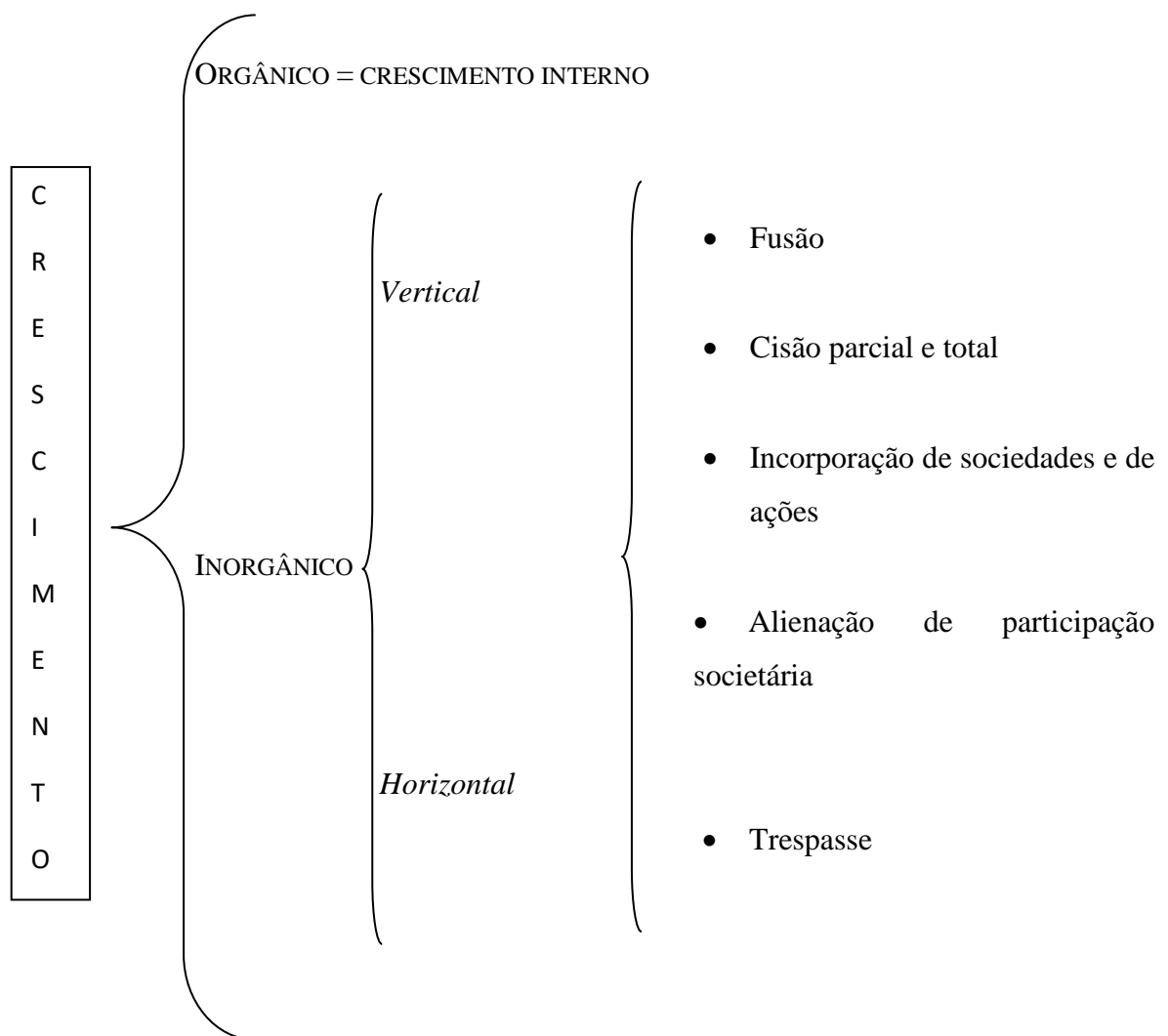
Já o termo “crescimento inorgânico” refere-se às formas de expansão da atividade empresarial que suplantam os próprios limites internos da empresa. Exemplos clássicos são a aquisição de outras empresas, de ativos de outras empresas ou de fusões em geral. Assim,

¹⁶ “In a market economy, productive assets are bought and sold when they have different values to different parties. This process leads to an efficient allocation of resources: Assets come to be owned by those who value them most highly, presumably because they can use them most efficiently. Productive assets may come to have different values to different parties for a variety of reasons. For example, particular assets may produce synergy when held by a party who also holds complementary assets. Alternatively, the buyer may be more skillful than the seller at using particular assets; because the buyer can earn more money from the assets than can the seller, they are worth more to the buyer” (COFFEE, CHOPER e GILSON, 2004, p. 963 apud MUNIZ, 2015, p. 18-19).

ao invés de, por exemplo, investir em pesquisa e lançar um novo produto, uma determinada empresa adquire uma outra empresa que já tem esse produto, incorporando-o ao seu portfólio de produtos ou serviços.

O crescimento inorgânico pode ocorrer de forma horizontal ou vertical, sendo que o horizontal acontece entre empresas que não estão no mesmo eixo produtivo (por exemplo, concorrentes de um mesmo produto/serviço), enquanto o crescimento vertical ocorre entre empresas que estão numa mesma cadeia produtiva (como em uma situação entre um comprador e o produtor da matéria prima).

As operações tratadas nesta tese incluem-se no âmbito do crescimento inorgânico, e não no orgânico, como são apresentadas no quadro ilustrativo abaixo.



A fim de compreender as questões levantadas no presente capítulo, são necessárias as seguintes reflexões: (i) por que as empresas crescem? (ii) até que ponto as empresas crescem? (iii) há um limite para o crescimento das empresas ou o crescimento poderia ocorrer de forma infinita?

Os estudos de Knight (1921), Coase (1937), Penrose (2009) e Besanko et al. (2013) auxiliam a elucidar essas questões.

Besanko et al. (2013), apesar de ponderarem que – em alguns casos – o fato de uma empresa ser maior pode ser pior, enfatizam as chamadas economias (de escala e de escopo) como importantes para as fronteiras das empresas.

Poucos conceitos em microeconomia, se existentes, são mais fundamentais para a estratégia de negócios do que os limites horizontais da empresa e os assuntos intimamente relacionados a economia de escala e a economia de escopo. Economias de escala permitem que algumas empresas obtenham uma vantagem de custo sobre seus rivais e é um fator determinante da estrutura de mercado e de entrada. Até mesmo a organização interna da empresa pode ser afetada pela importância de se realizarem economias de escala. Pensamos principalmente nas economias de escala como um fator determinante dos limites horizontais da empresa, identificando-se as quantidades e variedades dos produtos e serviços por ela produzidos. [...] Definição de Economias de Escala. O processo produtivo de um bem ou serviço exibe economias de escala sobre uma faixa de produção quando o custo médio (p.ex., custo por unidade de produção) declina em relação a tal faixa. [...] Definição de Economias de Escopo. Economias de escopo existem se uma empresa obtém economias à medida em que aumenta a variedade de bens e serviços que produz. [...] é mais barato para uma única empresa produzir ambos os bens X e Y do que para uma empresa produzir X e uma outra produzir Y.

[...]

Embora administradores de empresas cite frequentemente economias de escala e de escopo como justificativas para atividades de crescimento e fusões, elas nem sempre existem. Em alguns casos, maior pode ser pior! (tradução livre)¹⁷.

¹⁷ “Few concepts in microeconomics, if any, are more fundamental to business strategy than the horizontal boundaries of the firm and the closely related topics of economies of scale and economies of scope. Economies of scale allow some firms to achieve a cost advantage over their rivals and are a key determinant of market structure and entry. Even the internal organization of a firm can be affected by the importance of realizing scale economies. We mostly think about economies of scale as a key determinant of a firm’s horizontal boundaries, which identify the quantities and varieties of products and services that it produces. (p. 61) [...] Definition of Economies of Scale. The production process for a specific good or service exhibits economies of scale over a range of output when average cost (i.e., cost per unit of output) declines over that range. (p. 61) [...] Definition of Economies of Scope. Economies of scope exist if the firm achieves savings as it increases the variety of goods and services it produces. [...] it is cheaper for a single firm to produce both goods X and Y than for one firm to produce X and another to produce Y. [...] Although business managers often cite scale and scope economies as justifications for growth activities and mergers, they do not always exist. In some cases, bigger may be worse!” (BESANKO et al., 2013, p. 61-63).

Há outros fatores da economia a serem ressaltados, como a obtenção de ganhos monopolísticos, a aniquilação de concorrentes, a estratégia expansionista como defesa de concorrentes etc., entretanto, a questão não é tão óbvia quanto parece. Para Knight, a relação entre eficiência e tamanho não pode ser tratada cientificamente e as empresas tendem a crescer de forma contínua movidas pelos incentivos de ganhos monopolísticos. Ele também alega que o crescimento das empresas leva à ineficiência:

[...] A relação entre eficiência e tamanho é um dos mais sérios problemas da teoria, sendo, em contraste, no tocante à planta em grande parte uma questão de personalidade e acidente histórico, ao invés de princípios gerais inteligíveis. Mas a questão é particularmente vital já que a possibilidade de ganhos monopolísticos oferece um incentivo poderoso para a contínua e ilimitada expansão da empresa, cuja força deve ser compensada por outra igualmente poderosa que reduz a eficiência (na produção de renda monetária) com o crescimento em tamanho [...] (tradução livre)¹⁸.

Essa visão, no entanto, é parcialmente combatida por Coase, que elucida a possibilidade, além das considerações sobre ganhos monopolísticos, de estudar o crescimento das empresas de forma científica, tendo como base, visivelmente, os custos de transação:

Uma empresa se torna maior na medida em que transações adicionais (que podem ser transações de troca coordenadas pelo mecanismo de preços) são organizadas pelo empresário; e se torna menor na medida em que ele abandona a organização de tais transações. [...]

Professor Knight parece considerar impossível tratar cientificamente os determinantes do tamanho da empresa.

[...] uma empresa tenderá a crescer até que os custos de se organizar uma transação adicional dentro da empresa se tornarem iguais aos custos de se executar a mesma transação através de trocas no mercado aberto ou dos custos de organização em outra empresa.

[...] uma empresa tenderá a ser maior: (a) quanto menores forem os custos de organização e quanto mais lentamente esses custos aumentarem com um acréscimo das transações organizadas; (b) quanto menores forem as chances do empresário cometer erros e menor for o crescimento desses erros com o aumento das transações organizadas; (c) quanto maior for a redução (ou menor a

¹⁸ “[...] The relation between efficiency and size is one of the most serious problems of theory, being, in contrast largely a matter of personality and historical accident rather than of intelligible general principles. But the question is particularly vital because of the possibility of monopoly gain offers a power incentive to continuous and unlimited expansion of the firm, which force must be offset by some equally powerful one making for decreased efficiency (in the production of money income) with growth in size [...]” (KNIGHT, 1921, p. xxi).

elevação) no preço de fornecimento dos fatores de produção para empresas maiores (tradução livre)¹⁹.

O autor também admite, porém, a existência de um ponto em que as empresas encerrariam o ciclo de crescimento e seria possível demonstrar que as empresas, quando crescem, tendem a se tornar ineficientes:

[...] parece que os custos de organização e os prejuízos por erros aumentarão com o acréscimo na distribuição espacial das transações organizadas, na dissimilaridade das transações, e na probabilidade de alterações nos preços relevantes. Na medida em que mais transações são organizadas pelo empresário, parece que estas tenderiam a ser de diferentes tipos ou em diferentes lugares. Isso fornece uma justificativa adicional de por que a eficiência tenderá a decrescer à medida que a empresa cresce. Invenções que tendem a aproximar fatores de produção, diminuindo a distribuição espacial, tendem a aumentar o tamanho da empresa. Mudanças como o telefone e o telégrafo, que tendem a reduzir o custo de organização espacial, tendem a aumentar o tamanho da empresa. Todas as mudanças que melhoram a técnica gerencial tendem a aumentar o tamanho da empresa. (tradução livre)²⁰.

Por sua vez, e complementando as questões abordadas, Penrose destaca que a mola propulsora para o crescimento empresarial é a concorrência, a qual também traz efeitos adversos:

Há um limite para a taxa de crescimento de qualquer empresa, limite esse propiciado de acordo com as capacidades da sua administração. Apesar de as

¹⁹ “A firm becomes larger as additional transactions (which could be exchange transactions co-ordinated through the price mechanism) are organised by the entrepreneur, and it becomes smaller as he abandons the organisation of such transactions. [...] Professor Knight would appear to consider that it is impossible to treat scientifically the determinants of the size of the firm. [...] a firm will tend to expand until the costs of organizing an extra transaction within the firm become equal to the costs of carrying out the same transaction by means of an exchange on the open market or the costs of organising in another firm. [...] a firm will tend to be larger: (a) the less the costs of organising and the slower these costs rise with an increase in the transactions organized. (b) the less likely the entrepreneur is to make mistakes and the smaller the increase in mistakes with an increase in the transactions organized. (c) the greater the lowering (or the less the rise) in the supply price of factors of production to firms of larger size” (COASE, 1937, p. 393-397).

²⁰ “[...] it would appear that the costs of organising and the losses through mistakes will increase with an increase in the spatial distribution of the transactions organised, in the dissimilarity of the transactions, and in the probability of changes in the relevant prices. As more transactions are organised by an entrepreneur, it would appear that the transactions would tend to be either different in kind or in different places. This furnishes an additional reason why efficiency will tend to decrease as the firm gets larger. Inventions which tend to bring factors of production nearer together, by lessening spatial distribution, tend to increase the size of the firm. Changes like the telephone and the telegraph which tend to reduce the cost of organising spatially will tend to increase the size of the firm. All changes which improve managerial technique will tend to increase the size of the firm” (COASE, 1937, p. 397).

grandes empresas continuarem a realizar grandes expansões, a sua taxa de crescimento, depois de um certo ponto, começará a cair, especialmente pelo impacto da concorrência nos grandes negócios [...]

[...] Aqui está o grande dilema: concorrência é a essência da luta entre grandes empresas induzindo e quase forçando às pesquisas extensas e inovação nas quais elas se envolvem e fornecem a justificativa para todo o sistema; ao mesmo tempo, as grandes empresas esperam ser recompensadas por seus esforços, mas essa expectativa é mantida precisamente porque a concorrência pode ser restringida. Por haver um limite para a expansão de qualquer empresa, por maior que seja, pode-se realizar em um dado período, não há razões para assumir que as grandes empresas como um todo possam explorar efetivamente todas as oportunidades para investimentos rentáveis que elas próprias criaram na economia [...]

[...] um sistema no qual a concorrência é ao mesmo tempo o deus e o diabo, onde o crescimento das empresas pode ser eficiente mas o seu tamanho conseqüente, apesar de não ser ineficiente por si só, pode criar uma estrutura industrial que impeça a própria continuidade do seu crescimento (tradução livre)²¹.

Conforme o exposto, Knight (1921) sustenta ser o ganho monopolístico a grande mola propulsora do crescimento empresarial, mas sem delinear bases científicas. Coase (1937) defende, ao contrário, que o crescimento empresarial pode, sim, ser compreendido cientificamente, em especial com base nos custos de transação para se operar nos mercados. Penrose (2009), por sua vez, considera os fatores “competição” e sobrevivência no mercado como sendo grandes incentivos para tanto, mas pondera que a mesma competição também oculta efeitos negativos.

Assim, há divergências na compreensão científica do crescimento empresarial, mas é fato inconteste que as empresas não podem crescer ao infinito e há um limite para tanto. A chave de tudo isso está na ineficiência, sendo esta, de fato, a grande beleza do mercado de fusões e aquisições. Empresas entram e saem do mercado num círculo tido como virtuoso e adquirem umas às outras para crescerem, gerarem maior eficiência e rendimentos aos seus acionistas.

²¹ “There is a limit to the rate at which any firm can grow, a limit provided by the capacities of its existing management. Although the large firms may continue to undertake very large amounts of expansion, their rate of growth will, after a point, begin to fall, especially under the impact of big business competition[...] Here is the basic dilemma: competition is the essence of the struggle among large firms that induces and almost forces the extensive research and innovation in which they engage and provides the justification for the whole system; at the same time the large firms expect reward for their efforts, but this expectation is held precisely because competition can be restrained. Because there is a limit to the amount of expansion any firm, no matter how large, can undertake in a given period, there is no reason to assume that the large firms as a group can effectively exploit all of the opportunities for profitable investment that they themselves create in economy. [...] a system where the competition is at once the god and the devil, where the growth of firms may be efficient but where their consequent size, though not in itself inefficient, may create an industrial structure which impedes its own continued growth.” (PENROSE, 2009, versão digital).

Em um dado momento, o ciclo de crescimento perde tração - ou se encerra – seja por perda de eficiência, pela concorrência e/ou pelos custos de transação. Consequentemente, caso a empresa não se recrie, há grandes chances de se envolver novamente em outro processo de fusão e aquisição, porém dessa vez como alvo, e não adquirente.

A alternância entre eficiência e ineficiência empresariais pode ser considerada mais uma das ações impulsionadoras do movimento de fusões e aquisições no Brasil e no exterior. Tendo em vista que o ciclo é inesgotável, o movimento nunca se estagna, independentemente de um ambiente economicamente estável ou não.

3 PRINCIPAIS DEFICIÊNCIAS JURÍDICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS

Feito o enquadramento teórico preliminar, passa-se à explanação das operações de fusões e aquisições, com destaque para a legislação nacional que rege o tema, suas deficiências e os pontos mais controversos de cada operação.

3.1 NOÇÕES INTRODUTÓRIAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO DIREITO BRASILEIRO

É importante destacar, inicialmente, a amplitude do termo “fusões e aquisições” que, na prática, além das tradicionais “fusões” e “aquisições de participações societárias” propriamente ditas, abarcam operações de cisão, incorporações de ações e de empresas, aquisição de ativos isolados e o *trespasse*²².

Segundo a legislação brasileira, fusão é “a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações” (BRASIL, 1976, art. 228) ou, ainda, deve ser entendida como uma operação que “determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações” (BRASIL, 2002, art. 1119) ou, também, como uma:

“operação pela qual se unem duas ou mais sociedades, de tipos jurídicos iguais ou diferentes, constituindo nova sociedade que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações, deliberada na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais. (DREI, 2020, art. 74).

A Lei das S/A (BRASIL, 1976) explicitou que, na fusão, deve ser constituída uma “sociedade nova”; o Código Civil (BRASIL, 2002) manteve a ideia de nova sociedade, mas esclareceu que haveria “extinção das sociedades” e a Instrução Normativa 81 (DREI, 2020) mencionou que a fusão pode ocorrer entre sociedades de tipos jurídicos iguais ou

²² Podem-se incluir nesse rol as transformações de tipos societários também. Para fins deste trabalho, optou-se por excluir a transformação societária em razão da inexistência de assuntos tão polêmicos a ela relacionados.

diferentes. Os três instrumentos explicitam a sucessão empresarial para a nova sociedade advinda da operação de fusão.

Desse modo, a característica primordial da operação de fusão é a *extinção* de todas as sociedades envolvidas e a criação de nova sociedade. Adiante, cita-se a legislação do estado americano de Delaware, a qual conceitua fusão de forma diferente da legislação brasileira. A *fusão* brasileira e a *merger* americana, quando confrontadas, revelam operações distintas.

Além disso, nas operações de fusões as empresas também são aglutinadas, ou seja, sociedades até então existentes são extintas com a criação de uma nova sociedade e aglutinação de empresas.

A fusão também não se confunde com incorporação. Com efeito, dispõe o artigo 1.116 do Código Civil (BRASIL, 2002) que “na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Conceito quase idêntico é dado pela Lei das S/A (BRASIL, 1976) e pela já mencionada Instrução Normativa 81 (DREI, 2020). Assim, enquanto na fusão há extinção de todas as sociedades envolvidas com criação de uma nova sociedade, na operação de incorporação não ocorre essa extinção total, pois a incorporadora permanece constituída e a extinção é apenas da incorporada. Igualmente, há aglutinação de empresas na incorporação.

É importante ressaltar que incorporação de ações difere de incorporação de sociedades na medida em que aquela tem por objetivo a incorporação de todas as ações de uma sociedade por outra, mediante aumento de capital da incorporadora, para converter a outra sociedade em subsidiária integral. Não há, assim, absorção de uma sociedade pela outra com extinção da sociedade absorvida, como ocorre na incorporação de sociedades. As ações são incorporadas e a sociedade correspondente se transforma em subsidiária integral da sociedade incorporadora, sem extinção (artigo 252 da Lei das S/A)²³. Nesse caso, as respectivas empresas são mantidas.

²³ “A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos art. 224 e 225.

§ 1.º A assembleia geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento de capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas” (BRASIL, 1976, art. 252).

Um interessante aspecto ocorre na cisão societária. Por essa operação, “a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão” (BRASIL, 1976, art. 229).

Para a melhor compreensão do conceito de cisão dado pela legislação brasileira, é fundamental fazer uma primeira distinção. A cisão, por mais que esse termo tenha a proximidade com *divisão*, abarca tanto a modalidade total, na qual há transferência de todo o patrimônio (e extinção da sociedade cindida), quanto a parcial, na qual há transferência parcial do patrimônio (e sobrevivência da sociedade cindida). Também pode o patrimônio cindido (total ou parcialmente) ser vertido para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes.

As respectivas empresas seguem, desse modo, a lógica da operação de cisão escolhida: na cisão total, a empresa é transferida, enquanto na parcial é parcialmente transferida.

Por sua vez, aquisição de ativos ou de participação societária é a operação pela qual um vendedor se obriga a transferir o domínio (de ativos ou de participação societária) para um comprador, mediante o pagamento de um preço, nada muito diferente do que dispõe o artigo 481 do Código Civil²⁴. A aquisição, nesse caso, é onerosa, mas nada impede que a transferência de ativos e/ou de participação societária ocorra de forma gratuita também, como acontece, por exemplo, com uma doação, muito embora em operações de fusões e aquisições prevaleça o caráter oneroso.

Transferências de controle em sociedade anônimas são objeto de maior escrutínio e rigidez nos termos da Lei das S/A. Na aquisição de ativos, a parte vendedora é a própria sociedade titular dos ativos e na aquisição de participação societária a parte vendedora é o próprio sócio (sociedade ou empresário) titular das ações/quotas. Além do mais, na aquisição de ativos não há alteração do quadro societário da sociedade vendedora, enquanto há na aquisição de participação societária.

²⁴ “Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro” (BRASIL, 2002, art. 481).

É importante salientar que a transferência de ativos isolados de uma sociedade para outra não se confunde com o trespasse ou cessão do estabelecimento comercial, conforme os artigos 1.142 e seguintes do Código Civil (BRASIL, 2002). A empresa pode assumir diversos perfis, sendo um deles o patrimonial, ou seja, um complexo de bens organizado para exercício da empresa. Tanto bens imateriais (por exemplo, marcas, patentes, fundo de comércio, clientela etc.) como bens materiais (maquinários, outros bens moveis, imóveis etc.) compõem o estabelecimento, titularizado pelo empresário ou pela sociedade empresária.

O estabelecimento, segundo os termos do artigo 1.143 e 1.144 do Código Civil (BRASIL, 2002), pode “ser objeto unitário de direitos e de negócios jurídicos, translativos ou constitutivos, que sejam compatíveis com a sua natureza, [...] objeto de alienação, usufruto ou arrendamento”.

Aquisição de estabelecimento comercial, dessa forma, não se confunde com aquisição de participações societárias ou de aquisição isolada de ativos. O estabelecimento engloba um complexo de direitos e obrigações o qual é transferido de um titular para outro, mantendo-se ambos titulares. Se uma sociedade transfere o seu estabelecimento para outra, ambas continuam sobrevivendo: a primeira sem o estabelecimento que detinha e a segunda com o que detinha, com a adição de um novo adquirido.

Na aquisição isolada de ativos não há transferência de *todo um complexo de bens*, mas apenas de ativos isolados, sem descaracterizar e/ou prejudicar a natureza do estabelecimento comercial. Por sua vez, na aquisição de participações societárias não se está transferindo o estabelecimento empresarial de uma sociedade para outra. Este permanece no âmbito da sociedade originária, alterando-se apenas a composição societária após a conclusão da operação.

Traçadas essas distinções preliminares, são a seguir abordadas as normas específicas – e respectivas fragilidades – dessas operações societárias.

3.2 DEFICIÊNCIAS JURÍDICAS NAS ESPÉCIES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

3.2.1 Deficiências nas operações de fusão e incorporação

Há três pontos abordados neste capítulo: (i) o critério de avaliação das sociedades a serem fusionadas; (ii) o valor do reembolso para os acionistas dissidentes; e (iii) a incerta recepção da teoria da *failing firm defense* no Brasil.

A primeira questão aplica-se, também, a operações de incorporação e a operações de cisão²⁵, o segundo ponto a operações de incorporação e a cisões que envolvam mudança de objeto social, redução do dividendo obrigatório e participação em grupo de sociedades²⁶, e o terceiro, a operações de F&A em geral. Para melhor compreender essas questões, é importante aprofundar a análise desse tipo de operação societária.

As operações de fusão (assim como a de cisão e de incorporação) podem ser realizadas entre tipos societários iguais ou diferentes e devem observar certos requisitos comuns elencados na Lei das S/A (BRASIL, 1976), tais como: (i) as operações devem ser deliberadas na forma prevista para alteração do contrato social ou do estatuto; (ii) os sócios das sociedades fusionadas recebem a contrapartida em ações/quotas da sociedade emissora; e (iii) se houver o envolvimento de sociedades anônimas abertas, as sociedades que sucederem devem ser abertas também (ou se garante o direito de recesso do acionista mediante o reembolso do valor de suas ações).

Também é necessário que seja celebrado um protocolo de fusão²⁷ firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas. Este, na realidade, é um documento

²⁵ Dos dois artigos (art. 226 e 264 da Lei das S/A) abordados em relação ao critério de avaliação das sociedades a serem fusionadas, apenas o art. 226 (BRASIL, 1976) menciona a operação de cisão, mas isso não prejudica a abordagem do tema também em relação a esse tipo de operação societária.

²⁶ Cfr. art. 136, IV e IX c/c art. 137, III, a, b, c, da Lei das S/A (BRASIL, 1976).

²⁷ Para as sociedades limitadas, o rigor, como é normal, é mais brando nesse sentido. Não há obrigatoriedade de um protocolo com regras rígidas, sendo que o artigo 1.120 do CC (BRASIL, 2002) dispõe apenas que: “A fusão será decidida, na forma estabelecida para os respectivos tipos, pelas sociedades que pretendam unir-se. § 1º Em reunião ou assembléia dos sócios de cada sociedade, deliberada a fusão e aprovado o projeto do ato constitutivo da nova sociedade, bem como o plano de distribuição do capital social, serão nomeados os peritos para a avaliação do patrimônio da sociedade. § 2º Apresentados os laudos, os administradores convocarão reunião ou assembléia dos sócios para tomar conhecimento deles, decidindo sobre a constituição definitiva da nova sociedade. § 3º É vedado aos sócios votar o laudo de avaliação do patrimônio da sociedade de que façam parte”.

com um resumo dos termos pretendidos na operação e deve conter requisitos mínimos de acordo com o art. 224 da Lei das S/A (BRASIL, 1976).

Para que sejam submetidas à deliberação assemblear, as operações também devem estar justificadas nos termos do art. 225 da Lei das S/A (BRASIL, 1976), com a exposição dos seguintes itens: (i) motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização; (ii) ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação de seus direitos, se prevista; (iii) composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir; e (iv) o valor do reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

Operações societárias como essas devem ser submetidas ao conhecimento do público, tanto é assim que a documentação subjacente deve ser protocolada na respectiva Junta Comercial e publicada. A depender da estruturação, tais operações podem frustrar (ou prejudicar) o direito de credores das sociedades envolvidas. O artigo 231 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) e o artigo 1.122 do Código Civil (BRASIL, 2002) abordam claramente esse aspecto.

Desse modo, a sociedade resultante da fusão, naturalmente, passa a ser responsável pelas obrigações das sociedades fusionadas que foram extintas. Não fosse assim, os credores das sociedades fusionadas não teriam a quem recorrer já que tais sociedades, após um processo de fusão, são encerradas e excluídas do universo jurídico.

Nesse sentido, tanto no campo tributário, quanto no trabalhista, áreas sensíveis em qualquer processo de fusão, há determinação de que a sociedade oriunda da fusão deva assumir as responsabilidades das sociedades extintas.

Tanto o Código Tributário Nacional²⁸ (BRASIL, 1966), quanto o Regulamento sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza (BRASIL, 2018) são evidentes ao destacar a responsabilidade da pessoa jurídica resultante da fusão ou incorporação²⁹.

²⁸ “A pessoa jurídica de direito privado que resultar de fusão, transformação ou incorporação de outra ou em outra é responsável pelos tributos devidos até à data do ato pelas pessoas jurídicas de direito privado fusionadas, transformadas ou incorporadas.

A Consolidação das Leis do Trabalho (BRASIL, 1943), ainda que não explicitamente citando o tema de fusões e incorporações, tratou da proteção do trabalhador sob a ótica do direito adquirido. Como uma fusão ou incorporação implica a alteração da estrutura jurídica das sociedades/empresas envolvidas, prevalecem os direitos adquiridos do trabalhador e o princípio da inalterabilidade contratual lesiva, como se depreende da leitura dos artigos 10, 448 e 468 da respectiva lei.

Analizando os pontos polêmicos, o artigo 224, inciso III, da Lei das S/A (BRASIL, 1976), determina que o protocolo deve conter os critérios de avaliação do patrimônio líquido das sociedades envolvidas.

O artigo 226 da Lei das S/A, por sua vez, tenta elucidar a questão ao dispor que

“as operações de incorporação, fusão e cisão somente poderão ser efetivadas nas condições aprovadas se os peritos nomeados determinarem que o valor do patrimônio ou patrimônio líquidos a serem vertidos para a formação do capital social é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar” (BRASIL, 1976, art. 226).

Além da condição descrita ser muito rasa do ponto de vista contábil (e, portanto, insuficiente), já que simplesmente utiliza o “montante do capital a realizar” como um valor seguro, há uma grande obscuridade nas normas brasileiras sobre o critério de avaliação a ser seguido.

Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se aos casos de extinção de pessoas jurídicas de direito privado, quando a exploração da respectiva atividade seja continuada por qualquer sócio remanescente, ou seu espólio, sob a mesma ou outra razão social, ou sob firma individual” (BRASIL, 1966, art. 132).

²⁹ “Respondem pelo imposto sobre a renda devido pelas pessoas jurídicas transformadas, extintas ou cindidas:

I - a pessoa jurídica resultante da transformação de outra;

II - a pessoa jurídica constituída pela fusão de outras ou em decorrência de cisão de sociedade;

III - a pessoa jurídica que incorporar outra ou parcela do patrimônio de sociedade cindida;

IV - a pessoa física sócia da pessoa jurídica extinta por meio de liquidação, ou o seu espólio, que continuar a exploração da atividade social, sob a mesma ou outra razão social, ou sob firma individual; e

V - os sócios, com poderes de administração, da pessoa jurídica que deixar de funcionar sem proceder à liquidação, ou sem apresentar a declaração de rendimentos no encerramento da liquidação.

Parágrafo único. Respondem solidariamente pelo imposto sobre a renda devido pela pessoa jurídica:

I - as sociedades que receberem parcelas do patrimônio da pessoa jurídica extinta por cisão;

II - a sociedade cindida e a sociedade que absorver parcela do seu patrimônio, na hipótese de cisão parcial; e

III - os sócios com poderes de administração da pessoa jurídica extinta, na hipótese prevista no inciso V do caput” (BRASIL, 2018, art. 196).

Essa constatação fica ainda mais evidente ao se confrontarem as normas aplicáveis às companhias fechadas e as aplicáveis às abertas. Iniciando pelo âmbito das companhias fechadas, operações envolvendo sociedades sem qualquer relação de controle entre si devem seguir o insipiente piso estabelecido no art. 226 da Lei das S/A (BRASIL, 1976). Se o caso envolver fusões de companhia controladora com a controlada (assim como incorporações envolvendo grupo de controle) ou fusão de sociedades sob controle comum, deve ser seguido o art. 264 da Lei das S/A, que definiu um critério específico a ser seguido (avaliação a preços de mercado):

“Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, **a preços de mercado**, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

§ 1º. A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§ 2º. Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no caput.

§ 3º. Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no *caput*, observado o disposto no art. 137, inciso II.

§ 4º. **Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.**

§ 5º. O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263 (grifo do autor)” (BRASIL, 1976, art. 264).

Essa questão mostra-se equivocada, pois é compreensível que a lei das S/A (BRASIL, 1976) queira proteger os acionistas não controladores de eventuais abusos por parte do bloco controlador (cfr. art. 145 da lei das S/A, BRASIL, 1976), mas a fixação de um critério, no caso “preços de mercado”, não quer dizer, em absoluto, que isso seja uma proteção.

É verdade que o preço de mercado geralmente aproxima-se mais da realidade por ser uma atualização do valor contábil, mas é perigoso ter esse critério como um valor seguro para toda e qualquer sociedade.

É o caso, por exemplo, de uma sociedade anônima fechada que pretenda se fundir com sua controlada, também de natureza anônima fechada, sendo que ambas, nessa hipótese, têm uma geração de caixa alta e poucos ativos. A avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado seria, possivelmente, mais indicada do que pelo valor de mercado.

Ainda nesse exemplo hipotético, acionistas minoritários concordam que a fusão seja vantajosa e não querem exercer o direito de reembolso (pois pretendem permanecer na nova sociedade criada a partir da fusão), apenas exigindo um critério de valor melhor. Eles entendem que a sociedade à qual estão vinculados vale mais do que o estabelecido e, por consequência, esperam receber uma maior participação na nova sociedade.

Todavia, nos termos do artigo 264 da Lei das S/A (BRASIL, 1976), os patrimônios devem ser avaliados a preços de mercado. Nesse caso, o critério legal (que era para proteger) acaba desprotegendo.

Passando-se às operações envolvendo companhias abertas, quando se tratam de pelo menos uma companhia registrada na categoria A³⁰, a Comissão de Valores Mobiliários possibilitou ampla liberdade para a avaliação³¹:

“Os laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976, podem utilizar um dos seguintes critérios:

I – valor de patrimônio líquido a preços de mercado; ou

II – fluxo de caixa descontado.

§ 1o O critério previsto no inciso II somente pode ser utilizado para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976, se não tiver sido utilizado como critério determinante para estabelecer a relação de substituição proposta.

§ 2o Os laudos referidos no caput devem observar, no que for aplicável, o disposto na regulamentação da CVM acerca da avaliação de companhias objeto de ofertas públicas de aquisição de ações.

§ 3o A CVM pode autorizar, caso a caso e desde que os pedidos sejam devidamente justificados, outros critérios para elaboração dos laudos de

³⁰ O emissor registrado na categoria A é autorizado a negociar quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados, nos termos do art. 2.º da Instrução 480 (CVM, 2009a).

³¹ Em complemento, segundo o artigo 235 do Regulamento sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza (BRASIL, 2018), a pessoa jurídica que tiver seu patrimônio absorvido em razão de fusão poderá avaliar seus bens e direitos pelo valor contábil ou de mercado.

avaliação exigidos para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976” (CVM, 2015, art. 8º).

Assim, além da avaliação a preços de mercado, as companhias abertas podem utilizar o fluxo de caixa descontado ou ainda “outros critérios”.

Ademais, se envolverem sociedades anônimas abertas controladoras, controladas ou sob controle comum, a Instrução 481 determinou que sejam apresentadas justificativas de:

“por que a relação de substituição é comutativa, com a descrição dos procedimentos e critérios adotados para garantir a comutatividade da operação ou, caso a relação de substituição não seja comutativa, detalhamento do pagamento ou medidas equivalentes adotadas para assegurar compensação adequada” (CVM, 2009b, anexo 20-A, item 5, f, “iv”).

Por sua vez, o Parecer de Orientação CVM n. 35 destacou que:

“As operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum exigem atenção especial. Nessas operações, como ressaltava a Exposição de Motivos da Lei n.o. 6404, de 15 de dezembro de 1976, não existem ‘duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia’. É considerável, por conseguinte, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa” (CVM, 2008, item 1).

Ponderou a CVM, ainda, que “é também pacífico nesta autarquia o entendimento de que o regime especial previsto no art. 264 não afasta a aplicação dos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei no. 6404, de 1976” (CVM, 2008, item 2), concluindo que:

“os administradores das companhias abertas controladas ou, no caso de companhias sob controle comum, de ambas as companhias, devem adotar os seguintes procedimentos nas operações de que trata o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976:

- i) a relação de troca e demais termos e condições da operação devem ser objeto de negociações efetivas entre as partes na operação;
- ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo;
- iii) os administradores devem buscar negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia;
- iv) os administradores devem obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função;
- v) os administradores devem ter tempo suficiente para desempenhar sua função;
- vi) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação;

- vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros;
- viii) os administradores devem se assegurar de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia;
- ix) os trabalhos dos assessores contratados devem ser devidamente supervisionados;
- x) eventuais avaliações produzidas pelos assessores devem ser devidamente fundamentadas e os respectivos critérios, especificados;
- xi) os administradores devem considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações;
- xii) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios;
- xiii) a decisão final dos administradores sobre a matéria, depois de analisá-la com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, deve ser devidamente fundamentada e documentada; e
- xiv) todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999” (CVM, 2008, item 3).

Assim, para companhias fechadas utiliza-se o piso do art. 226 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) e, quando envolverem empresas sob o mesmo controle, devem elas seguir o critério de avaliação a preços de mercado. Nas operações envolvendo companhias abertas, em que pelo menos um dos participantes se enquadre na categoria A, o critério de preços de mercado é uma opção, havendo plena liberdade para a utilização de outros critérios. Se envolverem controladas, as companhias abertas também têm liberdade na avaliação, devendo seguir alguns critérios que garantam que a operação seja informada e comutativa.

A questão é por que há diferenciação nesse particular entre companhias abertas e fechadas. Acionistas minoritários de uma companhia fechada no âmbito de uma operação envolvendo controlada e controladora não poderiam exigir o fluxo de caixa descontado como critério de avaliação? Há, desse modo, um regime jurídico diferente e injusto voltado às companhias fechadas nesse particular.

Além disso, as normas, sejam atinentes a companhias fechadas ou abertas, passam a impressão – errada – de que o estabelecimento de um piso ou de um critério (avaliação a preços de mercado ou fluxo de caixa descontado) seria um benefício quando, na realidade, pode ser um engessamento desnecessário.

Com efeito, critérios hoje atuais podem tornar-se obsoletos com o tempo. Novas técnicas de avaliação de ativos podem surgir e o que deveria ser uma proteção converte-se em uma armadilha. Assim, é preciso que as normas sejam mais eficientes no longo prazo.

Também não se admite que o direito de reembolso seria a solução para tais problemas, pois, além de não ser bem abordado na legislação brasileira, pode não ser a ferramenta escolhida pelo minoritário, o qual pode ter interesse em continuar na sociedade resultante da fusão (e por consequência não exercer o direito ao reembolso), apenas exigindo que o critério de avaliação seja melhor para que a troca de ações seja mais vantajosa. A legislação americana, mais liberal, serve de inspiração para mudanças.

Assim, pode-se resumir a primeira deficiência da legislação societária brasileira da seguinte forma:

DEFICIÊNCIA 01: ALÉM DE CRIAREM UM REGIME JURÍDICO DIFERENTE E INJUSTO ÀS COMPANHIAS FECHADAS, AS NORMAS PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS EM OPERAÇÕES DE FUSÕES E INCORPORAÇÕES SÃO OBSCURAS E INEFICIENTES.

A segunda deficiência dessas operações societárias refere-se ao valor do reembolso para os acionistas dissidentes.

Inicialmente, vale lembrar que nas sociedades anônimas o quórum de aprovação das fusões e incorporações é o qualificado, ou seja, metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quórum não for estabelecido no estatuto (BRASIL, 1976, art. 136, IV). Já nas sociedades limitadas, o quórum é de três quartos do capital social (BRASIL, 2002, art. 1.076).

Tanto a lei das S/A (BRASIL, 1976, art. 136, IV c/c arts. 45 e 137) quanto o Código Civil (BRASIL, 2002, art. 1.077 c/c art. 1.031) conferem aos sócios dissidentes o direito ao reembolso. É importante ressaltar, no entanto, que não terá esse direito o titular de ação que tenha liquidez e dispersão no mercado, nos termos dispostos no art. 137 da Lei das S/A (BRASIL, 1976). Tal exceção, por razões óbvias, não se aplica aos quotistas de sociedades

limitadas já que tais sociedades não têm suas quotas negociadas no mercado de valores mobiliários.

Sobre a questão do reembolso³², este é conceituado como “a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia-geral o valor de suas ações” (BRASIL, 1976, art. 45), e, sobre o valor devido, dispõe-se simplesmente que:

“o estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral [...] se estipulado com base no valor econômico da companhia” (BRASIL, 1976, art. 45).

A redação do artigo 45 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) suscita algumas dúvidas:

³² “O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia-geral o valor de suas ações.

§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º).

§ 2º Se a deliberação da assembleia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo.

Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor de reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte) dias a contar da data da deliberação da assembleia-geral.

§ 3º Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, o valor será o determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo que satisfaça os requisitos do § 1º do art. 8º e com a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo.

§ 4º Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou tríplice, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembleia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto.

§ 5º O valor de reembolso poderá ser pago à conta de lucros ou reservas, exceto a legal, e nesse caso as ações reembolsadas ficarão em tesouraria.

§ 6º Se, no prazo de cento e vinte dias, a contar da publicação da ata da assembleia, não forem substituídos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta do capital social, este considerar-se-á reduzido no montante correspondente, cumprindo aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral, dentro de cinco dias, para tomar conhecimento daquela redução.

§ 7º Se sobrevier a falência da sociedade, os acionistas dissidentes, credores pelo reembolso de suas ações, serão classificados como quirografários em quadro separado, e os rateios que lhes couberem serão imputados no pagamento dos créditos constituídos anteriormente à data da publicação da ata da assembleia. As quantias assim atribuídas aos créditos mais antigos não se deduzirão dos créditos dos ex-acionistas, que subsistirão integralmente para serem satisfeitos pelos bens da massa, depois de pagos os primeiros.

§ 8º Se, quando ocorrer a falência, já se houver efetuado, à conta do capital social, o reembolso dos ex-acionistas, estes não tiverem sido substituídos, e a massa não bastar para o pagamento dos créditos mais antigos, caberá ação revocatória para restituição do reembolso pago com redução do capital social, até a concorrência do que remanescer dessa parte do passivo. A restituição será havida, na mesma proporção, de todos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas” (BRASIL, 1976, art. 45).

(1) Se o estatuto não dispuser sobre o assunto, qual será o valor justo do reembolso? Bastaria, nesta hipótese, que se reembolsassem os acionistas dissidentes com base no patrimônio líquido da empresa?

(2) Se, ao contrário, o estatuto dispuser sobre o assunto e:

(2.1) elencar expressamente o valor do patrimônio líquido como base, estariam os acionistas dissidentes, de fato, protegidos?

(2.2.) optar por deslocar a avaliação do patrimônio líquido para o “valor econômico”, o que deveria ser, afinal, entendido por “valor econômico”?

Com relação à indagação 1, ainda que se opte pelo valor do patrimônio líquido como sendo o piso para avaliação, é indiscutível que, muitas vezes, este valor não é adequado para se precisar, com clareza, o valor de uma empresa, especialmente aquelas com uma geração de caixa alta e poucos ativos.

Quanto à indagação 2.1, além de não ser uma medida adequada para toda e qualquer empresa, a lei permitiu a possibilidade de uma perigosa armadilha, pois, caso uma companhia defina e utilize o valor do patrimônio líquido como critério, acionistas minoritários estão a ele vinculados, sendo que nada lhes garante que tal piso seja justo ou adequado.

Nesse caso, percebe-se o mesmo raciocínio relativo ao critério de avaliação de sociedades, presente também na deficiência mencionada anteriormente: a lei tenta criar uma proteção aos dissidentes, mas, na realidade, cria um engessamento através de critérios mínimos que nem sempre são adequados.

No que se refere ao item 2.2, há divergência na doutrina na medida em que “valor econômico” poderia ser calculado pelo método do fluxo de caixa descontado ou, ao contrário, seria nada mais, nada menos, do que o valor patrimonial contábil atualizado, ou seja, a preços de mercado.

Borba sustenta não ser possível utilizar-se do método de fluxo de caixa descontado para avaliação do valor do reembolso, mas sim do valor patrimonial das ações reavaliado:

“O montante a ser pago ao acionista, quando do reembolso, será o que for apurado segundo os critérios estabelecidos no estatuto, não podendo esse montante ser inferior ao valor patrimonial das ações, segundo o último balanço aprovado pela assembleia geral.

A redação atribuída ao I do art. 45 permite, todavia, que esse montante seja inferior ao valor patrimonial, desde que não seja inferior ao valor econômico da companhia.

Ora, o que é o valor econômico da empresa senão o resultante de sua avaliação a preço de mercado.

[...]

A ideia, por alguns sustentada, de que o valor econômico deveria se fundar no ‘fluxo de caixa descontado’ não se afigura procedente, porquanto deslocaria o problema exatamente para o terreno pantanoso que o legislador quis evitar” (BORBA, 2010, p. 277).

A indefinição legislativa e as divergências doutrinárias fazem com que essa questão se agrave. Avaliar uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado não seria adentrar “em terreno pantanoso”, já que esse é um dos métodos mais utilizados no segmento de fusões e aquisições e exprime, *para certos casos*, o real valor de uma empresa.

Ademais, se a lei autoriza a dispensar o valor contábil desde que por um valor econômico, presume-se que o valor econômico tenha que ser melhor, mais justo ou mais atualizado. Se assim não o fosse, não faria sentido descolar a avaliação do valor contábil para o econômico.

Mas é importante ressaltar que os métodos de avaliação tidos como mais adequados variam de acordo com a empresa avaliada. Uma companhia com número elevado de ativos imobiliários, por exemplo, mas sem geração de caixa, será melhor avaliada pelo método de patrimônio líquido a preços de mercado do que pelo método de fluxo de caixa descontado.

Por outro lado, uma empresa de *start-up* de tecnologia, com um software ainda em fase embrionária e com incerteza acerca de sua viabilidade, pouco se beneficiará ao ser avaliada com base em seu patrimônio líquido.

Por fim, além da deficiência do art. 45 da Lei das S/A (BRASIL, 1976), o já citado art. 264, especificamente no § 3º, que trata do valor do reembolso em casos de operações

envolvendo empresas controladora, controlada ou sob o mesmo controle, apresenta uma problemática semelhante:

“Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, **a preços de mercado**, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

[...]

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, **poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput**, observado o disposto no art. 137, inciso II (grifo do autor)” (BRASIL, 1976, art. 264).

Desse modo, a lei, apesar de bem-intencionada ao conferir ao acionista dissidente mais de uma opção, acabou por engessá-lo ainda mais pois o limita a receber o valor do reembolso calculado com base na lei das S/A (BRASIL, 1976), em seu art. 45 (que, conforme citado anteriormente, é absolutamente obscuro) ou com base no valor do patrimônio líquido a preços de mercado (que também pode não ser a melhor opção a depender do tipo de empresa).

Se o direito de recesso, como bem ponderado por Wertheimer, é justificado “como um *quid pro quo* pela perda do direito dos acionistas de vetarem mudanças corporativas fundamentais” (WERTHEIMER, 1998, p. 615), não há a menor dúvida de que, no caso brasileiro, não há elementos legais para inferir que reembolso garanta uma justa compensação pela perda do direito dos acionistas de vetarem mudanças significativas.

É preciso incorporar uma atuação mais liberal em relação ao valor das ações objeto do reembolso e, novamente, a legislação americana é um exemplo de grande valia.

Dessa maneira, a segunda deficiência da lei brasileira é assim disposta:

DEFICIÊNCIA 02: A LEI DAS S/A (BRASIL, 1976) É DEFICIENTE QUANTO AO VALOR DAS AÇÕES OBJETO DO DIREITO DE RECESSO, POIS ESTABELECE CRITÉRIOS QUE PODEM, MUITAS VEZES, SER PREJUDICIAIS AOS ACIONISTAS DISSIDENTES.

A seguir, o terceiro ponto a ser destacado – e também aplicável a operações societárias diversas de fusões – é a tímida recepção no ordenamento jurídico brasileiro da teoria da *failing firm defense*, ou teoria da empresa insolvente, segundo a qual empresas em situações de insolvência têm eventuais operações aprovadas pelos órgãos de concorrência com base em critérios menos rígidos, ainda que estes gerem efeitos anticoncorrenciais.

Essa teoria é justificada pelo argumento de que o mercado – após a transação realizada com/pela empresa em situação delicada – teria menores efeitos anticoncorrenciais do que se a referida empresa continuasse em dificuldades, insolvente ou inoperante.

A OCDE realizou em 2009 debates sobre o tema e elencou três condições cumulativas geralmente exigidas pelas jurisdições que adotam essa teoria: (i) em não se concluindo a transação, a empresa insolvente retirar-se-á do mercado; (ii) não há outra alternativa ou reorganização possível que seja menos anticompetitiva do que a operação proposta; e (iii) em não se concluindo a operação, os ativos da empresa insolvente iriam inevitavelmente sair do mercado³³.

O CADE chegou a se manifestar sobre o tema nos seguintes termos:

“Teoria da Empresa Insolvente (*Failing Firm Defence*- FFD)

Tópico relevante na discussão da Lei de Recuperação Judicial é a validação da teoria da empresa insolvente.

A prática internacional e a jurisprudência do Cade têm adotado extrema cautela na aplicação dessa teoria, restringido sua validade a casos em que as requerentes comprovem, cumulativamente, a satisfação das seguintes condições:

(i) Caso reprovada a operação, a empresa sairia do mercado ou não poderia cumprir suas obrigações financeiras em decorrência de suas dificuldades econômicas e financeiras;

³³ Trecho baseado em: “Although there are small differences between the approaches adopted by different competition authorities when applying the FFD, they all require three cumulative conditions before accepting a failing firm defence: • Absent the merger, the failing firm will exit the market in the near future as a result of its financial difficulties; • There is no feasible alternative transaction or reorganisation that is less anti-competitive than the proposed merger; and • Absent the merger, the assets of the failing firm would inevitably exit the market” (OECD, 2009, p. 11).

- (ii) Caso reprovada a operação, os ativos da empresa não iriam permanecer no mercado, o que poderia significar uma redução da oferta, um maior nível de concentração do mercado e uma diminuição do bem-estar econômico; e
- (iii) Se a empresa demonstrar que empreendeu esforços na busca de alternativas com menor dano à concorrência (por exemplo, por meio de compradores alternativos ou de um processo de recuperação judicial) e que não resta outra solução para a manutenção de suas atividades econômicas que não a aprovação da operação. Igualmente, aqui, o requisito de efeitos líquidos não-negativos deve ser preenchido. É dizer que o Cade deve concluir que os efeitos antitrustes decorrentes da reprovção da operação (e da, acredita-se, provável falência da empresa) seriam piores que a concentração gerada pela operação. O ônus da prova da existência desses elementos recai sobre as requerentes” (CADE, 2016, p. 54-55).

Há decisões do CADE tanto recusando quanto aceitando tal teoria. Na década de 1990, de forma tangencial e em pedido de reconsideração, houve rejeição da teoria no Ato de Concentração 0016/1994 envolvendo a Siderúrgica Laisa S/A e a Cia. Siderúrgica Pains (CADE, 1994).

Mais recentemente, houve também recusas no Ato de Concentração 08700.007553/2016-83, envolvendo as empresas Mataboi Alimentos Ltda. e JBJ Agropecuária Ltda. e, no Ato de Concentração 08700.004163/2017-32, cujos requerentes foram o Grupo Petrotemex, S.A. de C.V. e Petróleo Brasileiro S.A.

Na primeira dessas recentes ocasiões, assim foi justificada a recusa:

“não houve comprovação de que, se a operação não fosse concretizada, haveria a saída do agente do mercado. Além disso, à época da operação, havia outros agentes interessados na Mataboi e que representavam menor risco concorrencial. Além disso, não houve comprovação sobre a inexistência de outros agentes com capacidade financeira e técnica para fazer os aportes necessários para a Mataboi se manter no mercado” [...] Ademais, o principal fundamento, sob a tese da *failing firm*, para se aprovar a operação, seria manter os ativos da empresa adquirida funcionando; contudo, verifica-se que, após a operação, uma planta da Mataboi localizada em Rondonópolis (MT), já foi fechada pela JBJ” (CADE, 2017a)³⁴.

“Assim, em relação aos requisitos para a aplicação da teoria da *failing firm defense*, resta demonstrado que as Requerentes não atenderam todos os requisitos. Nesse sentido, não foi comprovado que a operação era absolutamente necessária para a manutenção dos ativos da Mataboi no mercado, bem como restou provado que o grupo JBJ não era o único interessado na operação e, ainda, que após a operação o grupo JBJ fechou a planta de Rondonópolis, o que é

³⁴ Voto da Conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt em 18/10/2017 no Ato de Concentração 08700.007553/2016-83, cujas partes são Mataboi Alimentos Ltda. e JBJ Agropecuária Ltda (CADE, 2017a).

contra a lógica da *failing firm defense*, que pretende manter os ativos da empresa no mercado” (CADE, 2017a)³⁵.

Na operação envolvendo a Petróleo Brasileiro S.A., aprovada por outros motivos, o voto divergente e minoritário assim suscitou a discussão sobre a teoria:

“Percebam que se trata de um argumento do tipo “terrorista”, comumente associado à teoria do *failing firm defense* (ou teoria da empresa em crise): as únicas interessadas nos ativos foram as concorrentes diretas; sem a aprovação da compra por uma dessas duas empresas, Suape e Citepe faliriam, os ativos de alguma forma desapareceriam, e teríamos um monopólio do mesmo modo.

[...]

A teoria da *failing firm defense* não exige tão somente que se demonstre prejuízos acumulados, mas que a falência levaria a uma situação concorrencial pior que a concentração trazida pelo ato de concentração. Ou seja, a firma estar em crise é diferente de sua dificuldade financeira ser um problema concorrencial. É possível, por exemplo, que um agente externo (não o único concorrente atual) tivesse interesse em entrar no mercado, caso os ativos fossem vendidos a preços muito atraentes. A percepção de lucro ou prejuízo depende do valor do investimento pelo ativo produzido. No limite, um ativo adquirido a preço zero implica que qualquer resultado operacional positivo seria interessante do ponto de vista empresarial. Em outras palavras, o preço do ativo se ajusta para equilibrar o fluxo de caixa do projeto” (CADE, 2017b)³⁶.

Todavia, ao se analisar uma operação envolvendo a aquisição, pela Votorantim Metais Zinco S/A, de direitos minerários pertencentes à Massa Falida de Mineração Areiense, no Ato de Concentração 08012.014340/2007-75, a teoria foi aceita³⁷, nos seguintes termos:

“As requerentes defenderam a aplicação da teoria concorrencial da *failing company* para que o Ato de Concentração fosse aprovado [...]

Considerando essas informações (baixas barreiras à entrada, rivalidade, possibilidade de importação e poder de barganha das siderúrgicas), somado ao fato de se tratar de aquisição de direitos minerários de uma empresa em fase de liquidação judicial (teoria da *failing company*), e, em especial, no qual houve leilão judicial com proposta apenas da VMZ (fl. 6), há de se considerar que é desnecessária a solicitação de maiores informações acerca do mercado, de modo que a operação deve ser aprovada sem restrições” (CADE, 2008)³⁸.

³⁵ Voto do Conselheiro Alexandre Cordeiro Macedo em 20/10/2017 no mesmo procedimento citado na nota de rodapé anterior (CADE, 2017a).

³⁶ Voto do Conselheiro João Paulo de Resende em 15/02/2018, no AC 08700.004163/2017-32, cujos requerentes são Grupo Petrotex, S.A. de C.V. e Petróleo Brasileiro S.A (CADE, 2017b).

³⁷ Cfr. BALDIN, 2016 apud OLIVEIRA JÚNIOR, 2016.

³⁸ Voto do Conselheiro Luís Fernando Rigato Vasconcellos, de 13/02/2008 (CADE, 2008).

Desse modo, a teoria da *failing firm* é timidamente aceita no Brasil e é preciso uma definição legislativa sobre a sua aplicabilidade para evitar inseguranças e não meramente manuais do CADE.

Mas o maior problema não é esse, e sim os requisitos para sua aplicação, os quais atualmente consideram *apenas* aspectos econômicos e não sociais, podendo ocasionar injustiças tanto para o devedor quanto para os credores.

Também se constata no Brasil que a falência de uma empresa é tida como ruim em todo caso e isso não é necessariamente verdadeiro para toda e qualquer situação.

A aplicação da teoria, com parcimônia e considerando aspectos sociais que não foram elencados como requisitos, pode ter muitas vantagens, desde que por meio da lei e através da reformulação das condições para tanto.

Resume-se então a terceira deficiência das normas brasileiras:

DEFICIÊNCIA 03: É TÍMIDA A RECEPÇÃO DA TEORIA DA *FAILING FIRM DEFENSE* NO BRASIL E ESSA INCERTEZA, ALIADA A CERTAS FALHAS NOS REQUISITOS PARA APLICAÇÃO, GERA INSEGURANÇA AO MERCADO.

3.2.2. Deficiências nas operações de cisão parcial e cisão total

A operação de cisão, seja parcial ou total, consiste na fragmentação, divisão ou cessão do patrimônio de uma determinada sociedade, denominada para esse fim como sociedade cindida, para uma ou outras sociedades. Se parcial, permanece a sociedade cindida com parte do patrimônio, sendo vertido o restante a uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já constituídas. Se total, há versão integral do patrimônio, também a uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já constituídas, mas com extinção da sociedade cindida.

Muitas das normas relativas à fusão e já tratadas são também aplicáveis às cisões, tais como: (i) a possibilidade de serem operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes

(BRASIL, 1976, art. 223, caput, da Lei das S/A); (ii) se envolver companhia aberta, as sociedades que a sucederem devem ser também abertas sob pena do exercício do direito de recesso pelo acionista dissidente (BRASIL, 1976, art. 223, §3.º e §4.º); (iii) a necessidade de um protocolo com as condições da operação e as justificativas para tanto (BRASIL, 1976, art. 224 e 225); (iv) valores mínimos para consecução da operação como a determinação por peritos de que o valor do patrimônio ou patrimônios líquidos a serem vertidos para a formação do capital social seja, ao menos, igual ao montante do capital a realizar (BRASIL, 1976, art. 226); e (v) o valor do reembolso (BRASIL, 1976, art. 45, §1.º).

No Código Civil (BRASIL, 2002), a cisão vem timidamente regulada, havendo disposição apenas no artigo 1.122, que trata do pedido judicial de anulação de cisão feito por credor anterior por ela prejudicado.

Um ponto interessante e polêmico das cisões diz respeito à sucessão empresarial. A Lei das S/A, especialmente os artigos 229, parágrafo primeiro, e 233, não mostram *nenhuma* clareza nesse ponto:

“Cisão

A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

§ 1º Sem prejuízo do disposto no artigo 233, a sociedade que absorver parcela do patrimônio da companhia cindida sucede a esta nos direitos e obrigações relacionados no ato da cisão; no caso de cisão com extinção, as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida sucederão a esta, na proporção dos patrimônios líquidos transferidos, nos direitos e obrigações não relacionados. (BRASIL, 1976, art. 229)

Direitos dos Credores na Cisão

Na cisão com extinção da companhia cindida, as sociedades que absorverem parcelas do seu patrimônio responderão solidariamente pelas obrigações da companhia extinta. A companhia cindida que subsistir e as que absorverem parcelas do seu patrimônio responderão solidariamente pelas obrigações da primeira anteriores à cisão.

Parágrafo único. O ato de cisão parcial poderá estipular que as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida serão responsáveis apenas pelas obrigações que lhes forem transferidas, sem solidariedade entre si ou com a companhia cindida, mas, nesse caso, qualquer credor anterior poderá se opor à estipulação, em relação ao seu crédito, desde que notifique a sociedade no prazo de 90 (noventa) dias a contar da data da publicação dos atos da cisão” (BRASIL, 1976, art. 233).

O quadro 1 a seguir busca elucidar a letra fria da lei, mas é patente a dificuldade em se harmonizar o art. 233 com o art. 229 da Lei das S/A (BRASIL, 1976).

Quadro 1: Análise dos artigos 229 e 233 da Lei das S/A

	ATOS RELACIONADOS NO PROTOCOLO	ATOS NÃO RELACIONADOS NO PROTOCOLO
CISÃO PARCIAL (SEM EXTINÇÃO DA CINDIDA)	Empresas receptoras obrigam-se ao que estiver relacionado no protocolo (art. 229, § 1.o.). Todavia, respondem solidariamente com a cindida por obrigações anteriores à cisão, a não ser que diversamente estipulado por escrito, mas qualquer credor poderá se opor a tal estipulação em relação ao seu crédito (par. único, art. 233).	Não aplicável, pois improvável que não se listem as obrigações transferidas, já que a sociedade cindida não será extinta (art. 229, § 1.o.). Todavia, respondem solidariamente com a cindida por obrigações anteriores à cisão (par. único, art. 233).
CISÃO TOTAL (COM EXTINÇÃO DA CINDIDA)	Idem à cisão parcial: empresas receptoras obrigam-se ao que estiver relacionado no protocolo (art. 229, § 1.o.). Todavia, respondem solidariamente entre si pelas obrigações da extinta (art. 233, caput).	No que não for relacionado, sociedades receptoras respondem na proporção dos patrimônios líquidos transferidos (art. 229, § 1.o.). Todavia, respondem solidariamente entre si pelas obrigações da extinta (art. 233, caput).

Fonte: elaborado pelo autor.

Os dispositivos expostos no quadro deveriam ser reformulados. Não há definição de parâmetros concretos para a sucessão empresarial, o que levou o Ministro Castro Meira, do Superior Tribunal de Justiça, a afirmar que:

“a cisão, como instrumento de reestruturação societária, tem gerado incertezas relativas à responsabilidade das pessoas jurídicas envolvidas. Não há, por assim dizer, uniformidade de entendimento quanto às garantias que devem ser asseguradas aos credores da sociedade cindida” (STJ, 2005).

Naquela oportunidade, assim tentou-se esclarecer a questão:

“O patrimônio social constitui, via de regra, a garantia dos credores da pessoa jurídica. Com a cisão ocorre transferência da totalidade ou de uma parcela do patrimônio da sociedade cindida para outras sociedades, fato que reduz a garantia dos credores da sociedade original. *No caso de cisão total, não há qualquer dúvida: as sociedades originadas da cisão respondem, em solidariedade, pelas obrigações da companhia que se extingue (artigo 233). A nova sociedade (ou a incorporadora) sucede a sociedade cindida em todos os*

seus direitos e obrigações, na proporção dos patrimônios líquidos transferidos (artigo 229, § 1º). Neste caso, não há qualquer redução de garantia. Na hipótese de cisão parcial, estabelece o artigo 229 a existência de sucessão apenas quanto aos direitos e obrigações relacionados no ato da cisão. Como regra geral, o artigo 233 prevê que a sociedade cindida que subsistir e as sociedades que receberem parte de seu patrimônio serão solidariamente responsáveis pela satisfação das obrigações anteriores à cisão. Por outro lado, ainda em caso de cisão parcial, o artigo 233, parágrafo único, prevê que o protocolo pode estipular a inexistência de solidariedade, respondendo cada sociedade apenas pelas obrigações transferidas na cisão. Em contrapartida, é conferido ao credor o direito de opor-se a essa estipulação, pugnano para que se restabeleça a responsabilidade solidária. Assim, no caso de o protocolo estipular a inexistência de solidariedade entre a sociedade cindida e as sociedades que vierem a absorver parcela do patrimônio cindido, os credores anteriores à cisão podem se opor à estipulação de ausência de solidariedade com relação a seus créditos, mediante o envio de notificação à sociedade no prazo de 90 dias a contar da publicação dos atos da cisão. Manifestada a oposição por parte de um ou mais credores, este ato, por si só, não impede a cisão. A doutrina majoritária entende que a oposição do credor importa no restabelecimento da solidariedade, tão-somente, quanto ao crédito do opositor, não tendo o condão de anular o ato de cisão como um todo, suspender sua eficácia ou de impedir sua consecução. Assim, uma vez afastada a solidariedade no ato de cisão parcial, mediante estipulação expressa, a oposição de credores no prazo previsto restabelece, exclusivamente quanto a estes créditos, a solidariedade que se tentou remover. O art. 233 da Lei n.º 6.404/76 não confere ao credor o direito de opor-se ao negócio de cisão. O único direito do credor é opor-se à estipulação de ausência de solidariedade. O efeito de eventual oposição é, exclusivamente, a não incidência de tal estipulação quanto àquele crédito específico. A regra da solidariedade também se estende aos casos em que o crédito, anterior à cisão, somente venha a ser constituído posteriormente. Neste caso, não se pode aplicar a estipulação prevista no ato de cisão a quem ainda não detinha a qualidade de credor, já que não definitivamente constituído o crédito” (STJ, 2005).

Ainda nesse particular, é importante destacar que

“quem ainda não tinha reconhecido um crédito contra a sociedade cindida em relação a ato (ou negócio) anterior à cisão e, por esse motivo, não podia opor-se àquele estipulação, constituído posteriormente o crédito, pode exigir da empresa cindida o seu adimplemento, independentemente do pacto de transferência da responsabilidade que só vale quanto aos credores que, à época, poderiam se insurgir e não o fizeram. Somente esta conclusão permite tratamento igualitário entre os credores da sociedade cindida” (STJ, 2005).

Algumas indagações que surgem e demonstram a necessidade de reforma de tais dispositivos são:

(i) a teor do art. 233 da Lei das S/A (BRASIL, 1976), é justo manter a solidariedade pelas obrigações no caso de cisão total segundo a qual uma sociedade receba 2% e a outra 98% do patrimônio da sociedade extinta?

(ii) partindo do pressuposto que os credores podem se opor, é correto permitir o afastamento da solidariedade na cisão parcial e não na cisão total?

(iii) segundo a lei, credores que deixarem de se insurgir contra a não solidariedade na cisão parcial estarão vinculados à divisão estabelecida pelas sociedades. É justo impor essa regra indistintamente a qualquer credor, especialmente àqueles detentores de valores pequenos e sem recursos/capacidade para monitorar tais operações para poderem desse modo a elas se insurgir? Por exemplo, é correto aplicar a mesma regra a uma instituição financeira credora de milhões e a um pequeno fornecedor de serviços também credor da mesma sociedade, porém de milhares de reais?

Ainda é válido salientar a questão sucessória em operações de cisão no âmbito do Direito Tributário. O Código Tributário Nacional é de 1966, dez anos antes da Lei das S/A, e naquela oportunidade não foi contemplada a operação de cisão, a qual foi incluída na lei das S/A posteriormente e, assim, o CTN não teria como dispor sobre a matéria.

O artigo 132 do CTN (BRASIL, 1966) dispõe que a “pessoa jurídica de direito privado que resultar de fusão, transformação ou incorporação de outra ou em outra é responsável pelos tributos devidos até à data do ato pelas pessoas jurídicas de direito privado fusionadas, transformadas ou incorporadas”. Não há no código sequer uma palavra acerca da operação de cisão societária.

Ressalta-se que o parágrafo único do artigo 132 do CTN (BRASIL, 1966) dispõe que a regra supracitada aplica-se aos casos de extinção de pessoas jurídicas (o que poderia, em tese, expandir a interpretação legislativa para uma cisão total em que há extinção da sociedade cindida).

Muito embora ainda haja uma ou outra decisão sustentando que “tendo em vista que o CTN, que possui competência constitucional para tanto, não prevê a cisão parcial como hipótese de responsabilização tributária por sucessão, não poderia uma lei ordinária o fazê-lo” (CARF, 2017), o Superior Tribunal de Justiça decidiu: “embora não conste

expressamente da redação do art. 132 do CTN, a cisão parcial de sociedade configura hipótese de responsabilidade tributária por sucessão” (STJ, 2017b)³⁹.

A própria Receita Federal, por meio da Solução de Consulta 139, de 2018, ponderou que:

“Embora o dispositivo [art. 132 do CTN] faça menção expressa apenas à fusão, transformação ou incorporação, tanto a doutrina quanto a jurisprudência se posicionam no sentido de que o disposto abarca também a cisão, instituto introduzido posteriormente à promulgação do CTN” (RECEITA FEDERAL, 2018, item 18).

E ainda, o mesmo documento instituiu que:

“eventual disposição de ato de cisão no sentido de restringir a responsabilidade tributária solidária entre as sociedades que receberem parcelas do patrimônio da pessoa jurídica extinta por cisão ou entre a cindida e a sociedade que absorver parcela do seu patrimônio, no caso de cisão parcial não poderia ser oposta à Fazenda Pública” (RECEITA FEDERAL, 2018, item 24).

Ademais, o RIR⁴⁰ consolida a questão e esclarece que:

“Parágrafo único. Respondem solidariamente pelo imposto sobre a renda devido pela pessoa jurídica [...]: I - as sociedades que receberem parcelas do patrimônio da pessoa jurídica extinta por cisão; II - a sociedade cindida e a sociedade que absorver parcela do seu patrimônio, na hipótese de cisão parcial[...]” (BRASIL, 2018, art. 196).

³⁹ REsp 1.682.792 – SP, Rel. Min. Herman Benjamin, Segunda Turma do STJ, julg. 05/09/2017, DJE 09/10/2017. Vide ainda REsp 852.972/PR, Rel. Ministro Teori Albino Zavascki, Primeira Turma, julg. 25/05/2010, DJe 08/06/2010 e REsp 970.585/RS, Primeira Turma, Min. José Delgado, julg. 04/03/2008, DJe 07/04/2008.

⁴⁰ “Respondem pelo imposto sobre a renda devido pelas pessoas jurídicas transformadas, extintas ou cindidas:

I - a pessoa jurídica resultante da transformação de outra;

II - a pessoa jurídica constituída pela fusão de outras ou em decorrência de cisão de sociedade;

III - a pessoa jurídica que incorporar outra ou parcela do patrimônio de sociedade cindida;

IV - a pessoa física sócia da pessoa jurídica extinta por meio de liquidação, ou o seu espólio, que continuar a exploração da atividade social, sob a mesma ou outra razão social, ou sob firma individual; e

V - os sócios, com poderes de administração, da pessoa jurídica que deixar de funcionar sem proceder à liquidação, ou sem apresentar a declaração de rendimentos no encerramento da liquidação.

Parágrafo único. Respondem solidariamente pelo imposto sobre a renda devido pela pessoa jurídica:

I - as sociedades que receberem parcelas do patrimônio da pessoa jurídica extinta por cisão;

II - a sociedade cindida e a sociedade que absorver parcela do seu patrimônio, na hipótese de cisão parcial; e

III - os sócios com poderes de administração da pessoa jurídica extinta, na hipótese prevista no inciso V do **caput**” (BRASIL, 2018, art. 196).

Assim, no âmbito tributário, em operações de cisão parcial ou total, nenhum acordo pode ser oposto à “credora” Fazenda Pública.

Isto posto, surge uma outra questão: é justo criar uma regra à Fazenda Pública diferente das regras aplicáveis a credores particulares? Não deveriam ser todos afetados isonomicamente?

É nítida a imprecisão gerada pela lei nacional e a interpretação dos dispositivos mencionados deve ser feita com muito esforço técnico, porém não há garantia de que ela esteja correta, conduzindo à quarta deficiência jurídica da lei brasileira:

DEFICIÊNCIA 04: A LEI SOCIETÁRIA NÃO ESTABELECE COM CLAREZA A RESPONSABILIDADE DAS EMPRESAS ENVOLVIDAS EM UMA CISÃO, TORNANDO O AMBIENTE INSTÁVEL E INJUSTO.

3.2.3. Deficiências na operação de alienação de participação societária

É comum que, no decorrer da vida empresarial, a sociedade seja titularizada por pessoas distintas. Diversas podem ser as razões para a entrada e saída de um sócio, desde o falecimento de um deles, com a conseqüente transferência da titularidade aos herdeiros, até a livre alienação a terceiros interessados, passando, também, pela penhora de quotas/ações por credores dos sócios.

A operação de alienação de participação societária é extremamente frequente no âmbito da vida empresarial. Nessa questão, há dois pontos de fragilidade que merecem ser abordados, sendo o primeiro aplicável às sociedades limitadas e companhias fechadas e o segundo às companhias abertas.

Com efeito, o primeiro se refere ao antigo, porém ainda latente, problema da *affectio societatis* como balizadora da entrada e saída de sócios. O segundo, não tão nítido, trata da confusa regra que rege as ofertas públicas concorrentes para aquisição voluntária de controle.

Apesar de ser um conceito que vem sendo enfraquecido pela doutrina e por algumas decisões judiciais, a intenção do Código Civil (BRASIL, 2002) é a de prestigiar a natureza pessoal das sociedades limitadas, cuja afinidade social entre os sócios, *ou affectio societatis*, era e ainda é uma das suas principais características, tanto para sua constituição quanto para seu término.

Aliás, por muito tempo essa foi uma das grandes distinções com as sociedades anônimas que, diferentemente das sociedades limitadas, não exigem consentimento dos demais acionistas para a cessão de ações, salvo disposição em contrário.

Sobre as críticas e a superação do conceito da *affectio societatis* no Direito brasileiro, interessantes são as ponderações de França e Adamek:

“[...] torna-se possível concluir que a noção de *affectio societatis* é imprecisa e equívoca, pois: (1.º) a intenção, ou desejo, da parte contratante é elemento que, frente à declaração de vontade externada pelo agente (CC, art. 112), se traduz em dado juridicamente irrelevante (ou, quando menos, de relevância atenuada na matéria, ressalvado o campo próprio que lhe é reservado em matéria de vício de consentimento); (2.º) a intenção, ou desejo, de o agente associar-se em sociedade não determina nem a conclusão do contrato nem a sua extinção, pois o que pode ter esses efeitos, se assim a lei o determinar, é somente a sua declaração de vontade; (3.º) a declaração de vontade, na celebração do contrato de sociedade, em nada difere da declaração de vontade exigida na conclusão de qualquer contrato e, portanto, não tem uma conformação especial naquele primeiro; (4.º) as diferenças que existem entre o contrato de sociedade e outras figuras contratuais, assemelhadas ou não, não estão na conformação do elemento volitivo dos agentes, mas, sim e precisamente, na causa do contrato e, de maneira mais específica, na existência de escopo comum, que permite enquadrar a sociedade entre as organizações finalísticas; e (5.º) o que permite diferenciar, em cada caso, a existência de contrato de sociedade ou de outras figuras, não é o consenso, mas o negócio jurídico plurilateral de fim comum, ao qual se tenha dirigido o consenso. *Segue-se daí que a noção de affectio societatis* apresenta um desvio de perspectiva, ao dar destaque ao elemento volitivo, quando o correto seria dar enfoque ao fim comum [...]

[...]

Portanto, o moderno direito societário deve, a bem da evolução da ciência societária e da elaboração de soluções precisas e unívocas, abandonar por completo a idéia de *affectio societatis* e aprofundar a análise da noção de fim comum em sentido amplo (compreendendo o escopo-meio e o escopo-fim da organização societária, e as suas interações com os deveres de lealdade, colaboração e contribuição). Só assim conseguir-se-á realmente avançar no trato da matéria e nas soluções para os seus problemas práticos” (FRANÇA & ADAMEK, 2008, p. 129-130).

A afinidade social em sociedades limitadas ou até mesmo em sociedades anônimas fechadas familiares continua sendo um fator importante, não apenas na sua constituição,

mas também para sua dissolução. A grande maioria das sociedades brasileiras existentes são constituídas sob o tipo de sociedade empresária limitada.

Ademais, a migração de sociedades empresárias limitadas para as sociedades anônimas fechadas ocorre, muitas vezes, em função do *engessado* quórum de aprovação de 75% (setenta e cinco por cento) do capital social disposto no CC para algumas matérias nas sociedades limitadas, e não tanto em razão de vantagens daquele tipo societário.

Desse modo, a prática profissional revela que as sociedades anônimas fechadas vêm sendo escolhidas como alternativa às sociedades limitadas e, mesmo em certas anônimas, a afinidade social ainda é um fator importante para a constituição, relacionamento entre os sócios e encerramento dessas sociedades. Tanto é assim que o direito de preferência na venda de ações, a exceção, torna-se prática comum nesses tipos societários através da celebração de acordos de acionistas.

Interessante reflexão desse tema foi feita por Verçosa:

“[...] quanto ao contrato de sociedade, neste as partes se colocam em posição lateral uma em relação às outras, realizando as prestações relativas à formação do capital social em uma direção convergente, o que implica em um determinado nível e qualidade da colaboração [...]

Daí porque não se pode inteiramente descartar a análise da *affectio societatis* (ligada ao instituto da causa subjetiva do contrato) como um elemento diferenciador da vontade presente na constituição das sociedades e que tem um importante relevo no nascimento e na vida destas” (VERÇOSA, 2010, p. 46).

Além de divergências doutrinárias, não há clareza também na jurisprudência. Muitas decisões do Superior Tribunal de Justiça admitem a alegação da quebra do *affectio societatis* para exclusão de sócio, mas condicionam à demonstração da efetiva justa causa para tanto.

Em julgado de 2011, aproveitado em outras ocasiões, afirmou-se que “para exclusão judicial de sócio, não basta a alegação de quebra da *affectio societatis*, mas a demonstração de justa causa, ou seja, dos motivos que ocasionaram essa quebra” (STJ, 2011).

Se a afinidade social é subjetiva, a questão é se seria correto (ou eficiente) as cortes exigirem prova de justa causa. Se um determinado sócio sustentar não ter mais afinidade

social com o outro, deveria a corte duvidar disso e investigar os motivos que levaram tal sócio a não ter mais afinidade com o outro?

Em razão da falta de compreensão legal, o conceito de afinidade social vem perdendo força, mas, no cotidiano, ainda está presente.

Abandonar o instituto seria simplesmente ignorar a realidade empresarial do Brasil o que, por si só, justifica uma reflexão mais profunda sobre esse movimento.

Com efeito, uma grande parte das sociedades brasileiras é constituída sob a modalidade de sociedade empresária limitada. Sociedades anônimas abertas atualmente com ações listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) não passam de 500 (B3, 2020). Segundo estudo da OCDE, o número de empresas listadas na bolsa em 2017 era de 268 no Brasil, 386 na Itália, 838 na França, 865 na Alemanha, 1900 na Austrália, 3673 na China, 4125 nos EUA e 5135 na Índia (DE LA CRUZ, MEDINA & TANG, 2019).

Ainda no Brasil, sob a ótica tributária, até o mês de maio de 2020, havia 19.228.025 empresas registradas, sendo que pouco mais de 51% delas, ou seja, 9.810.483 se enquadravam como Microempreendedor Individual, com faturamento anual de até R\$ 81 mil e pouco mais de 34%, ou 6.586.497, como Microempresa, com faturamento anual de até R\$ 360 mil (SEBRAE, 2020).

Dessa forma, a realidade econômica brasileira é da informalidade, do microempreendedor e da pequena empresa, e não da grande corporação.

Este *descompasso* com a realidade empresarial somado a diversos aspectos a serem ainda abordados demonstrarão que não há necessidade do abandono *total* do instituto, mas apenas de um reenquadramento diferente.

Resume-se a quinta deficiência da legislação societária da seguinte maneira:

DEFICIÊNCIA 05: EM TOTAL DESCOMPASSO COM A REALIDADE EMPRESARIAL, AS NORMAS SOCIETÁRIAS NÃO DÃO A DEVIDA

IMPORTÂNCIA AO CONCEITO DE *AFFECTIO SOCIETATIS* EM NÍTIDO PREJUÍZO À MAIORIA DAS SOCIEDADES BRASILEIRAS.

Mudando o enfoque para as companhias abertas, as normas brasileiras são falhas no tocante à tentativa de fomentar a concorrência nas OPA voluntárias de aquisição de controle.

A Comissão de Valores Mobiliários, através da Instrução Normativa 361 (CVM, 2002), destaca seis modalidades dessa operação: (i) a OPA para cancelamento de registro, obrigatória e realizada como condição para fechamento do capital nos termos do § 4.º, art. 4.º da Lei das S/A (BRASIL, 1976); (ii) a OPA por alienação de controle, também de caráter obrigatório, e realizada como condição de eficácia para a alienação de controle de companhia aberta; (iii) a OPA por aumento de participação, também obrigatória, em caso de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta; (iv) a OPA para aquisição de controle de companhia aberta que, ao contrário das anteriores, é voluntária; (v) a OPA concorrente, formulada por um terceiro que queira concorrer com uma OPA para aquisição de controle já efetuada; e (vi) a OPA voluntária que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta e não deve ser efetuada segundo os procedimentos específicos estabelecidos na Instrução para qualquer OPA obrigatória.

Em relação especificamente ao item (v) supra, há na Lei das S/A (BRASIL, 1976) três simples artigos que tratam do assunto⁴¹, mas não há definição alguma sobre a forma como

⁴¹ “Processamento da Oferta

Art. 261. A aceitação da oferta deverá ser feita nas instituições financeiras ou do mercado de valores mobiliários indicadas no instrumento de oferta e os aceitantes deverão firmar ordens irrevogáveis de venda ou permuta, nas condições ofertadas, ressalvado o disposto no § 1º do artigo 262.

§ 1º É facultado ao ofertante melhorar, uma vez, as condições de preço ou forma de pagamento, desde que em porcentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta; as novas condições se estenderão aos acionistas que já tiverem aceito a oferta.

§ 2º Findo o prazo da oferta, a instituição financeira intermediária comunicará o resultado à Comissão de Valores Mobiliários e, mediante publicação pela imprensa, aos aceitantes.

§ 3º Se o número de aceitantes ultrapassar o máximo, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta.

Oferta Concorrente

Art. 262. A existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente, desde que observadas as normas desta Seção.

§ 1º A publicação de oferta concorrente torna nulas as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior.

os concorrentes devem se portar para maximizar os preços ofertados. A única indicação dada pela lei societária é a de que seria facultado ao “ofertante melhorar, uma vez, as condições de preço ou forma de pagamento, desde que em porcentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta” (BRASIL, 1976, art. 261) e “a existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente” (BRASIL, 1976, art. 262). Desse modo, a Lei das S/A (BRASIL, 1976) é inócua, pois sequer estabelece como as ofertas concorrentes devem ser formuladas em vistas a majorar os valores aos acionistas e à eficiência em todo o certame.

A CVM tentou elucidar essa questão através da já mencionada Instrução Normativa 361 (2002), mas obteve parcial sucesso. Com efeito, essa mesma instrução, ao tratar da aquisição voluntária do controle, estipulou as seguintes regras procedimentais:

- (i) após a publicação do instrumento de OPA, por edital, sua modificação será admitida quando se tratar de melhoria da oferta em favor dos destinatários⁴²;
- (ii) a OPA será decidida em leilão, na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, sendo que a aceitação ou não da OPA dar-se-á no próprio leilão, salvo se diversamente autorizado pela CVM⁴³;
- (iii) o ofertante não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitação de registro de OPA concorrente⁴⁴;

§ 2º É facultado ao primeiro ofertante prorrogar o prazo de sua oferta até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente.

Negociação Durante a Oferta

Art. 263. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas que disciplinem a negociação das ações objeto da oferta durante o seu prazo” (BRASIL, 1976, art. 261-263).

⁴² “Após a publicação do instrumento de OPA, nos termos do art. 11, sua modificação ou revogação será admitida:

I – em qualquer modalidade de OPA, independentemente de autorização da CVM, quando se tratar de modificação por melhoria da oferta em favor dos destinatários, ou por renúncia, pelo ofertante, a condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA;

II – quando se tratar de OPA sujeita a registro, mediante prévia e expressa autorização da CVM, observados os requisitos do §2º deste artigo; ou

III – quando se tratar de OPA não sujeita a registro, independentemente de autorização da CVM, em estrita conformidade com os termos e condições previstos no respectivo instrumento” (CVM, 2002, art. 5º).

⁴³ “Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

[...]

VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso” (CVM, 2002, art. 4º).

- (iv) o leilão será realizado no prazo mínimo de 30 (trinta) dias e máximo de 45 (quarenta e cinco), contados da data de publicação do edital⁴⁵;
- (v) a modificação da OPA exigirá aditamento ao edital, com a indicação de nova data do leilão, a qual será de no mínimo 10 (dez) dias, nos casos de aumento do preço da oferta ou renúncia à condição para efetivação da OPA, ou 20 (vinte) dias, nos demais casos, com prazo máximo de 30 (trinta) dias contados da publicação do aditamento ou 45 (quarenta e cinco) dias contados da publicação do edital, o que for maior⁴⁶;
- (vi) havendo publicação de edital ou solicitação de registro de OPA concorrente, a CVM poderá (i) adiar a data do leilão; (ii) estabelecer um prazo máximo para apresentação e aceitação de propostas; ou (iii) determinar a realização de um leilão conjunto, fixando as regras para sua realização⁴⁷.

Anteriormente a 2019, havia ainda um dispositivo totalmente inadmissível que permitia, em todo esse procedimento, a existência do interferente, o qual seria uma empresa interessada em participar do leilão, mas, ao contrário dos concorrentes, não precisaria divulgar o preço antecipadamente através de edital. A ICVM 616, de 2019, ajustou esse

⁴⁴ “Em se tratando de OPA para aquisição do controle, o ofertante não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente” (CVM, 2002, § 7º).

⁴⁵ “A OPA será efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação. § 1º A aceitação ou não da OPA dar-se-á no leilão, o qual será realizado no prazo mínimo de 30 (trinta) e máximo de 45 (quarenta e cinco) dias, contados da data da publicação do edital, e obedecerá às regras estabelecidas pela bolsa de valores ou pela entidade do mercado de balcão organizado responsável pelo leilão” (CVM, 2002, art. 12).

⁴⁶ “A modificação da OPA exigirá publicação de aditamento ao edital, com destaque para as modificações efetuadas e com a indicação da nova data para realização do leilão, a qual deverá observar os seguintes prazos:

I – prazo mínimo de 10 (dez) dias, nos casos de aumento do preço da oferta ou renúncia a condição para efetivação da OPA, ou 20 (vinte) dias, nos demais casos, contados da publicação do aditamento;

II – prazo máximo de 30 (trinta) dias contados da publicação do aditamento ou 45 (quarenta e cinco) dias contados da publicação do edital, o que for maior” (CVM, 2002, art. 5º, iv, § 3º).

⁴⁷ “Havendo publicação de edital ou solicitação de registro de OPA concorrente, a CVM poderá:

I – adiar a data do leilão da OPA previamente lançada;

II – estabelecer um prazo máximo para apresentação e aceitação de propostas finais de todos os ofertantes; ou
III – determinar a realização de um leilão conjunto, fixando a data, hora e as regras para sua realização.

Parágrafo único. Na hipótese do inciso III do **caput**, a prerrogativa de fixar a data, hora e as regras de realização do leilão poderá ser delegada à bolsa de valores ou entidade de balcão organizado em que o leilão deva se realizar” (CVM, 2002, art. 13-A).

ponto e permitiu a possibilidade de interferências compradoras, “salvo na OPA para aquisição de controle”⁴⁸.

Ainda não são frequentes no Brasil OPA voluntárias concorrentes, mas o emblemático caso envolvendo a aquisição do controle da Eletropaulo – Metropolitana Eletricidade de São Paulo S/A em 2018 demonstra as fragilidades das atuais normas.

Naquela ocasião, visando à aquisição do controle da Eletropaulo, houve processo competitivo que ocorria, à época, por meio de três ofertas públicas voluntárias de aquisição de ações, com editais já publicados.

A CVM foi acionada por diversas vezes e o colegiado, por maioria, entendeu pela possibilidade de existirem interferências no leilão (naquela ocasião a ICVM 361 não tinha sido ainda reformada). Havendo interferências, a CVM permitiu aos ofertantes que tivessem publicado editais elevarem o preço da oferta no próprio leilão, afastando-se, assim, um dos requisitos elencados anteriormente (CVM, 2018a).

A CVM deu uma solução ao caso, mas a discussão toda demonstrou a deficiência e fragilidade de todo o mecanismo, como se constata por meio do voto divergente do diretor Gustavo Machado Gonzalez:

“[...] entendo que a forma mais justa de organizarmos tal disputa é através da determinação de um leilão conjunto, sem possibilidade de interferência. Assim, os eventuais interessados em adquirir o controle da Companhia-Alvo devem lançar OPA concorrentes.

[...] quando se determina que a disputa se dê através de editais de OPA e se fixa um prazo máximo para que os interessados indiquem a intenção de participar da disputa e para a apresentação de suas ofertas finais, se está, na prática, estabelecendo um mecanismo que, ao final, tende a emular um leilão de lances fechados. Embora se admita que cada ofertante vá progressivamente melhorando a sua oferta, o mais provável é que cada concorrente aguarde o final do prazo para apresentar sua melhor oferta [...]

Já o leilão em bolsa organiza a disputa de forma diferente. A partir de um preço de referência [...] teríamos no dia do leilão incrementos sequenciais de preço [...]

A potencial combinação dos dois mecanismos não me parece adequada, especialmente quando a disputa em bolsa fica condicionada ao aparecimento de um novo concorrente, cujo prazo para manifestar a intenção é o mesmo conferido aos concorrentes atuais para melhoria de suas ofertas. Nesse caso, creio que não haverá total paridade de armas entre os concorrentes [...]

Essa assimetria no tratamento das ofertas concorrentes, feitas na forma prescrita na Lei Societária, e das interferências compradoras, autorizadas na norma

⁴⁸ “[...] II – salvo na OPA para aquisição de controle, a possibilidade de interferências compradoras, observado o disposto nos §§ 4º, 5º e 8º abaixo” (CVM, 2002, art. 12,§2, inciso II) .

regulamentar, pode criar um incentivo para que, em um cenário de concorrência acirrada, concorrentes retardatários optem por esconder sua intenção de participar da disputa, bem como o valor de suas ofertas, até que os concorrentes originais divulguem os preços que, salvo eventual interferência (que esses desconhecem), serão considerados para determinação da oferta vencedora [...] [...] o regime da Instrução CVM n. 361/2002 precisa ser mais uma vez revisto e aperfeiçoado” (CVM, 2018b).

Ainda que a possibilidade de interferentes esteja atualmente afastada, ainda persiste no ordenamento jurídico brasileiro o procedimento do leilão com aumentos de preço previamente a ele, através de aditivos aos editais.

Ora, a existência de um leilão faria sentido se, de fato, na data estabelecida para tal, fossem permitidas uma batalha entre os concorrentes. Mas se esta é estabelecida previamente, através de editais, não há a menor necessidade de um leilão.

Ademais, as supostas datas estabelecidas na ICVM 361 (2002) para a data do leilão podem ser alteradas pela CVM, o que traz incerteza aos participantes.

Dessa maneira, no leilão não há disputa de preço, pois esta ocorre previamente através de edital e a data do leilão pode ser sempre alterada, o que causa insegurança quanto à data final do “certame”. Por esses motivos, não faz sentido o sistema brasileiro persistir nessa conduta.

Por outro lado, se a norma brasileira insistir no formato do leilão, que então todo o procedimento seja modificado para que, de fato, haja um certame com as características básicas de qualquer leilão, com a imprevisibilidade do preço e/ou dos participantes. Se o sistema obriga os participantes a se manifestarem, a apresentarem seus preços e a alterarem seus preços via edital previamente ao leilão, é inócua essa figura.

Também o papel da administração da companhia deve ser reformulado pois, atualmente, além de a própria administração ter que conduzir um processo o qual possa levar à substituição dela mesma (em um nítido problema de agência), a norma ainda permite que a administração tenha um papel muito brando e passivo, como se o assunto não fosse de seu interesse.

Conforme anteriormente mencionado, houve mudanças na ICVM 361 (2002), mas o sistema de concorrências continua defeituoso. Dessa maneira, é preciso considerar as seguintes questões:

- (i) o atual sistema, baseado no procedimento de leilão com data predeterminada, seria a única forma de incentivar o incremento dos preços em benefício dos acionistas minoritários?
- (ii) o papel da administração da companhia-alvo está devidamente desenhado para incentivar ofertas públicas concorrentes?

Resume-se, assim, a sexta deficiência:

DEFICIÊNCIA 06: AS REGRAS ESTABELECIDAS NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA PARA OPA VOLUNTÁRIAS CONCORRENTES SÃO ABSOLUTAMENTE INCOMPLETAS, TORNANDO O AMBIENTE NORMATIVO INCERTO E PODENDO, POR CONSEQUÊNCIA, PREJUDICAR OS ACIONISTAS MINORITÁRIOS ALVO DAS OFERTAS.

3.2.4. Deficiências na operação de trespasse

De acordo com o mencionado na introdução desta tese, não se pode confundir a empresa ou estabelecimento com a sociedade ou o empresário que a titulariza. Essa distinção é importante já que o estabelecimento pode ser alienado independentemente da sociedade e afeta, de maneira diversa, os direitos e obrigações das partes envolvidas e de terceiros estranhos à relação.

Barreto Filho, em obra clássica, definiu o estabelecimento comercial como sendo o “complexo de bens, materiais e imateriais, que constituem o instrumento utilizado pelo comerciante para a exploração de determinada atividade mercantil” (BARRETO FILHO, 1969, p. 75).

A lei brasileira pouco trata desse assunto, tendo o Código Civil (2002) elencado as regras deste instituto em simples oito artigos, sendo que a Lei das S/A (BRASIL, 1976) nada menciona sobre alienação de estabelecimento comercial.

O artigo 1.142 do Código Civil (BRASIL, 2002) conceitua o estabelecimento como sendo “todo o complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário, ou por sociedade empresária”. Também reconhece o Código, através do artigo 1.143, que o estabelecimento pode ser objeto unitário de direitos e de negócios jurídicos, translativos ou constitutivos, que sejam compatíveis com a sua natureza, e, no artigo 1.144, que o estabelecimento pode ser objeto de alienação, usufruto ou arrendamento. Essa é justamente a operação conhecida por *trespasse* (BRASIL, 2002)⁴⁹.

Para que gere efeitos perante terceiros, o instrumento de alienação, usufruto ou arrendamento deve ser averbado no Registro Público de Empresas Mercantis e publicado na imprensa oficial.

Ainda neste particular, o Código Civil (BRASIL, 2002) criou certas regras para proteção de terceiros, as quais podem ser assim sintetizadas:

- (i) Se ao alienante não restarem bens suficientes para solver seu passivo, a eficácia da alienação dependerá do pagamento de todos os credores ou do consentimento deles;
- (ii) O adquirente do estabelecimento responde pelo pagamento dos débitos anteriores à transferência, desde que contabilizados⁵⁰, permanecendo solidário o devedor originário pelo prazo de um ano, quanto aos créditos vencidos, a partir da publicação, e, quanto aos outros, da data do vencimento;
- (iii) O adquirente, a não ser que diversamente estabelecido no contrato, sub-roga-se nos contratos para exploração do estabelecimento, se não tiverem caráter

⁴⁹ Sobre operações alternativas chamadas de *trespasse* para subsidiária ou *drop down*, cfr. TEPEDINO, 2006 e VERÇOSA & BARROS, 2002.

⁵⁰ A ressalva de contabilização dos débitos é importante e necessária pois, se assim não o fosse, o adquirente não teria (teoricamente) como saber a existência deles e, assim, a assunção de algo não conhecido seria certamente abusivo.

pessoal, podendo os terceiros, ainda, rescindirem os contratos, ressalvada em caso de justa causa a responsabilidade do alienante.

A assunção de obrigações do adquirente é considerável, já que não se limita a débitos e obrigações após a data da transação (como seria mais natural em uma operação societária comum), como também a “débitos anteriores à transferência, desde que regularmente contabilizados” (BRASIL, 2002, art. 1.146).

Passando para o campo tributário, o artigo 133 do CTN, duplicado no art. 197 do RIR (BRASIL, 2018)⁵¹, assim dispõe:

“A pessoa natural ou jurídica de direito privado que adquirir de outra, por qualquer título, fundo de comércio ou estabelecimento comercial, industrial ou profissional, e continuar a respectiva exploração, sob a mesma ou outra razão social ou sob firma ou nome individual, responde pelos tributos, relativos ao fundo ou estabelecimento adquirido, devidos até à data do ato:

I - integralmente, se o alienante cessar a exploração do comércio, indústria ou atividade;

II - subsidiariamente com o alienante, se este prosseguir na exploração ou iniciar dentro de seis meses a contar da data da alienação, nova atividade no mesmo ou em outro ramo de comércio, indústria ou profissão.

§ 1º O disposto no caput deste artigo não se aplica na hipótese de alienação judicial:

⁵¹ “A pessoa física ou jurídica que adquirir de outra, por qualquer título, fundo de comércio ou estabelecimento comercial, industrial ou profissional, e continuar a sua exploração, sob a mesma ou outra razão social, ou sob firma ou nome individual, responde pelo imposto sobre a renda, relativo ao fundo ou ao estabelecimento adquirido, devido até a data do ato:

I - integralmente, se o alienante cessar a exploração do comércio, da indústria ou da atividade; e

II - subsidiariamente com o alienante, se este prosseguir na exploração ou iniciar dentro de seis meses, contados da data da alienação, nova atividade no mesmo ou em outro ramo de comércio, indústria ou profissão.

§ 1º O disposto no **caput** não se aplica à hipótese de alienação judicial I - em processo de falência; e

II - de filial ou de unidade produtiva isolada, em processo de recuperação judicial.

§ 2º O disposto no § 1º não se aplica quando o adquirente for:

I - sócio:

a) da sociedade falida ou em recuperação judicial, ou

b) da sociedade controlada pelo devedor falido ou em recuperação judicial;

II - parente, em linha reta ou colateral até o quarto grau, consanguíneo ou afim, do devedor falido ou em recuperação judicial ou de qualquer de seus sócios; ou

III - identificado como agente do falido ou do devedor em recuperação judicial com o objetivo de fraudar a sucessão tributária.

§ 3º Em processo de falência, o produto da alienação judicial de empresa, filial ou unidade produtiva isolada permanecerá em conta de depósito à disposição do juízo de falência pelo prazo de um ano, contado da data da alienação, e somente poderá ser utilizado para o pagamento de créditos extraconcursais ou de créditos que preferem ao tributário” (BRASIL, 2018, art. 197).

- I – em processo de falência;
- II – de filial ou unidade produtiva isolada, em processo de recuperação judicial” (BRASIL, 1966, art. 133).

Com efeito, além de serem absolutamente exagerados os ônus aos adquirentes, é curiosa a abordagem da matéria em relação às recuperações judiciais e falência.

A lei 11.101 (BRASIL, 2005), que trata das recuperações judiciais e falência e foi reformada em 2020 pela Lei n. 14.112, reconhece a possibilidade da venda de empresas e do estabelecimento, mas protege o adquirente de assunções de dívidas, incluindo as trabalhistas e tributárias, nos termos mencionados e dos artigos 60 e 141 da referida lei⁵².

A questão é por que a mesma proteção não é conferida em trespases fora do âmbito das recuperações judiciais. O objetivo da lei recuperacional, com toda a razão, foi o de incentivar aquisições de estabelecimentos comerciais. Todavia, é notório que o sistema brasileiro não poderia conferir tratamentos distintos a adquirentes simplesmente pelo fato de o vendedor estar ou não inserido em uma recuperação judicial.

⁵² “Se o plano de recuperação judicial aprovado envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas do devedor, o juiz ordenará a sua realização, observado o disposto no art. 142 desta Lei. Parágrafo único. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, observado o disposto no § 1º do art. 141 desta Lei.

Na alienação conjunta ou separada de ativos, inclusive da empresa ou de suas filiais, promovida sob qualquer das modalidades de que trata este artigo:

I – todos os credores, observada a ordem de preferência definida no art. 83 desta Lei, sub-rogam-se no produto da realização do ativo;

II – o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho.

§ 1º O disposto no inciso II do **caput** deste artigo não se aplica quando o arrematante for:

I – sócio da sociedade falida, ou sociedade controlada pelo falido;

II – parente, em linha reta ou colateral até o 4º (quarto) grau, consanguíneo ou afim, do falido ou de sócio da sociedade falida; ou

III – identificado como agente do falido com o objetivo de fraudar a sucessão.

§ 2º Empregados do devedor contratados pelo arrematante serão admitidos mediante novos contratos de trabalho e o arrematante não responde por obrigações decorrentes do contrato anterior

§ 3º A alienação conjunta ou separada de ativos, inclusive da empresa ou de suas filiais, promovida sob qualquer das modalidades de que trata o art. 142” (BRASIL, 2005, art. 60, 141).

Não bastasse isso, esse tipo de operação pode ainda acarretar sérias injustiças, já que inexistem, nos artigos 1.142 a 1.149 no CC (BRASIL, 2002), qualquer menção sobre direito de preferência e respeito ao direito de reembolso dos quotistas dissidentes.

Essa injustiça é ainda mais evidenciada ao se comparar esse tipo de operação com uma alienação total de quotas de uma sociedade limitada. A cessão de quotas, como anteriormente mencionado, exige o consentimento de sócios e o respeito ao direito de preferência.

Por que não se conferir aos sócios o direito de preferência na compra do estabelecimento de uma sociedade que decida por maioria de votos e, contrariamente a tais sócios, aliená-lo a terceiros?

Também diversas matérias no âmbito da Lei das S/A (BRASIL, 1976) – ao serem aprovadas – permitem que os acionistas dissidentes exerçam seu direito de recesso mediante o reembolso de um justo valor pelas suas ações. Por que, para a fusão de uma sociedade com outra, é garantido ao sócio o direito de reembolso, mas não no caso do *trespasse*?

Assim, o *trespasse* pode gerar injustiças tanto do lado do adquirente (que se vê responsabilizado por obrigações inclusive anteriores à aquisição) quanto dos acionistas minoritários dissidentes (que não poderão exercer direitos de preferência e nem de recesso, pois inexistentes no âmbito legal).

Ainda há o fato de o artigo 1.147 do Código Civil (BRASIL, 2002) dispor que “não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente [...]”

Por que a lei deve interferir nas tratativas particulares entre os interessados? O princípio da intervenção mínima do estado na Economia é regra básica já disposta na Constituição Federal (BRASIL, 1988) e, recentemente, reforçada através da Lei 13.874 (BRASIL, 2019), a qual instituiu a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica.

Não há dúvidas, desse modo, que a transferência do estabelecimento comercial é muito mal abordada na legislação brasileira e a teoria da fusão de fato poderá servir de ajuda nesse sentido.

A sétima deficiência legislativa, assim, é a seguinte:

DEFICIÊNCIA 07: AS REGRAS SOBRE TRANSFERÊNCIA DE ESTABELECIMENTO COMERCIAL SÃO INCOMPLETAS E MAL ABORDADAS PELA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA, DESINCENTIVANDO UMA OPERAÇÃO RELEVANTE AOS EMPRESÁRIOS.

3.3. RESUMO DAS DEFICIÊNCIAS DA LEGISLAÇÃO PÁTRIA QUANTO ÀS OPERAÇÕES DE F & A

É possível traçar as principais deficiências da legislação pátria no tocante às operações de F&A da seguinte forma:

- DEFICIÊNCIA 01: Além de criarem um regime jurídico diferente e injusto às companhias fechadas, as normas para avaliação de empresas em operações de fusões e incorporações são obscuras e ineficientes.

- DEFICIÊNCIA 02: A Lei das S/A (BRASIL, 1976) é deficiente quanto ao valor das ações objeto do direito de recesso, pois estabelece critérios que podem, muitas vezes, ser prejudiciais aos acionistas dissidentes.
- DEFICIÊNCIA 03: É tímida a recepção da teoria da *failing firm defense* no Brasil e essa incerteza, aliada a certas falhas nos requisitos para aplicação, gera insegurança ao mercado.
- DEFICIÊNCIA 04: A lei societária não estabelece com clareza a responsabilidade das empresas envolvidas em uma cisão, tornando o ambiente instável e injusto.
- DEFICIÊNCIA 05: Em total descompasso com a realidade empresarial, as normas societárias não dão a devida importância ao conceito de *affectio societatis* em nítido prejuízo à maioria das sociedades brasileiras.
- DEFICIÊNCIA 06: As regras estabelecidas na legislação brasileira para OPA voluntárias concorrentes são absolutamente incompletas, tornando o ambiente normativo incerto e podendo, por consequência, prejudicar os acionistas minoritários alvo das ofertas.
- DEFICIÊNCIA 07: As regras sobre transferência de estabelecimento comercial são incompletas e mal abordadas pela legislação brasileira, desincentivando uma operação relevante aos empresários.

Como exposto, defende-se nesta tese que muitas das normas brasileiras são injustas.

Extrapolaria o objeto do trabalho a discussão sobre o conceito de justiça e sua evolução ao longo da história. De qualquer forma, ao se afirmar que uma norma é injusta significa que a norma é injusta dos pontos de vista social, jurídico e econômico.

Algumas normas do Direito norte-americano, aliadas a uma análise crítica-constructiva do nosso próprio sistema, poderão resolver tais deficiências, conforme abordado nos capítulos subsequentes.

4 PROPOSTAS DE MELHORIA INSPIRADAS NO DIREITO AMERICANO E NA ANÁLISE CRÍTICA-CONSTRUTIVA DO SISTEMA BRASILEIRO

A legislação, a jurisprudência e doutrina de alguns estados norte-americanos, incluindo Delaware, juntamente com a análise crítica-construtiva de normas do sistema nacional, servirão como inspiração para as propostas de melhoria às normas brasileiras.

É importante destacar que o Direito Empresarial americano, de notável reconhecimento mundial, não será a salvação ao Direito nacional. Aliás, nem poderia ser diferente. Todavia, Hage preceitua que:

A ideia é a de que informação sobre regras de sistemas estrangeiros nos dizem algo sobre a qualidade dessas regras e sobre a possibilidade e a vontade de adotar tais regras no próprio sistema jurídico. E, de fato, informação sobre como uma regra ou – mais provável – um conjunto de regras, funciona, e sob quais condições limítrofes, pode ser muito útil ao avaliar tais regras como possíveis candidatas ao próprio sistema jurídico (livre tradução)⁵³.

Há divergências, notadamente interessantes, sobre a questão de haver mais vantagens ou desvantagens no que se chama de “transplante legal” de uma jurisdição para outra⁵⁴.

A presente tese não tem por objetivo transplantar, *ipsis litteris*, a legislação americana ao sistema brasileiro, mas sim entender o cerne de algumas normas e decisões daquela jurisdição para que, juntamente com uma análise crítica-construtiva, possam-se propor mudanças à legislação nacional, respeitando as particularidades sociais, econômicas e culturais do Brasil.

Alan Watson ponderou, ao responder as provocações de Pierre LeGrand (1997)⁵⁵:

[...] empréstimos massivos e bem-sucedidos são comuns no Direito. [...] empréstimos geralmente são o principal fator na mudança jurídica. Eu igualaria

⁵³ “The idea is that information about rules in foreign systems tell us something about the quality of these rules and about the possibility and the desirability of adopting these rules in one’s own legal system. And indeed, information about how a rule, or – more probable – a set of rules, works and under which boundary conditions, can be very helpful in evaluating these rules as possible candidates for the own legal system” (HAGE, 2011).

⁵⁴ Cfr. WAKSMAN, 2017.

⁵⁵ Cfr. LEGRAND, 1997 e cfr. texto inicial de WATSON, 1993.

empréstimo jurídico à noção de transplantes legais. Acho difícil imaginar que alguém negue que o empréstimo jurídico seja de enorme importância no desenvolvimento jurídico. [...] os transplantes legais são inevitáveis. Desde o Império Romano tardio, eles vêm sendo um fator importante, se não o principal, na mudança jurídica no mundo ocidental. [...] Os transplantes legais estão vivos e bem como nos tempos de Hammurabi (tradução livre)⁵⁶.

Além do mais, é importante contestar, ainda, argumentos de que os sistemas de *common law* e *civil law* não poderiam interagir devido às diferenças de origem e aplicabilidade.

Nesse sentido, Sztajn e Gorga esclarecem:

“Por outro lado, verificamos que, na prática, existe uma crescente convergência entre as tradições de direito consuetudinário e as de direito romano-germânico, a qual possibilita uma adaptação *funcional* dos institutos originários de uma tradição em outra. Essa tendência é guiada por uma necessidade de adaptação do aparato normativo perante a complexidade dos fenômenos sociais e busca proporcionar aumento de eficiência, através do ‘empréstimo’ dos mecanismos promotores de eficiência de outro sistema (com os custos dele decorrentes). Assim, por exemplo, a tradição de direito consuetudinário vem crescentemente passando por um processo de codificação e de criação de leis, ingressando numa ‘age of statutes’, enquanto os precedentes judiciais têm ganhado força vinculante nos ordenamentos de tradição de direito romano-germânico [...]” (SZTAJN & GORGA, 2005, p. 149).

Descartado qualquer preconceito na utilização de regras de outros sistemas jurídicos para o aprimoramento das regras nacionais, é importante esclarecer que, diferentemente do Brasil, a matéria de fusões e aquisições, e outras matérias corporativas correlatas, estão dispostas nos EUA também em legislação estadual e não exclusivamente em normas federais.

Há leis federais norte-americanas importantes para o arcabouço legislativo das fusões e aquisições, em especial o Model Business Corporation Act, o Securities Act de 1933 e o Securities Exchange Act de 1934, mas aos estados é permitida a criação de leis societárias específicas. Em Delaware, a lei estadual corporativa é conhecida como Delaware General Corporation Law – DGCL.

⁵⁶ “[...] massive successful borrowing is commonplace in law. [...] borrowing is usually the major factor in legal change. Legal borrowing I would equate with the notion of legal transplants. I find it difficult to imagine that anyone would deny that legal borrowing is of enormous importance in legal development. [...] legal transplants are inevitable. Since the later Roman Empire they have been a major, if not always the main, factor in legal change in the western world. [...] Legal transplants are alive and well as they are in the time of Hammurabi” (WATSON, 2000).

Sobre a relação entre as leis societárias estaduais e federais nos EUA, são úteis as explicações de Klaus Hopt:

O sistema americano é caracterizado *inter alia* pela coexistência e interligação do direito societário, que permaneceu no domínio dos estados, e pela regulamentação federal sobre valores mobiliários. Alguns sugerem que a divisão entre essas duas áreas do direito possa ser assim justificada: embora as sociedades sejam constituídas em um estado específico, dependendo da atratividade da lei societária local, e permaneçam sujeitas à lei daquele estado sob a regra do conflito de leis americana, os mercados de valores mobiliários exigem uma regulamentação que ultrapasse as fronteiras do estado. No entanto, esta é apenas uma explicação parcial. Outra é que a lei federal reagiu e, em uma espécie de concorrência vertical, já está pronta para responder mais rapidamente às necessidades agudas e públicas da proteção dos investidores. É provável que a fronteira entre a lei societária dos Estados Unidos e a regulamentação de valores mobiliários tivesse se desenvolvido de maneira diferente se não houvesse uma divisão federal-estadual. O fato é que a legislação societária e a regulamentação de valores mobiliários não apenas se complementam de forma que são, pelo menos em parte, funcionalmente intercambiáveis, mas mesmo em termos legais há muito em comum, semelhança de conceitos e pontos de contato entre eles. Isto também deve ser levado em consideração quando se olha para o direito societário comparado (tradução livre)⁵⁷.

No Brasil, apenas de forma argumentativa, já que o atual ordenamento jurídico constitucional não permitiria isso, seria catastrófico autorizar que os estados tivessem liberdade para criar suas próprias leis societárias. É missão difícil criar uma certa jurisprudência em matéria comercial e societária com leis federais, então é inimaginável a uniformização da jurisprudência se cada estado tivesse sua particularidade legal. Definitivamente, essa primeira diferença em termos de abordagem legislativa *não* precisaria ser importada ao Brasil.

⁵⁷ “The American system is characterized *inter alia* by the coexistence and interlinking of company law, which remained within the domain of the states, and federal securities regulation. Some have suggested that the division between these two areas of law can be rationalized on the following basis. While companies are created in a specific state depending on the attractiveness of its company law, and remain subject to the law of that state under the American conflict of laws rule, securities markets require regulation which stretches beyond state boundaries. Yet this is only a partial explanation. Another is that federal law reacted and in a sort of vertical competition is still ready to react more quickly to the acute and publicly felt needs of investor protection. It is probable that the boundary between United States company law and securities regulation would have developed differently had there been no federal-state division. The fact remains that company law and securities regulation not only complement each other so that they are, at least in part, functionally interchangeable, but even in legal terms there is much common ground, similarity of concepts, and points of contact between them. This must also be taken into consideration when looking at comparative company law” (HOPT, 2006, p. 1179).

Também é relevante ressaltar que o DGCL (STATE OF DELAWARE, 2020b), em seu artigo 251, conceitua a operação de fusão de forma diferente do conceito utilizado no Brasil.

A característica básica da fusão brasileira é a extinção das sociedades com a criação de uma nova sociedade. Já na fusão, ou *merger*, baseada na lei de Delaware, não há extinção de sociedades, mas sim sobrevivência de uma delas. A criação de uma nova sociedade é típica de operações de consolidações, ou *consolidations*, e não de fusões:

Fusão ou consolidação de empresas domésticas

(a) Quaisquer duas ou mais companhias deste Estado podem se fundir em uma única corporação sobrevivente, que pode ser qualquer uma das corporações constituintes ou podem se consolidar em uma nova companhia resultante formada pela consolidação, nos termos de um acordo de fusão ou consolidação; conforme o caso, observado e aprovado segundo esta seção (tradução livre)⁵⁸.

Nota-se uma nítida diferença conceitual entre o Direito Brasileiro e o dos EUA. A fusão brasileira assemelha-se à incorporação de empresas americana, enquanto a incorporação de empresas brasileira à fusão americana. A diferença reside no fato de que a criação de uma nova sociedade, segundo as leis de Delaware, ocorre na *consolidation* (consolidação) e não na *merger* (fusão).

Isso não afeta, todavia, o estudo de tais normas e, nesse caso, observa-se que o aproveitamento de certas regras utilizadas nos EUA, juntamente com casos emblemáticos e doutrinas selecionadas, poderiam ser úteis para a correção de algumas das deficiências elencadas neste trabalho.

⁵⁸ “Merger or consolidation of domestic corporations

(a) Any 2 or more corporations of this State may merge into a single surviving corporation, which may be any of 1 of constituent corporations or may consolidate into a new resulting corporation formed by the consolidation, pursuant to an agreement of merger or consolidation, as the case may be, complying and approved in accordance with this section” (STATE OF DELAWARE, 2020b, §251).

4.1. SISTEMÁTICA LIBERAL PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E PARA O VALOR DO REEMBOLSO

Conforme se observou anteriormente, as duas deficiências jurídicas relativas aos critérios de avaliação de empresas e do valor do reembolso são:

- DEFICIÊNCIA 01: Além de criarem um regime jurídico diferente e injusto às companhias fechadas, as normas para avaliação de empresas em operações de fusões e incorporações são obscuras e ineficientes.
- DEFICIÊNCIA 02: A Lei das S/A (BRASIL, 1976) é deficiente quanto ao valor das ações objeto do direito de recesso, pois estabelece critérios que podem, muitas vezes, ser prejudiciais aos acionistas dissidentes.

O sistema americano pode servir de inspiração para melhorias nesse sentido. Muito embora os desenhos societários nos EUA sejam diferentes das estruturas brasileiras, o clássico caso *Weinberger vs. UOP, Inc.* (SUPREME COURT OF DELAWARE, 1983) aliado à redação de um dos artigos da Lei Corporativa de Delaware podem inspirar mudanças tanto no que tange ao justo valor das ações em caso de reembolso, quanto no que se refere à avaliação de empresas em operações de fusões.

Duas empresas americanas, na década de setenta, Signal e UOP, realizaram uma operação societária em que uma das subsidiárias da Signal foi vendida à UOP. Anos mais tarde, ambas empresas voltaram a negociar, desta vez em relação a uma “cash out merger” entre elas, pela qual as ações remanescentes da UOP seriam vendidas à Signal. A operação foi submetida à votação assemblear em que a maioria dos acionistas aprovou a operação.

William B. Weinberger, antigo acionista da UOP, ajuizou ação judicial contra as empresas contestando a operação. O autor perdeu o processo em primeira instância, mas, em segundo grau, concluiu-se que a votação dos acionistas minoritários não teria sido bem informada, pois dados relevantes, necessários para familiarizar esses acionistas sobre as posições de barganha da Signal e da UOP, foram omitidos e essas circunstâncias configurariam uma violação ao dever fiduciário. Além disso, definiu a corte que, em tais

casos, o direito ao recesso seria a solução mais apropriada e somente não o seria em casos envolvendo fraude, deturpação, conflito de interesses, desperdício de ativos e erros grosseiros⁵⁹.

De forma ainda mais relevante, a corte inovou ao adotar um posicionamento mais liberal em relação ao método de avaliação do valor das ações para os dissidentes, abandonando o método até então utilizado, o qual era baseado em atribuir diferentes pesos para critérios definidos como ativos, valor de mercado e receita, conhecido como “Delaware Block”, empregado há décadas:

Acreditamos que uma abordagem mais liberal deva incluir provas de valor por quaisquer técnicas ou métodos que sejam geralmente aceitos na comunidade financeira e de outra forma admissíveis no tribunal, sujeita apenas à nossa interpretação do 8 Del.C. § 262 (h), *infra* (tradução livre)⁶⁰.

[...]

O conceito básico do valor baseado nas normas de recesso é que o acionista tem o direito de ser pago por aquilo que foi retirado dele, a saber, seu interesse proporcional em um certo problema. Por valor de interesse proporcional do acionista na empresa entende-se o valor verdadeiro ou intrínseco de suas ações, que foi tomado pela fusão. Ao determinar que figura representaria este valor verdadeiro ou intrínseco, *o avaliador e os tribunais devem levar em consideração todos os fatores e elementos que possam razoavelmente entrar na fixação do valor*. Assim, o valor de mercado, o valor do ativo, os dividendos, as perspectivas de ganhos, a natureza da empresa e quaisquer outros fatos conhecidos ou que pudessem ser apurados a partir da data da operação e que lancem alguma luz sobre as perspectivas futuras da empresa incorporada não apenas são pertinentes para se chegar ao valor para os dissidentes, mas devem ser considerados pelo ente que fixa o valor (tradução livre)⁶¹.

A grande importância da decisão centra-se na possibilidade de ampliar as formas de avaliação da empresa para fins de reembolso. Nesse sentido, segundo Wertheimer:

[...] o tribunal em *Weinberger* fez três coisas. Primeiro, eliminou a capacidade dos acionistas de impugnar uma fusão com base no fato de que ela não teria sido

⁵⁹ Cfr. HILL; QUINN and SOLOMON, 2019.

⁶⁰ “We believe that a more liberal approach must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible in court, subject only to our interpretation of 8 Del.C. § 262(h), *infra*” (SUPREME COURT OF DELAWARE, 1983).

⁶¹ “The basic concept of value under the appraisal statute is that the stockholder is entitled to be paid for that which has been taken from him, viz., his proportionate interest in a going concern. By value of the stockholder's proportionate interest in the corporate enterprise is meant the true or intrinsic value of his stock which has been taken by the merger. In determining what figure represents this true or intrinsic value, the appraiser and the courts must take into consideration all factors and elements which reasonably might enter into the fixing of value. Thus, market value, asset value, dividends, earning prospects, the nature of the enterprise and any other facts which were known or which could be ascertained as of the date of merger and which throw any light on future prospects of the merged corporation are not only pertinent to an inquiry as to the value of the dissenting stockholders' interest, but must be considered by the agency fixing the value” (SUPREME COURT OF DELAWARE, 1983).

realizada para um propósito comercial válido. Em segundo lugar, o tribunal definiu que o direito de recesso deveria geralmente ser o remédio exclusivo disponível a um acionista que se opusesse a uma fusão. Por fim, e talvez o mais importante, para tornar esse agora exclusivo direito de recesso viável e justo, o tribunal abandonou o inflexível método do “bloco de Delaware” como meio exclusivo de estabelecer o valor justo. Em vez disso, os tribunais foram orientados a adotar uma “abordagem mais liberal [que] deve incluir prova de valor por quaisquer técnicas ou métodos geralmente considerados aceitáveis na comunidade financeira e de outra forma admissíveis no tribunal” (tradução livre)⁶².

Por sua vez, Hobart explica que:

Desde 1977, os tribunais de Delaware vêm examinando as incorporações “freezeout” sob o requisito de propósito comercial estabelecido em *Singer* contra *Magnavox Co.*. Ao anular o teste de propósito comercial em *Singer*, o tribunal em *Weinberger* melhorou o tratamento aos acionistas minoritários e facilitou a estruturação de futuras incorporações “freezeout”. Os tribunais de Delaware podem agora se concentrar na própria operação de incorporação para determinar se os acionistas minoritários foram tratados de forma justa. Embora aos acionistas minoritários seja relegado o direito de recesso quando a única questão em disputa é a adequação do valor da fusão, o tribunal em *Weinberger* aprimorou os procedimentos de avaliação para garantir que os acionistas minoritários recebam o valor justo por suas ações (tradução livre)⁶³.

Com efeito, a matéria vem disciplinada no artigo 262, denominado “Appraisal rights”, inciso H, do DGCL (2020):

Art. 262, (h): Depois que o Tribunal determinar que os acionistas tenham o direito ao recesso, o procedimento de avaliação deverá ser conduzido de acordo com as regras do Tribunal de Chancelaria, incluindo quaisquer regras que especificamente regem os procedimentos de avaliação. Através desse processo, o Tribunal determinará o valor justo das ações excluindo qualquer elemento de valor decorrente do cumprimento ou expectativa da fusão ou consolidação, juntamente com os juros, se houver, a serem pagos no montante determinado

⁶² “[...]the court in *Weinberger* did three things. First, it eliminated the ability of shareholders to challenge a merger on the ground that it was not undertaken for a valid business purpose. Second, the court stated that the appraisal remedy should ordinarily be the exclusive remedy available to a shareholder objecting to a merger. Finally, and perhaps most importantly, in order to make this now generally exclusive appraisal remedy workable and fair, the court abandoned the inflexible ‘Delaware block’ method of valuation as the exclusive means of establishing fair value. Instead, courts were directed to take a ‘more liberal approach [that] must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible in court’” (WERTHEIMER, 1998, p. 616-617).

⁶³ “Since 1977, Delaware courts had been examining freezeout mergers under the business purpose requirement announced in *Singer v. Magnavox Co.*. By overruling the *Singer* business purpose test, the *Weinberger* court improved minority shareholder treatment and facilitated the structuring of future freezeout mergers. Delaware courts now can focus on the merger transaction itself to determine whether the minority shareholders were treated fairly. Although minority shareholders will be relegated to the appraisal remedy when the only issue in dispute is the adequacy of the merger price, the *Weinberger* court improved the appraisal proceedings in order to ensure that minority shareholders receive fair value for their stock” (HOBART, 1984, p. 722).

como sendo o valor justo. Ao determinar esse valor justo, o Tribunal levará em conta todos os fatores relevantes (tradução livre)⁶⁴.

Há uma grande diferença entre o disposto no art. 262, H, da lei Corporativa de Delaware, a qual defende a liberdade na avaliação, e o parágrafo primeiro do artigo 45 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) que, como citado, estipula critérios fixos para o método de avaliação.

Com base no sistema americano, já poderia acontecer também no Brasil uma abordagem mais liberal em relação ao justo valor do reembolso aos acionistas dissidentes? Aplicando o mesmo raciocínio, não seria o caso de aproveitar essa sistemática liberal também para casos de avaliação de empresas objeto de fusões? Considerando essas afirmações, há quatro argumentos que demonstram sua validação.

O primeiro argumento é que, como já abordado, há uma nítida incoerência na lei que deve ser urgentemente corrigida. No que tange à avaliação das empresas, para companhias fechadas, utiliza-se o piso do art. 226 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) e, quando envolverem empresas sob o mesmo controle, devem elas seguir o critério de avaliação a preços de mercado. Com relação às companhias abertas, nas operações em que pelo menos um dos participantes se enquadre na categoria A, o critério de preços de mercado é uma opção, havendo plena liberdade para a utilização de outros critérios. Se envolverem controladas, as companhias abertas também têm liberdade na avaliação, devendo seguir alguns critérios que garantam que a operação seja informada e comutativa.

O sistema é incoerente, já que acaba penalizando as companhias fechadas e, no que se refere ao valor do reembolso, o art. 45 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) estabelece critérios sem definição clara. Ainda cria regimes distintos se a matéria estiver ou não disposta no estatuto social. O art. 264 da mesma lei, apesar de bem-intencionado, também engessou o acionista com critérios preestabelecidos que podem ou não ser válidos, de acordo com o tipo da empresa avaliada.

⁶⁴ “After the Court determines the stockholders entitled to an appraisal, the appraisal proceeding shall be conducted in accordance with the rules of the Court of Chancery, including any rules specifically governing appraisal proceedings. Through such proceeding the Court shall determine the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, together with interest, if any, to be paid upon the amount determined to be the fair value. In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors” (DGCL, 2020b, art. 262 h).

O atual sistema estabelece regras distintas a depender de a matéria estar ou não prevista em estatuto, passando a impressão de que, sob a ótica do acionista minoritário, seria melhor não ser sócio de uma sociedade que tenha essa matéria expressamente estabelecida em estatuto.

Destaca-se ainda que a lei faz menção ao valor econômico da empresa sem, no entanto, defini-lo, ocasionando divergências quanto ao seu real significado e, conseqüentemente, insegurança aos acionistas.

O segundo argumento é que a própria jurisprudência nacional começa a dar sinais de fadiga do sistema.

Com efeito, o Superior Tribunal de Justiça, através da sua Terceira Turma (STJ, 2017a), decidiu um caso envolvendo o critério de cálculo no caso de reembolso de ações em uma operação de incorporação, em especial em relação à possibilidade de não se utilizar o patrimônio líquido contábil, mas sim o valor justo de mercado. Nesse caso, foram preparados diversos laudos de avaliação, sendo utilizado, para fins de substituição de ações, o valor justo de mercado e, para fins de reembolso, o critério do patrimônio líquido contábil.

O tribunal de origem determinou que se utilizasse o valor justo de mercado também para fins de reembolso por representar aquele mais próximo do real, sem que isso fosse uma violação ao art. 45, § 1.º, da Lei das S/A (BRASIL, 1976), em especial por “ausência de disposição estatutória acerca do tema” e respeito ao princípio da boa-fé objetiva. Sustentou o STJ, ao manter a aludida decisão, que:

“o legislador, ao eger um critério para fixar um patamar mínimo de valor de reembolso, por certo não desconsiderou a existência de um sem número de situações em que esse critério mínimo se mostre inadequado para fins de aferição do valor das ações e seja imperiosa a eleição de critério distinto, mais vantajoso, sob pena de aviltar os direitos dos acionistas minoritários” (STJ, 2017a).

A realidade vem demonstrando, dessa forma, que algumas amarras da lei, apesar de bem-intencionadas, acabam por desproteger os acionistas que a própria lei teve a intenção de proteger.

O terceiro argumento é que a incorporação de um sistema mais liberal para o valor do reembolso em qualquer companhia e para a avaliação de companhias fechadas não seria nenhuma revolução já que o legislador brasileiro (i) tem conhecimento da importância de outros critérios de avaliação; e (ii) já permite para companhias abertas critérios livres de avaliação.

De fato, no decurso da lei das S/A (BRASIL, 1976), especialmente no § 4., do art. 4.º incluso em 2001, sobre as ofertas públicas de aquisição de ações em caso de cancelamento de registro de companhia aberta, o legislador citou “preço de mercado”, “fluxo de caixa descontado”, “comparação por múltiplos”, “cotação das ações” ou “outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários”.

Igualmente, a própria instrução normativa CVM 565 (2015), em seu art. 8., § 3º, determina que a Comissão “pode autorizar, caso a caso e desde que os pedidos sejam devidamente justificados, outros critérios para elaboração dos laudos de avaliação exigidos para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976”.

Ora, se a legislação já reconhece diversos critérios de avaliação – e sua importância para a segurança do mercado – deveria haver uma alteração no art. 45 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) o qual continua se prendendo a critérios definidos para fins do valor do reembolso e nos art. 226 e 264 que engessam as companhias fechadas em relação à avaliação dos seus patrimônios.

O quarto argumento é que não se mostra eficiente, no longo prazo, estabelecer formas de avaliação predefinidas na lei, ainda que tenha sido para um suposto benefício aos acionistas, pois critérios que atualmente sejam coerentes podem se tornar defasados em poucos anos. Alterações legislativas podem demorar a se concretizar e, com isso, um conceito até então atual pode tornar-se sem resposta efetiva do poder legislativo.

Ademais, a economia, as finanças e a administração de empresas caminham em um ritmo mais rápido do que o Direito, fazendo-se ainda mais necessária a flexibilização da matéria na legislação societária. Assim, não seria a melhor técnica especificar na legislação um critério de avaliação fixo.

Crêterios previamente definidos como “patrimônio líquido a preços de mercado”, “valor econômico” ou “fluxo de caixa descontado” não podem ser utilizados de forma genérica para qualquer sociedade. Para algumas, o critério do fluxo de caixa descontado pode ser mais vantajoso do que o critério de múltiplos de EBITDA e, com frequência, notam-se divergências significativas de valores para uma mesma empresa avaliada por diferentes critérios.

Além disso, não se pode garantir que outros e mais modernos métodos de avaliação surjam com o passar dos anos, por isso é desnecessário e arriscado definir um determinado critério para todas as empresas.

Não se está defendendo um critério em detrimento do outro. O ponto de crítica é o estabelecimento de preceitos fixos, sem a possibilidade de flexibilização na escolha de um critério que talvez possa ser mais adequado para um caso específico.

É interessante notar, inclusive, um desafio ainda maior de precificar empresas após a crise da Covid-19:

“[...] a pandemia vem alterando a forma como as pessoas consomem bens e utilizam serviços oferecidos no mercado e, a persistir essa situação, isso *poderá* impactar no *valuation* de empresas objeto de operações de M&A, especialmente no tocante ao aviamento ou *goodwill* objetivo.

Atualmente, as pessoas, caso não queiram ou não possam, não precisam se deslocar fisicamente a um restaurante, a um cinema ou a uma loja para obterem os mesmos produtos e serviços que antes somente poderiam ser obtidos através de deslocamentos físicos.

Essa ‘comodidade’ toda vem chamando atenção pois traz à tona, além de alguns aspectos negativos do ponto de vista psicológico comportamental, um outro ponto (positivo ou negativo, não vem ao caso) no tocante à avaliação do que chamamos de *goodwill* objetivo.

Dito com outras palavras, a localização dos estabelecimentos, a clientela que   atraída também em função disso e todas as facilidades e benefícios inerentes e conquistados no âmbito da criação do ponto comercial continuarão a ter a importância que sempre tiveram se a aquisição de bens/serviços, e o respectivo consumo, passassem a ser nas residências dos compradores e não mais nos locais físicos dos vendedores?

Com efeito, quanto vale o *goodwill* objetivo de um restaurante que migrou totalmente para o sistema *delivery* ou *take-out*? Se o consumidor não precisa ir mais até uma loja para adquirir um produto, quanto passaria a valer uma loja num luxuoso shopping center?” (DIB, 2020).

Com base no exposto, as propostas de melhoria para corrigir as deficiências jurídicas das normas brasileiras quanto à avaliação de empresas e ao valor das ações objeto do direito de recesso para companhias fechadas ou abertas são:

- ❖ Em operações de fusão, incorporação e cisão, entre controladas ou não, as sociedades estariam livres para adotar o critério de avaliação que considerarem corretos, sendo os seus controladores responsáveis, logicamente, em caso de má-fé ou violação dos deveres já conhecidos e estabelecidos na lei.
- ❖ Acionistas detentores, individualmente ou em conjunto, de mais de 5% do capital social, que se sentissem prejudicados pela avaliação poderiam pedir a reavaliação da sociedade por qualquer outro método que não o utilizado pelos controladores. Os acionistas prejudicados poderiam, inclusive, solicitar a adoção de mais de um critério de avaliação.
 - a. É importante esclarecer que o mero direito ao reembolso não seria suficiente e não poderia ser a única ferramenta disponível ao minoritário pois, em alguns casos, os acionistas minoritários pretendem permanecer na companhia, apenas solicitando que a relação de troca entre as ações seja mais vantajosa.
 - b. O piso de 5% é subjetivo e suscitará questionamentos sobre por que não se atribuir um piso menor ou maior. Tal porcentagem representa um número expressivo de importância, seja em mercados ainda não totalmente pulverizados, como o brasileiro, seja em mercados já pulverizados.
- ❖ Havendo divergência no valor de avaliação em mais de 10%, a legislação deveria dar preferência sempre ao maior valor. Não seria coerente que, diante de duas avaliações profissionais e independentes, sendo uma delas com valor maior do que a outra, optasse a lei pela de menor valor.
 - a. É verdade que avaliações em menos de 10% do laudo original não deveriam ser desprezadas, pois podem ter um relevo econômico importante, a

dependem de cada acionista. Não obstante, é importante estabelecer um percentual específico para que o procedimento de disputa entre avaliações não seja iniciado se a expectativa de avaliação não for acima de 10%. Além de se evitarem oportunismos para conturbar o processo, a disputa de avaliações – se iniciada – seria vista de forma mais séria e profissional pelo mercado.

- ❖ Com relação a custos, o grupo de acionistas que solicitasse um laudo adicional de avaliação deveria arcar com os custos relativos desde que esse definisse uma avaliação igual ou inferior a 10% em relação ao laudo disputado. As ações de tais acionistas seriam dadas em garantia para cobrir os custos em caso de não pagamento. Na eventualidade de o laudo concluir por um valor superior ao laudo original, a sociedade arcaria com os custos correspondentes e as ações dadas em garantia seriam liberadas.
 - a. A imputação dos custos aos acionistas poderá restringir ou inibir a solicitação de novos laudos de avaliação. Todavia, sabendo-se que arcarão com os custos em caso de avaliações iguais ou inferiores a 10%, também se evitarão oportunismos e pedidos descabidos de acionistas minoritários.
- ❖ Sistemática idêntica se aplicaria ao valor das ações objeto do reembolso, independentemente se envolvesse empresas com controle entre si ou não, e com matéria estabelecida ou não em estatuto. Assim, não concordando com o valor de reembolso ofertado, poderiam os acionistas dissidentes seguir o mesmo procedimento anterior, no que tange à avaliação de empresas.

Essas propostas delineadas poderiam impedir as armadilhas que as atuais normas criaram aos acionistas de certas operações societárias porque, ao liberar a avaliação com base em qualquer critério e levando-se em consideração qualquer fator, não há o risco de uma empresa ficar amarrada a um critério que não se coadune com as suas peculiaridades operacionais.

Tais sugestões permitiriam ainda que as sociedades fossem avaliadas por critérios distintos e não estanques, o que, certamente, evitaria oportunismos de acionistas controladores e permitiria aos acionistas tomarem decisões mais embasadas.

Desse modo, as propostas confeririam um tom contemporâneo à legislação nacional pois, conforme mencionado, critérios hoje aceitos podem tornar-se obsoletos com o tempo.

Assim, ao não se estabelecer critério fixo algum e permitir a utilização de qualquer fator de avaliação, não há perigo de a legislação tornar-se ultrapassada caso, no futuro, outros métodos de avaliação sejam criados e/ou os atuais métodos reformulados.

4.2. READEQUAÇÃO DOS REQUISITOS DA TEORIA DA *FAILING FIRM DEFENSE*

A deficiência a ser abordada neste subcapítulo é a n.º 03: É tímida a recepção da teoria da *failing firm defense* no Brasil e essa incerteza, aliada a certas falhas nos requisitos para aplicação, gera insegurança ao mercado.

Antes de analisá-la, faz-se necessário percorrer o contexto em que estão inseridas as empresas brasileiras no âmbito recuperacional e falimentar.

A Lei 11.101 (BRASIL, 2005), que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária no Brasil e foi atualizada em 2020, apresenta alguns traços bastante liberais e flexíveis em relação às alternativas para a manutenção da fonte produtiva e, por consequência, dos empregos e do bem-estar social.

Nesse sentido, segundo o art. 47 (BRASIL, 2005), o objetivo da recuperação judicial é viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

O artigo 50 da mesma lei (BRASIL, 2005) elenca várias formas para a recuperação judicial, por meio de exemplos como concessões de prazos especiais, modalidades de operações societárias, trespasse, constituição de sociedades com propósitos específicos, conversão de dívida em capital social e até mesmo redução salarial.

Igualmente, a fim de incentivar a recuperação empresarial, o artigo 60, § único (BRASIL, 2005), inova na questão de responsabilidades ao asseverar que – na hipótese de o plano de recuperação judicial envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas – o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive nas de natureza tributária.

Constata-se que a lei, incluindo as recentes alterações, caracteriza todo o procedimento de forma flexível e com o objetivo, declarado, de liberar as ferramentas disponíveis para se evitar uma falência. Assim, a lei é pró-recuperação e não pró-falência. O objetivo está correto, o problema é como ele é perseguido, indistintamente e sem parcimônia para toda e qualquer situação de crise empresarial.

Com efeito, o debate é saber até que ponto essa flexibilidade poderia prejudicar a sociedade civil como um todo ao permitir, muitas vezes, a perpetuação desnecessária de uma companhia decadente, quando o melhor caminho, por mais drástico que pareça, seja a falência. De uma forma mais provocativa, a pergunta a ser respondida é a seguinte: a falência de qualquer empresa seria algo tão maléfico a ponto de ser evitado a qualquer custo?

A discussão torna-se ainda mais interessante ao se analisar a teoria da empresa insolvente (“failing firm defense”), admitida em alguns países como os EUA e timidamente reconhecida no Brasil.

Segundo tal teoria, uma operação com efeitos concorrenciais danosos (ainda que mínimos ou teóricos) poderia ser aprovada pelos órgãos de defesa da concorrência com o objetivo de se evitar um mal tido como maior, o qual seria a saída dessa empresa do mercado. Dessa maneira, entre a saída da empresa do mercado e os eventuais danos concorrenciais, estes seriam a melhor opção.

A teoria teve sua origem na jurisprudência norte americana e o primeiro julgado data de 1930, nos EUA, através do caso *International Shoe Co. vs. Federal Trade Commission* (US SUPREME COURT, 1930). Nesse caso, duas empresas fabricantes de calçados pactuaram uma operação de compra e venda de participação societária de uma pela outra, com supostos efeitos concorrenciais. A operação foi rejeitada pela Comissão Federal do Comércio (*Federal Trade Commission*) e o caso foi conduzido ao Poder Judiciário. Em primeira instância, a decisão da comissão foi confirmada, porém foi revertida no tribunal, por maioria de votos, e a operação permitida.

Sustentou a corte, na ocasião, que não haveria concorrência direta entre uma empresa e a outra, mas o que mais se destacou foi a origem da teoria da empresa insolvente:

Tendo em vista o caso assim debatido de uma empresa com recursos tão escassos e a probabilidade de reabilitação tão remota que enfrenta uma grave probabilidade de fracasso nos negócios com perdas aos acionistas e danos às comunidades onde as plantas são operadas, entendemos que a compra da participação societária por um concorrente (em não havendo outro comprador potencial), sem o objetivo de diminuir a competição, mas de facilitar os negócios acumulados do comprador e com o efeito de mitigar consequências seriamente danosas de outra forma prováveis, não é, sob a lei, prejudicial ao público e não diminui sensivelmente a concorrência ou restringe o comércio dentro da intenção do Clayton Act (tradução livre)⁶⁵.

Assim, a decisão possibilitou uma interpretação alternativa ao ainda em vigor Clayton Act, de 1914, o qual é rígido ao estabelecer as penalidades àqueles que restrinjam o comércio nos EUA:

Seção 3: (a) Todo contrato, combinação em forma de fidúcia ou de outra natureza, ou conspiração, em restrição de trocas ou comércio em qualquer Território dos Estados Unidos ou do Distrito de Columbia [...] é declarado ilegal. Toda pessoa que celebrar tal contrato ou se envolver em uma combinação ou conspiração desse tipo será considerada culpada de um crime e, em sendo condenada, será punida [...]

(b) Toda pessoa que monopolizar, ou tentar monopolizar, ou combinar ou conspirar com qualquer outra pessoa ou pessoas, monopolizar qualquer parte de trocas ou do comércio em qualquer Território dos Estados Unidos ou do Distrito

⁶⁵ “[...] In the light of the case thus disclosed of a corporation with resources so depleted and the prospect of rehabilitation so remote that it faced the grave probability of a business failure with resulting loss to its stockholders and injury to the communities where its plants were operated, we hold that the purchase of its capital stock by a competitor (there being no other prospective purchaser), not with a purpose to lessen competition, but to facilitate the accumulated business of the purchaser and with the effect of mitigating seriously injurious consequences otherwise probable, is not in contemplation of law prejudicial to the public and does not substantially lessen competition or restrain commerce within the intent of the Clayton Act [...]” (US SUPREME COURT, 1930, p. 593).

de Columbia [...] será considerada culpada de um crime e, em sendo condenada, será punida com multa [] ou com prisão [...] ou por ambas as referidas punições, a critério da corte (tradução livre)⁶⁶.

Décadas mais tarde, o Departamento de Justiça dos Estados Unidos (US Department of Justice) e a Comissão Federal de Comércio publicaram o guia de fusões horizontais e assim explicaram a aplicação e o alcance da teoria:

[...] não é provável que uma fusão aumente o poder de mercado se uma insolvência iminente, como definida abaixo, de uma das empresas fusionadas puder fazer com que os ativos dessa empresa sejam extintos do mercado relevante. Isso é um caso extremo em circunstâncias gerais nas quais a importância competitiva de uma das empresas fusionadas esteja declinando: a participação de mercado projetada e a importância da empresa incorporada é zero. Se os ativos relevantes forem extintos de qualquer forma do mercado, os consumidores não estarão piores após a fusão do que estariam caso a fusão fosse proibida. As agências geralmente não dão crédito à alegação de que os ativos da empresa insolvente sairiam do mercado relevante a não ser que todas as circunstâncias sejam atendidas:

- (1) a suposta empresa insolvente seria incapaz de cumprir com suas obrigações financeiras no futuro próximo;
- (2) não seria possível uma reorganização com sucesso baseada no Capítulo 11 da Lei de Falências; e
- (3) foram feitas tentativas de boa-fé sem sucesso para razoavelmente provocar [o aparecimento] de ofertas alternativas que pudessem manter seus ativos tangíveis e intangíveis no mercado relevante e representassem um perigo menor de danos concorrenciais em comparação à incorporação proposta (tradução livre)⁶⁷.

Todavia, como elucidado pelos advogados Armstrong Jr. e Yook, os requisitos mencionados não são consistentemente aplicados pelas cortes americanas e nem pela agência antitruste:

⁶⁶ “Section 3: (a) Every contract, combination in form of trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce in any Territory of the United States or of the District of Columbia [...] is declared illegal. Every person who shall make any such contract or engage in any such combination or conspiracy, shall be deemed guilty of a felony, and, on conviction thereof, shall be punished [...]

(b) Every person who shall monopolize, or attempt to monopolize, or combine or conspire with any other person or persons, to monopolize any part of the trade or commerce in any Territory of the United States or of the District of Columbia [...] shall be deemed guilty of a felony, and, on conviction thereof, shall be punished by fine [] or by imprisonment [], or by both said punishments, in the discretion of the court” (UNITED STATES, 1914).

⁶⁷ “[...] a merger is not likely to enhance market power if imminent failure, as defined below, of one of the merging firms would cause the assets of that firm to exit the relevant market. This is an extreme instance of the more general circumstance in which the competitive significance of one of the merging firms is declining: the projected market share and significance of the exiting firm is zero. If the relevant assets would otherwise exit the market, customers are not worse off after the merger than they would have been had the merger been enjoined. The Agencies do not normally credit claims that the assets of the failing firm would exit the relevant market unless all of the following circumstances are met: (1) the allegedly failing firm would be unable to meet its financial obligations in the near future; (2) it would not be able to reorganize successfully under Chapter 11 of the Bankruptcy Act; and (3) it has made unsuccessful good-faith efforts to elicit reasonable alternative offers that would keep its tangible and intangible assets in the relevant market and pose a less severe danger to competition than does the proposed merger” (US DEPARTMENT OF JUSTICE AND THE FEDERAL TRADE COMMISSION, 2010).

Muitos tribunais citam apenas os elementos do *Citizen Publishing*, requerendo que a empresa adquirente seja o único comprador alternativo. Outros casos citam o teste da “tentativa de boa-fé” nos exatos termos do Guia de Fusões Horizontais. Uma terceira categoria de decisões vem parecendo mesclar os elementos das duas abordagens.

[...]

Não apenas os testes do comprador alternativo vêm sendo inconsistentemente aplicados pelos tribunais, mas também tem ocorrido um tratamento variado nas agências antitruste (tradução livre)⁶⁸.

No Brasil, apesar da flexibilidade conferida às recuperações judiciais, a Lei 12.529 (BRASIL, 2011), que trata da prevenção e repressão contra a ordem econômica, mostra-se bastante rígida, pois a norma define que constituem infração à ordem econômica, independentemente de culpa, atos sob qualquer forma manifestados, os quais tenham por objeto ou possam prejudicar a livre concorrência, ainda que tal objetivo não seja alcançado.

A opção brasileira foi, dessa maneira, de qualificar a responsabilidade de forma objetiva, mesmo que os efeitos não sejam alcançados. DIB pondera:

“[...] para a manutenção do mercado em constante funcionamento são, assim, insuficientes normas de responsabilidade subjetiva no âmbito do Direito Concorrencial. São necessárias normas de responsabilidade objetiva já que, lembrando, não se está defendendo uma ou outra pessoa em específico, mas toda uma coletividade” (DIB, 2018).

Não obstante, a aplicação da teoria é reconhecida no Brasil, tendo o CADE, no último Guia de Análise de Atos de Concentração Horizontal elencado os seguintes requisitos para sua aplicação:

“(i) Caso reprovada a operação, a empresa sairia do mercado ou não poderia cumprir suas obrigações financeiras em decorrência de suas dificuldades econômicas e financeiras; (ii) Caso reprovada a operação, os ativos da empresa não iriam permanecer no mercado, o que poderia significar uma redução da oferta, um maior nível de concentração do mercado e uma diminuição do bem-estar econômico; e (iii) Se a empresa demonstrar que empreendeu esforços na busca de alternativas com menor dano à concorrência (por exemplo, por meio de compradores alternativos ou de um processo de recuperação judicial) e que não

⁶⁸ “Many courts cite only the *Citizen Publishing* elements, requiring that the acquiring company be the only alternative purchaser. Other cases cite the “good faith efforts” test from the Horizontal Merger Guidelines verbatim. A third category of decisions have seemingly mixed the elements of both approaches. [...] Not only have the tests for the alternative purchaser element been inconsistently applied by the courts, there has been varying treatment by the antitrust agencies as well” (ARMSTRONG JR. & YOOK, 2017).

resta outra solução para a manutenção de suas atividades econômicas que não a aprovação da operação. Igualmente, aqui, o requisito de efeitos líquidos não-negativos deve ser preenchido. É dizer que o Cade deve concluir que os efeitos antitrustes decorrentes da reprovação da operação (e da, acredita-se, provável falência da empresa) seriam piores que a concentração gerada pela operação. O ônus da prova da existência desses elementos recai sobre as requerentes” (CADE, 2016).

O assunto é polêmico, como bem reiterado por Nzero:

Críticos da doutrina variam entre os que pedem a sua rejeição total e os que pedem uma flexibilização dos critérios tradicionais. Os primeiros argumentam que um caso envolvendo a teoria da empresa insolvente que contenha alegações de eficiência deve ser tratado como uma defesa de eficiência. Da mesma forma, se a fusão contiver argumentos de interesse público então deve ser considerada como de interesse público [...] O único benefício de interesse público no contexto da teoria da empresa insolvente parece estar na garantia de que a fusão não afete negativamente a concorrência mas sim a aprimore. Isso garante que as autoridades mantenham o foco, especialmente ao lidarem com considerações de interesse público (tradução livre)⁶⁹.

Ao analisar algumas tendências e pontos controversos das fusões em geral, Valentine relatou a seguinte discussão em torno da aplicação da teoria da empresa insolvente:

Não obstante o consenso geral de que as leis antitruste são designadas para a proteção do bem-estar do consumidor, alguns notam que em lugar algum há preocupações sociais especificamente excluídas da jurisdição antitruste [...]. Mas havia dificuldade em determinar a extensão dos custos sociais em um contexto da empresa insolvente e em como contabilizá-los. Para começar, empregos podem ser extintos em caso de impedimento ou permissão de uma fusão. Se uma fusão for impedida e a empresa se tornar insolvente, a perda de empregos obviamente é resultado do fechamento da fábrica. Porém se uma fusão com complicações concorrenciais é permitida, de acordo com a teoria do oligopólio, empregos podem ser extintos quando a indústria aumentar preços e reduzir a produção. A diferença é que a perda do emprego é amplamente distribuída e incremental no último caso e pode ser severa, drástica e localizada quando o principal empregador da comunidade é perdido. Além do mais, grandes perdas para acionistas ocorrem apenas em caso de liquidação (ou vendas baratas). Assim, alguns argumentam que, na média, podem existir custos sociais na insolvência da empresa (tradução livre)⁷⁰.

⁶⁹ “Critics of the doctrine have ranged from those calling for its total denunciation to those calling for the relaxation of the traditional criteria. The former argue that in the event of a failing firm claim exhibiting some efficiency claims, it must then be treated as an efficiency defence. Similarly, if the merger exhibits some public interest benefit then it must be considered under public interest. [...] The only public interest benefit in the context of the failing firm doctrine seems to lie in ensuring that the merger would not negatively affect competition but rather enhance it. This ensures that authorities maintain their focus, especially when dealing with public interest considerations” (NZERO, 2014).

⁷⁰ “Notwithstanding the general consensus that the antitrust statutes are designed to protect consumer welfare, some noted that nowhere are social concerns specifically excluded from antitrust jurisdiction. [...] But there was difficulty determining the extent of social costs in a failing firm context and how to account for them. To begin with, jobs may be lost whether a merger is blocked or allowed to proceed. If a merger is blocked and a company fails, the lost jobs obviously stem from plant closure. But if a competitively problematic merger is allowed to proceed, according to oligopoly theory, jobs may be lost when the industry raises prices and reduces output. The difference is that job loss is widely distributed and incremental in the

Esse é justamente o ponto crítico: os requisitos elencados pelo CADE para aplicação da teoria são todos desenhados para maximizar ou garantir a eficiência econômica, como se uma sociedade tivesse que ser moldada somente pela economia.

Nesse sentido, há dois pontos que demonstram esse equívoco, sendo o primeiro deles mais genérico e o outro mais específico.

Iniciando pelo ponto mais genérico, é preciso esclarecer que não se está questionando a infinidade de estudos sobre a relevância à sociedade da aplicação da teoria sob a ótica econômica. Ocorre, todavia, que é importante também elucidar que princípios como boa-fé contratual, *pacta sunt servanda* e respeito à ética não podem ser esquecidos, já que a problemática não é apenas econômica, mas, sobretudo, social⁷¹.

A eficiência econômica está na base das operações de F&A, todavia, no âmbito desse subcapítulo, é válido ressaltar as provocações de Dworkin:

“[...] não está claro *por que* a riqueza social é um objetivo digno. Quem pensaria que uma sociedade que tem mais riqueza, tal como definida, é melhor ou está em melhor situação que uma sociedade que tem menos, a não ser alguém que cometeu o erro de personificar a sociedade e, portanto, pensou que uma sociedade está em melhor situação se tem mais riqueza, da mesma maneira que ocorre com qualquer indivíduo? Por que alguém que não cometeu esse erro deveria pensar que a maximização da riqueza social é um objetivo digno?

[...]

Podemos tentar demonstrar que as decisões que parecem maximizar a riqueza são necessárias, não como decisões instrumentais buscando produzir certo estado de coisas, de riqueza social, utilidade, ou qualquer outra meta de política, mas, antes, como decisões de princípio aplicando uma concepção plausível de equidade. Isto é, poderíamos buscar uma explicação de princípio em vez de uma explicação de política” (DWORKIN, 2001, p. 356, 397).

A sociedade e as relações comerciais são, antes de mais nada, baseadas na confiança que, uma vez violada, gera consequências, tanto aos credores quanto aos devedores. Isso é um princípio elementar há séculos e deve ser mantido atualmente. Não há motivos para se proteger – excessivamente – empresas que causaram danos a terceiros, ainda que tais danos sejam não intencionais.

latter instance and can be harsh, drastic and localized when a community's major employer is lost. Moreover, major shareholder losses occur only in the case of liquidation (or bargain basement sales). Thus, some thought that, on balance, there may be net social costs from firm failure” (VALENTINE, 1995).

⁷¹ Cfr. MCINTYRE, 1989.

O sociólogo Barber destaca a importância da confiança nas relações sociais e cita diversos outros pensadores que compartilham da mesma visão:

A importância fundamental da confiança nas relações sociais e nos sistemas sociais é confirmada por pensadores sociais e teóricos de linhas persuasivas amplamente divergentes. Niklas Luhman diz que a confiança é necessária para “reduzir a complexidade” nos sistemas sociais. O economista Fred Hirsch a define como um “bem público” necessário para o sucesso de várias transações econômicas. Na sua teoria da troca social, o sociólogo Peter Blau descreve confiança como ‘essencial para a estabilidade das relações sociais’. Carol Heimer, socióloga que usa uma variedade de teorias da troca, vê a confiança como uma forma pela qual atores nas relações sociais podem lidar com a ‘incerteza e a vulnerabilidade’ que existem em todas essas relações. A filósofa moral Sissela Bok menciona confiança como ‘um bem social ... quando é destruída, sociedades vacilam e entram em colapso’ (tradução livre)⁷².

Princípios sociais devem ser redescobertos, segundo a análise de Zywicki quanto às reformas nas leis falimentares americanas:

Os níveis de confiança nas principais instituições aumentaram nos anos 90 e [...] parece que a sociedade civil está se recuperando. A reforma das falências apresenta uma oportunidade para a lei adotar essa mudança social enquanto redescobrimos os benefícios morais, sociais e econômicos da responsabilidade pessoal e da reciprocidade (tradução livre)⁷³.

Com efeito, quando mal aplicadas, a postergação do pagamento de uma dívida, a proteção de um devedor contra execuções de seus credores e a própria bancarrota de uma empresa criam externalidades negativas também no âmbito social, pois tais fatos geram descrença na efetividade e nos deveres assumidos pelas partes nos diversos contratos celebrados ao longo da vida de uma empresa.

⁷² “The fundamental importance of trust in social relationships and social systems is attested to by social thinkers and theorists of widely divergent theoretical persuasions. Niklas Luhman says trust is necessary to ‘reduce complexit’ in social systems. Economist Fred Hirsch defines it as a ‘public good’ necessary for the success of many economic transactions. In his social exchange theory the sociologist Peter Blau describes trust as ‘essential for stable social relationships’. Carol Heimer, a sociologist using a variety of exchange theories, sees trust as one way in which actors in social relationships can cope with the ‘uncertainty and vulnerability’ that exist in all such relationships. The moral philosopher Sissela Bok speaks of trust as a ‘social good...When it is destroyed, societies falter and collapse’ [...]” (BARBER, 1983, apud MCINTYRE, 1989, p. 133).

⁷³ “Levels of trust in major institutions have risen in the 1990s and [...] it appears that civil society appears to be rebounding. Bankruptcy reform presents an opportunity for the law to embrace this societal shift as we rediscover the moral, social, and economic benefits of personal responsibility and reciprocity” (ZYWICKI, 2001, p. 43).

É verdade que a proteção aos credores, quando bem aplicada, possibilita a preservação de uma série de direitos, mas também é igualmente genuíno que, em muitos casos, algumas empresas, de forma oportunista, usaram a proteção da antiga lei de recuperação e falências para se perpetuarem indefinidamente.

A recente reforma legislativa de 2020 ainda não foi testada e não se sabe como os diversos envolvidos em tais processos – devedor, credores, sociedade em geral e tribunais – reagirão diante do novo diploma legislativo.

No Brasil, muitas empresas sobrevivem a qualquer custo e os tribunais, diversas vezes, acabam não decretando a falência sob o argumento de que a manutenção da fonte produtiva deve ser sempre mantida.

Nos EUA, ao contrário, constata-se um maior pragmatismo nesse sentido. Não raro, empresas saem do mercado e dão espaço a outras que melhor se adaptem. É raro observar empresas prolongando-se durante anos, como acontece no Brasil.

A medida citada, apesar de drástica, recicla a economia e transmite um recado importante à sociedade: empresas que não cumprirem suas obrigações contratuais e legais serão extirpadas do mercado e, por consequência, haverá uma maior previsibilidade e segurança aos diversos *stakeholders*.

Assim, é possível afirmar que os atuais requisitos para a aplicação da teoria da empresa insolvente ignoram aspectos sociais relevantes quando, em realidade, são tão ou até mais importantes do que os aspectos econômicos.

Passando ao ponto específico, é preciso ressaltar o fato de que os requisitos, da forma como estão desenhados, fazem parecer que as crises⁷⁴ em que estão inseridas tais empresas

⁷⁴ Com efeito, as crises podem ser explicadas como “um conjunto de falhas nas relações econômicas e políticas da reprodução capitalista” (SHAIKH, 1983) ou, ainda, “uma amálgama de eventos, incluindo mudanças substanciais do volume de crédito e preço de ativos; severas interrupções na intermediação financeira, notadamente o fornecimento de financiamento externo; problemas em larga escala de balança de pagamentos; e a necessidade de suporte governamental em larga escala” (tradução livre): “[...] an amalgam of events, including substantial changes in credit volume and asset prices; severe disruptions in financial intermediation, notably the supply of external financing; large-scale balance sheet problems; and the need for large-scale government support” (CLAESSENS et al., 2014, p. 3-4).

em dificuldade são todas iguais, mas, de fato, apresentam diferenças de origem, duração e profundidade. Com efeito, os defensores incondicionais da teoria e de seus atuais requisitos acabam por dramatizar a questão ao passarem a impressão de que o ambiente no qual tais empresas estão inseridas não seria revertido, prejudicando a correta aplicação da teoria.

A História comprova, porém, que o capitalismo tem momentos de desequilíbrio⁷⁵ e países alternam épocas de recessão com períodos de ascensão econômica⁷⁶, sendo que as crises têm uma natureza cíclica e não estanque.

⁷⁵ Karl Marx, em “O Capital”, já defendia que o sistema capitalista não se sustentaria ao longo dos tempos, baseando-se, para tanto, na famosa Lei da Queda Tendencial da Taxa de Lucro. Os seguintes trechos de “O Capital” auxiliam na compreensão desse ponto: “Com a queda progressiva do capital variável em relação ao capital constante, a produção capitalista gera uma composição orgânica cada vez mais alta do capital total, que tem como consequência imediata o fato de que a taxa do mais-valor, mantendo-se constante e inclusive aumentando o grau de exploração do trabalho, se expressa numa taxa geral de lucro sempre decrescente. [...] A tendência progressiva da taxa geral de lucro à queda é, portanto, apenas uma expressão, peculiar ao modo de produção capitalista, do desenvolvimento progressivo da força produtiva social do trabalho. Não dizemos, com isso, que a taxa de lucro não possa cair provisoriamente por outras razões, mas demonstramos como uma necessidade evidente, com base na própria essência do modo de produção capitalista, que no progresso deste último a taxa média geral do mais-valor tem necessariamente de se expressar numa taxa geral decrescente de lucro.” (MARX, 2017, cap. 13).

Muitos consideram essa tese de Marx, inclusive, como umas principais leis econômicas. Luiz Bresser Pereira assim explica essa questão: “Marx previu a derrocada do sistema capitalista. Para justificar sua previsão utilizou uma série de argumentos entre os quais a tendência à crescente pauperização da classe operária, a tendência à crescente monopolização do sistema econômico, a tendência ao recrudescimento da luta de classes e, particularmente, a tendência ao declínio a longo prazo da taxa de lucro. [...] Para demonstrar que a tendência ao declínio da taxa de lucro é inerente ao sistema capitalista, Marx desenvolve um raciocínio simples. Em primeiro lugar, é fácil verificar que a taxa de lucro depende da taxa de mais-valia e da composição orgânica do capital. [...] No curto prazo a taxa de mais-valia naturalmente variará. A longo prazo, entretanto, ela seria o resultado de uma série de forças contraditórias, que afinal determinariam uma tendência estável ou ligeiramente crescente para essa taxa.

A elevação da taxa de mais-valia seria sempre limitada pelo custo de reprodução da mão-de-obra. Poderia crescer no longo prazo, mas sempre menos do que a composição orgânica do capital. Já a tendência crescente da composição orgânica do capital é absolutamente indiscutível para Marx. Ele identifica o progresso técnico ou o desenvolvimento das forças produtivas, que considera inerente ao desenvolvimento do sistema capitalista, com o aumento da composição orgânica do capital. [...] Na medida em que a composição orgânica do capital cresce ao mesmo tempo em que a taxa de mais-valia permanece constante ou cresce mais lentamente, a taxa de lucro tenderá necessariamente a cair” (PEREIRA, 1986, p. 25 e 26).

Por sua vez, para Chris Harman: A “tendência de a taxa de lucro declinar” é um dos elementos mais controversos do legado intelectual de Karl Marx. [...] Porque a teoria de Marx leva à conclusão de que há uma falha fundamental e irreparável no capitalismo. A taxa de lucro é a chave para os capitalistas poderem alcançar seus objetivos de acumulação. Todavia, quanto maior for a acumulação, mais difícil é para eles obter lucro suficiente para sustentá-la: “A taxa de autoexpansão do capitalismo, ou a taxa de lucro, sendo o estímulo da produção capitalista, sua queda [...] aparece como uma ameaça ao processo de produção capitalista” [...] Isso mostrou que “o real obstáculo para a produção capitalista era o próprio capital” (tradução livre): “The ‘tendency of the rate of profit to fall’ is one of the most contentious elements in Karl Marx’s Intellectual legacy. [...] For Marx’s theory leads to the conclusion that there is a fundamental, unreformable flaw in capitalism. The rate of profit is the key to capitalists being able to achieve their goal of accumulation. But the more accumulation takes place, the more difficult it is for them to make sufficient profit to sustain it: ‘The rate of self-expansion of capitalism, or the rate of profit, being the goad of capitalist production, its fall [...] appears as a threat to the capitalist production process’ [...] It showed that ‘the real barrier of capitalist production was capital itself’” (HARMAN, 2007).

⁷⁶ Cfr. HARALAMBIE, 2011, p. 79-88 e MENDONÇA, 2019.

A forma como os requisitos estão elaborados passam a impressão de que toda falência de uma empresa seria necessariamente algo ruim e que qualquer empresa em crise deva ser salva a qualquer custo, o que não se afigura em uma medida ponderada.

Essa rotulagem acaba desequilibrando as relações jurídicas por conferir uma proteção exagerada a qualquer empresa em dificuldade, de uma forma benevolente, permitindo que algumas empresas quase arruinadas continuem em atividade quando o ideal é que se retirem do mercado para darem espaço a outras empresas.

Exatamente neste sentido, não se pode ignorar que a saída de uma empresa do mercado também tem os seus benefícios. Harman é enfático ao asseverar que:

A crise, no entanto, não é o fim do sistema. Paradoxalmente, pode abrir novas oportunidades para ele. Ao excluir alguns capitalistas do mercado, ela permite uma recuperação dos lucros de outros. Meios de produção podem ser comprados a preços de barganha, os preços das matérias primas caem e o desemprego força empregados a aceitarem salários menores. A produção novamente se torna lucrativa e a acumulação pode recomeçar (tradução livre)⁷⁷.

Knott e Posen (2005), em “Is Failure Good?”, analisaram se haveria benefícios econômicos que pudessem compensar a bancarrota de uma firma no âmbito bancário. Para tanto, focaram em três mecanismos conhecidos como “selection effect” (“efeito seletivo”), “competition effect” (“efeito concorrente”) e “spillover effect” (“efeito transbordamento”).

O primeiro dos efeitos, segundo os autores, demonstraria que as empresas sobreviventes de um grupo maior, na média, tendem a se sair melhores do que o mesmo número de empresas sobreviventes de grupos menores. O segundo efeito significa que quanto maior for o número de empresas no mercado, maior será o estímulo à inovação. O último efeito sugere que o conhecimento produzido pelas empresas fracassadas, ainda que não seja mais útil para tais empresas, pode ser capturado por empresas sobreviventes. Os autores chegaram à seguinte conclusão:

⁷⁷ “The crisis, however, is not the end of the system. Paradoxically it can open up new prospects for it. By driving some capitalists out of business it can permit a recovery of the profits of others. Means of production can be bought at bargain basement prices, raw material prices slump and unemployment forces workers to accept low wages. Production once again becomes profitable and accumulation can restart” (HARMAN, 2007).

Aproximadamente 10% de todas as empresas nos Estados Unidos fracassam todo ano. Nosso questionamento é saber se os esforços dos empresários que fracassam são em vão. Esses esforços representam apenas perdas privadas ou há ganhos públicos para compensar essas perdas? Propusemos três mecanismos alternativos através dos quais o fracasso de entrantes em excesso pode beneficiar os consumidores e os produtores sobreviventes. Esses mecanismos (efeito seletivo, efeito concorrente e efeito transbordamento) são derivados das teorias das falhas em teorias organizacionais e economia evolucionária. Nós testamos os três mecanismos mais os efeitos de concorrência excessiva na indústria bancária após a desregulamentação. Encontramos provas significantes e substanciais para cada efeito. Assim, podemos dizer que os benefícios econômicos são reais. Entrantes em excesso e as falhas subsequentes aumentam a eficiência agregada da indústria. Ademais, esses benefícios sociais excedem os custos privados das empresas fracassadas (de fato, muitas firmas retirantes têm ganhos líquidos). Assim, nesse contexto, entrantes em excesso parecem aumentar o bem-estar social (tradução livre)⁷⁸.

Focando o campo da inovação, Hoetker e Agarwal demonstram, sob uma outra ótica, que há também benefícios com a saída de uma empresa do mercado, especialmente as de tecnologia:

O destino do conhecimento inovador criado por empresas que subsequentemente saem de uma indústria tem importância prática e teórica. Na medida em que o conhecimento deteriora após a saída da empresa inovadora, outros participantes da indústria e da sociedade em geral perdem uma potencial fonte de progresso tecnológico. Se, no entanto, o conhecimento criado pela empresa extinta for significativamente difundido, essas externalidades positivas resultam em algum benefício social do investimento de quando a empresa estava ainda ativa. Teoricamente, o destino do conhecimento inovador após a saída da empresa destaca o impacto do conhecimento privado na difusão do conhecimento que está no domínio explícito/codificado e na medida em que a existência contínua de uma empresa aumenta a disseminação de seu conhecimento [...]. Entretanto, morte não é fatal para a difusão do conhecimento [...]. Há clara evidência de difusões significativas de conhecimento pós saída. De fato, nossas conclusões são consistentes com conclusões sobre aumento no bem-estar social reportadas por Knott e Posen, que demonstraram que transferência de conhecimento de empresas encerradas estava associada à redução dos custos das empresas sobreviventes (tradução livre)⁷⁹.

⁷⁸ “Approximately 10% of all firms in the United States fail each year. Our question is whether the efforts of these failed entrepreneurs are in vain. Do their efforts merely represent private losses, or are there public gains to offset these losses? We proposed three alternative mechanisms through which failure of excess entrants might benefit consumers and surviving producers. These mechanisms (selection effects, competition effects and spillover effects) were derived from failure theories in organization theory and evolutionary economics. We tested all three mechanisms plus the effects of current excess competition in the banking industry following deregulation. We found significant and substantial support for each effect. Thus we can say that the economic benefits are real. Excess entry and subsequent failure increase aggregate industry efficiency. Moreover these social benefits exceed the private costs of failed firms (indeed many exiting firms have net gains). Thus, in this setting, excess entrants appear to enhance social welfare” (KNOTT & POSEN, 2005).

⁷⁹ “The fate of innovative knowledge created by firms that subsequently exit an industry is of practical and theoretical importance. To the degree that knowledge languishes after the exit of an innovating firm, other industry participants and society at large lose a potential source of technological progress. If, however, knowledge that a defunct firm created is significantly diffused, these positive externalities result in some social benefit from the investment when the firm was alive. Theoretically, the fate of innovative knowledge after firm exit illuminates the impact of private knowledge on the diffusion of knowledge that is in the

Dessa maneira, há ganhos públicos para compensar as perdas sofridas privativamente por certas sociedades fracassadas. Assim, é uma visão enviesada e incorreta rotular a falência de qualquer empresa como algo sempre ruim conforme a teoria da *failing firm*.

Em suma, uma norma que priorize a eficiência econômica deve ser sim almejada. Todavia, quando a mesma norma tiver como efeito colateral o desprezo a princípios basilares do ordenamento jurídico, especialmente os morais e sociais, ela deve ser revista.

A teoria da *failing firm*, da forma como está atualmente desenhada, eleva a eficiência econômica a um patamar desproporcionalmente importante em detrimento de outras normas sociais iguais ou até mais relevantes para uma sociedade viver em harmonia.

Em razão dessa deficiência tão considerável, aliada ao fato de que ainda é incerta e tímida a adoção da teoria no Brasil, é que se propõe: (i) a autorização da aplicação da teoria via legislação ordinária, e não via manuais do CADE; e (ii) a readequação dos atuais requisitos para aplicação.

Seriam necessários seis requisitos para a correta aplicação da teoria. Em primeiro lugar, caso reprovada a operação, deve-se provar que a empresa sairia do mercado ou não poderia cumprir suas obrigações financeiras em decorrência de suas dificuldades econômicas e financeiras. Também não haveria empresas similares que pudessem atuar na respectiva área da empresa insolvente ou seria preciso provar que foram feitas tentativas razoáveis para fomentar ofertas concorrentes.

Em segundo, caso reprovada a operação, é imperativo confirmar que os ativos da empresa não iriam permanecer no mercado, o que poderia significar uma redução da oferta, um maior nível de concentração do mercado e uma diminuição do bem-estar econômico, além de diminuição do benefício social. Ademais, é também essencial provar que tais ativos não possam ser capturados, no curto ou médio prazo, por outras empresas do mercado.

explicit/codified domain and the extent to which the continued existence of a firm enhances spill overs of its knowledge [...] However, death is not fatal to knowledge diffusion [...] there is clear evidence of significant post-exit diffusion of knowledge. Indeed, our findings are consistent with findings about social welfare enhancement reported by Knott and Posen, who found that knowledge spillovers from exited firms were associated with reduction in the costs of surviving firms” (HOETKER & AGARWAL, 2007, p. 462).

Em terceiro lugar, a empresa deve demonstrar que empreendeu esforços na busca de alternativas com menor dano à concorrência (por exemplo, por meio de compradores alternativos ou de um processo de recuperação judicial) e não há outra solução para a manutenção de suas atividades econômicas que não a aprovação da operação. Porém, é fundamental também atestar que o encerramento de suas atividades econômicas traria danos efetivos aos consumidores não apenas no curto, mas também no médio prazo.

Em quarto, é preciso analisar os aspectos fáticos e jurídicos que levaram a empresa à insolvência para que se possa concluir, acima de qualquer dúvida razoável, que aspectos sociais de boa-fé, *pacta sunt servanda* e respeito à ética foram observados ao longo da insolvência e não serão desprezados caso a operação seja aprovada.

Em quinto lugar, deve-se também complementar os requisitos para que, caso a empresa insolvente esteja inserida em um ambiente institucionalizado de crise econômica, haja indícios, acima de qualquer dúvida razoável, de que a crise tende a permanecer no médio prazo.

Por último, é essencial exigir que o CADE conclua que os efeitos antitrustes decorrentes da reprovação da operação (e, acredita-se, da provável falência da empresa) seriam piores que a concentração gerada pela operação, não apenas sob os aspectos econômicos, mas também sociais.

Com esses ajustes, a importante teoria da empresa insolvente seria adequadamente inserida no ordenamento jurídico brasileiro, considerando não apenas aspectos de eficiência econômica, como ocorre atualmente, mas também aspectos sociais relevantes que não podem ser prescindidos por qualquer sociedade civilizada.

4.3 MODERAÇÃO NA APLICAÇÃO DA TEORIA DA *DE FACTO MERGER DOCTRINE*

No que tange à assunção de responsabilidades no âmbito das operações de F&A, há duas deficiências relacionadas. A deficiência n.º 4 enuncia que “A lei societária não estabelece

com clareza a responsabilidade das empresas envolvidas em uma cisão, tornando o ambiente instável e injusto”, e a deficiência n.º 7 dispõe que “As regras sobre transferência de estabelecimento comercial são incompletas e mal abordadas pela legislação brasileira, desincentivando uma operação relevante aos empresários”.

Propõe-se a execução, no Brasil, de uma versão moderada da teoria da *de facto merger doctrine*, aplicada em alguns estados americanos, para resolver tais deficiências. A adoção irrestrita dessa teoria não parece correta, porém a aplicação moderada dela seria bastante útil e adequada.

A teoria da *de facto merger* foi assim explicada por Dyer:

A doutrina da *de facto merger* é uma criação jurisprudencial para proteger os direitos de credores, vítimas de ilícitos e acionistas minoritários dissidentes em transações em que substancialmente todos os ativos de uma empresa são vendidos para outra. A doutrina prevê que, quando uma transação tiver todos os indícios de uma fusão, exceto por não conter os requisitos legais da fusão, a empresa sucessora estará sujeita a todas as consequências legais de uma fusão. Assim, a empresa sucessora será responsável por todas as dívidas e passivos contingentes da empresa precedente. Ao aplicar a doutrina, os tribunais analisam a transação como um todo para determinar se a transferência tem características suficientes de uma fusão para justificar a conclusão de que seja uma fusão de fato, com as consequentes responsabilidades (tradução livre)⁸⁰.

Analisada de outra maneira, não deixa de ser a discussão entre forma e substância e, no caso dessa teoria, a prevalência da substância em detrimento da forma escolhida para fins de sucessão empresarial e, ainda, para concessão ou não do direito de recesso.

A aplicação dessa teoria não é uniforme nos Estados Unidos, sendo que o estado de Delaware a rejeita e, em contrapartida, defende a aplicação da teoria alternativa conhecida como “*doctrine of independent legal significance*”, que respeita muito mais a forma escolhida pelas partes do que a substância propriamente dita.

⁸⁰ “The *de facto merger* doctrine is a judicial creation to protect the rights of creditors, tort victims, and dissenting minority shareholders in transactions where substantially all of the assets of one corporation are sold to another. The doctrine provides that when a transaction had all the indices of a merger, except for failure to conform with the statutory merger requirements, the successor corporation will be subject to all the legal consequences of a merger. Thus, the successor corporation will be responsible for all debts and contingent liabilities of the predecessor corporation. In applying the doctrine, the courts look to the transaction as a whole to determine whether the transfer has sufficient characteristics of a merger to warrant a judicial finding of *de facto merger*, and its accompanying liability” (DYER, 1981, p. 501).

Essa abordagem alternativa está disposta no título 6 do Código de Delaware (STATE OF DELAWARE, 2020a), no capítulo 18, dedicado às sociedades limitadas, conhecidas como “limited liability companies”:

Ações validamente tomadas nos termos de uma seção deste capítulo não serão consideradas inválidas apenas por serem idênticas ou semelhantes em substância a uma ação que poderia ter sido tomada em conformidade com alguma outra seção deste capítulo, mas falha na satisfação de um ou mais requisitos determinados pela outra seção (tradução livre)⁸¹.

Nesse sentido, são interessantes as ponderações de Maynard:

Os tribunais de Delaware rejeitaram categoricamente a doutrina de fusão de fato. A base para essa rejeição está fundamentada na doutrina do significado jurídico independente, cujas origens remontam à *Federal United Corp. v. Havender* [...] um caso da era da Depressão, decidido pela Suprema Corte de Delaware. Conforme explicado pelos principais advogados societários de Delaware: “A doutrina do significado jurídico independente (ILS) é uma das rígidas doutrinas da legislação societária de Delaware. A Suprema Corte de Delaware definiu o ILS como “as ações tomadas com base em uma seção daquela lei as quais são legalmente independentes, e sua validade não depende de, nem deve ser testada pelas exigências de outras seções não relacionadas sob as quais o mesmo resultado final poderia ser alcançado por diferentes meios”. Ou seja, desde que uma transação seja efetuada em conformidade com os requisitos de uma seção da Lei Geral das Sociedades de Delaware (“DGCL”), os tribunais de Delaware não a invalidarão por não cumprir com os requisitos de uma seção diferente da DGCL - mesmo se a substância da transação for tal que poderia ter sido estruturada sob a outra seção [...] A doutrina do significado jurídico independente fornece uma vantagem às empresas de Delaware e seus advogados ao garantir a certeza. Se os advogados societários estruturarem uma transação de uma certa forma, de uma maneira compatível com uma seção da DGCL, eles podem ter a garantia de que os tribunais não invalidarão a transação por não cumprirem uma seção diferente [...] (tradução livre)⁸²”

⁸¹ “Action validly taken pursuant to 1 provision of this chapter shall not be deemed invalid solely because it is identical or similar in substance to an action that could have been taken pursuant to some other provision of this chapter but fails to satisfy 1 or more requirements prescribed by such other provision” (STATE OF DELAWARE, 2020a, §18-1101 h).

⁸² “The Delaware Courts have flatly rejected the *de facto merger* doctrine. The basis for this rejection is grounded in the *doctrine of independent legal significance*, the origins of which date back to the *Federal United Corp. v. Havender* [...] a Depression-era case decided by the Delaware Supreme Court. As explained by leading Delaware corporate law practitioners: ‘The doctrine of the independent legal significance (‘ILS’) is one of the ‘bedrock’ doctrines of Delaware corporate law. The Delaware Supreme Court has defined ILS as providing that ‘action taken under one section of that law is legally independent, and its validity is not dependent upon, nor to be tested by the requirements of other unrelated sections under which the same final result might be attained by different means’. That is, so long as a transaction is effected in compliance with the requirements of one section of the Delaware General Corporation Law (‘DGCL’), Delaware courts will not invalidate it for failing to comply with the requirements of a different section of the DGCL – even if the substance of the transaction is such that it could have been structured under the other section [...] The doctrine of independent legal significance provides a benefit to Delaware corporations and their counsel by allowing certainty. If corporate lawyers structure a transaction in a certain way, in a way compliant with one section of the DGCL, they can have comfort that the courts will not invalidate the transaction for its failure to comply with a different section [...]’ (MAYNARD, 2017, p. 130).

Ao contrário, outros estados americanos adotam a teoria, muitas vezes via decisões judiciais. Desse modo, a Suprema Corte do Estado de Nevada, em *Peddie vs Spot Devices, Inc.*, teve que definir o alcance da teoria e assim se posicionou:

A exceção da fusão de fato permite que as cortes imputem responsabilidades ao comprador de ativos por condutas da sociedade vendedora quando as partes tiverem atingido essencialmente o resultado de uma fusão, mesmo que não tenham atendido aos critérios de uma fusão de direito. [...] Em razão de a fusão de fato ser uma ferramenta de equidade designada para endereçar injustiças patentes em situações onde as leis aplicáveis não tenham definido uma solução [...] nós definimos que “ela pode ser extensiva à operações de troca de dívidas” (tradução livre)⁸³.

Os estados americanos que aplicam ou aplicaram a teoria também divergem entre si no tocante aos indícios que justificariam ou não a sua aplicação.

Dentre os variados indícios, citam-se: (i) se os acionistas da sociedade vendedora continuam como acionistas da nova empresa ou da empresa adquirente; (ii) se a sociedade vendedora foi ou não liquidada, e a rapidez com que isso ocorreu; (iii) se os valores pagos aos vendedores foram ou não razoáveis para fazer frente aos eventuais credores da sociedade vendedora; e (iv) se o preço pago aos vendedores foi em dinheiro ou em ações (DYER, 1981).

Farris v. Glen Alden Corp. (SUPREME COURT OF PENNSYLVANIA, 1958) é o caso clássico que tem como base a da *de facto merger doctrine*, julgado pela Suprema Corte da Pennsylvania em 1958 e utilizado como ponto de partida para demonstrar a validade da proposta sugerida no presente estudo.

Glen Alden foi uma empresa que trabalhava com mineração e passou por uma reorganização societária com a empresa List Industries Corporation. O autor da ação, Farris, foi um dos acionistas dissidentes da operação societária.

⁸³ “The de facto merger exception permits courts to hold the purchaser of a business’s assets liable for the seller corporation’s conduct when the parties have essentially achieved the result of a merger although they do not meet the statutory requirements for a de jure merger. [...] Because the de facto merger doctrine is an equitable remedy designed to address patent injustice in situations where the governing statute does not provide a remedy [...] we hold that ‘it may extend to debt-to-equity transactions’[...]” (SUPREME COURT OF NEVADA, 2018).

Em 1957, List adquiriu 38,5% das ações da Glen. No ano seguinte, Glen Alden adquiriu ativos e passivos da List em troca de ações da própria Glen. O nome da empresa seria alterado e a List seria posteriormente extinta. O autor da ação ajuizou a ação sustentando que a operação seria uma fusão de fato e, assim, poderia dissentir e ter suas ações reembolsadas por um justo valor.

Todavia, as empresas argumentaram que a transação escolhida seria uma compra e venda de ativos e, por isso, não seriam obrigadas a conceder o reembolso aos acionistas dissidentes.

O julgamento em primeira instância concluiu que a transação seria uma fusão de fato, ou uma *de facto merger*, e anulou os procedimentos. A corte, na sequência, manteve a decisão sob os seguintes argumentos:

Quando o uso da forma corporativa da organização empresarial tornou-se amplamente difundido, foi relativamente fácil para os tribunais definirem uma “fusão” ou uma “venda de ativos” e rotular uma transação específica como uma ou outra. [...] Mas motivados pelo desejo de evitar o impacto adverso e obter os benefícios de regulamentações governamentais favoráveis, especialmente as leis fiscais federais, novas técnicas contábeis e jurídicas foram desenvolvidas por advogados e contadores que entremeavam os elementos característicos de cada uma, criando assim formas híbridas de fusão empresarial. Assim, não é mais útil considerar uma transação individual em abstrato e unicamente baseada nos vários elementos determinando se é uma “fusão” ou uma “venda”. Ao invés disso, para determinar adequadamente a natureza de uma transação empresarial, devemos nos referir não somente a todas as disposições do contrato, mas também às consequências da transação e aos propósitos das disposições da lei societária a ela aplicáveis. [...]

O raciocínio [...] é que, quando uma empresa se combina com outra de modo a perder sua natureza essencial e alterar as relações fundamentais originais dos acionistas entre si e com a empresa, um acionista que não deseje continuar vinculado pode considerar seu vínculo na empresa original como rescindido e ter o valor de suas ações pagas [...]

A combinação delineada no atual acordo de “reorganização” alteraria tão fundamentalmente o caráter empresarial da Glen Alden e o interesse do demandante como acionista, que recusar-lhe os direitos e recursos de um acionista dissidente na realidade o forçaria a desistir de suas ações em uma empresa e, contra sua vontade, aceitar ações de outra? Se assim for, a combinação é uma fusão dentro do significado da seção 908A da lei societária. [...]

Se o acordo de reorganização fosse consumado, o autor descobriria que a “List Alden” resultante da fusão seria uma empresa bastante diferente da “Glen Alden”, da qual ele é agora um acionista. Ao invés de continuar primordialmente como uma empresa de mineração de carvão, a Glen Alden seria transformada, após a alteração de seus estatutos, em uma holding diversificada cujos interesses iriam de cinemas a empresas têxteis. O autor se consideraria um membro de uma empresa com ativos de US\$ 169.000.000 e uma dívida de longo prazo de US\$ 38.000.000 ao invés de uma empresa com metade desse tamanho e com apenas um sétimo da dívida de longo prazo.

[...]

Talvez a consequência mais importante para o autor, se lhe fosse negado o direito de ter suas ações reembolsadas pelo seu valor justo, seria a séria perda financeira sofrida na consumação do acordo. [...]

[...] Decidimos que a combinação contemplada pelo acordo de reorganização, embora consumada por contrato e não de acordo com o procedimento estatutário, é uma fusão dentro do escopo de proteção das seções 908A e 515 da lei societária. Os acionistas da Glen Alden deveriam ter sido notificados e avisados dos seus direitos estatutários de dissidência e reembolso. [...]

Decisão confirmada com pagamento de custas pelos apelantes (tradução livre)⁸⁴.

No caso do Brasil, deveria o juiz brasileiro respeitar a forma escolhida pelas partes (conferindo segurança às empresas) ou flexibilizar e desconsiderar tais formas se houver prejuízo de credores e/ou acionistas minoritários (conferindo segurança aos credores/minoritários)?

⁸⁴ “When use of the corporate form of business organization first became widespread, it was relatively easy for courts to define a "merger" or a "sale of assets" and to label a particular transaction as one or the other. [...] But prompted by the desire to avoid the impact of adverse, and to obtain the benefits of favorable, government regulations, particularly federal tax laws, new accounting and legal techniques were developed by lawyers and accountants which interwove the elements characteristic of each, thereby creating hybrid forms of corporate amalgamation. Thus, it is no longer helpful to consider an individual transaction in the abstract and solely by reference to the various elements therein determine whether it is a "merger" or a "sale". Instead, to determine properly the nature of a corporate transaction, we must refer not only to all the provisions of the agreement, but also to the consequences of the transaction and to the purposes of the provisions of the corporation law said to be applicable. [...]

The rationale [...] is that when a corporation combines with another so as to lose its essential nature and alter the original fundamental relationships of the shareholders among themselves and to the corporation, a shareholder who does not wish to continue his membership therein may treat his membership in the original corporation as terminated and have the value of his shares paid to him. [...]

Does the combination outlined in the present "reorganization" agreement so fundamentally change the corporate character of Glen Alden and the interest of the plaintiff as a shareholder therein, that to refuse him the rights and remedies of a dissenting shareholder would in reality force him to give up his stock in one corporation and against his will accept shares in another? If so, the combination is a merger within the meaning of section 908A of the corporation law. [...]

If the reorganization agreement were consummated plaintiff would find that the "List Alden" resulting from the amalgamation would be quite a different corporation than the "Glen Alden" in which he is now a shareholder. Instead of continuing primarily as a coal mining company, Glen Alden would be transformed, after amendment of its articles of incorporation, into a diversified holding company whose interests would range from motion picture theaters to textile companies. Plaintiff would find himself a member of a company with assets of \$169,000,000 and a long-term debt of \$38,000,000 in lieu of a company one-half that size and with but one-seventh the long-term debt.

[...]

Perhaps the most important consequence to the plaintiff, if he were denied the right to have his shares redeemed at their fair value, would be the serious financial loss suffered upon consummation of the agreement.

[...] We hold that the combination contemplated by the reorganization agreement, although consummated by contract rather than in accordance with the statutory procedure, is a merger within the protective purview of sections 908A and 515 of the corporation law. The shareholders of Glen Alden should have been notified accordingly and advised of their statutory rights of dissent and appraisal. [...]

Decree affirmed at appellants' cost” (SUPREME COURT OF PENNSYLVANIA, 1958).

É importante analisar essa questão pois, conforme abordado anteriormente, a legislação brasileira dispõe de forma diversa no tocante às responsabilidades diante da operação escolhida. Operações de fusão têm como consequência a responsabilidade integral da nova sociedade formada. Por outro lado, uma mera venda de ativos isolados não acarreta grandes discussões em termos de responsabilidades, mantendo-se as empresas compradora e vendedora com suas respectivas obrigações. No meio, há as cisões, parcial e total, com absoluta falta de clareza legislativa em relação às responsabilidades, sem mencionar os encargos nos trespases que, de tão leoninas, desincentivam tais operações.

Aplicar irrestritamente uma ou outra corrente (*de facto vs. independent legal significance*) não parece correto à medida em que ambas têm suas vantagens e desvantagens.

Priorizar totalmente a forma teria como vantagem a proteção da operação escolhida pelas partes, mas, por outro lado, causaria injustiças aos eventuais prejudicados que poderiam ter direitos suprimidos simplesmente porque a transação teria sido escolhida sob uma determinada forma, ainda que o conteúdo se aproximasse de outra operação.

A prevalência irrestrita da substância, por outro lado, não traria vantagens também, a não ser que houvesse parâmetros bem definidos para se evitarem os equívocos possibilitados pelo art. 116 do CTN (BRASIL, 1966). O caminho intermediário é, sem dúvida, o mais indicado e, assim, é importante iniciar a discussão citando o fato de que a primazia da essência sobre a forma já vem sendo prestigiada no âmbito contábil no Brasil, não sendo totalmente uma novidade em si.

Com efeito, o Parecer de Orientação CVM 37 dispõe sobre a “recepção dos conceitos de representação verdadeira e apropriada (*true and fair view*) e da primazia da essência sobre a forma no ordenamento contábil brasileiro” e esclarece que:

Muitos conceitos trazidos pelas IFRS não são necessariamente inéditos para a doutrina contábil brasileira, mas certamente trazem novidade à prática profissional de muitos contadores e ao ambiente contábil das companhias. Nesse contexto está sendo quebrado um paradigma cultural há muito presente em nosso ambiente econômico-financeiro, segundo o qual os eventos econômicos eram interpretados e, conseqüentemente, registrados e mensurados predominantemente conforme sua forma jurídica.

Dois conceitos inter-relacionados são essenciais para o entendimento dessa nova realidade contábil: (i) a representação verdadeira e apropriada; e (ii) a primazia da essência sobre a forma [...]

[...] as regras contábeis não devem servir de “escudo” que impeça a representação verdadeira e apropriada das transações econômicas.

[...]

Pelo exposto acima, os envolvidos no processo de preparação e auditoria das demonstrações financeiras devem pautar suas interpretações dos eventos econômicos na plena aderência da primazia da essência sobre a forma para que as demonstrações contábeis representem de forma verdadeira e apropriada a realidade econômica das transações contabilizadas (CVM, 2011).

É necessário incorporar, de forma moderada, a teoria da *de facto* também ao âmbito societário brasileiro.

Por exemplo, considere-se a operação de *trespasse* para demonstrar tal necessidade: A sociedade X decide realizar uma operação de *trespasse* com a sociedade Y e, por meio dessa transação, um conjunto de bens e direitos são transferidos da sociedade X para a sociedade Y. Ambas sociedades permanecem constituídas, com a diferença de que a sociedade X não detém mais o estabelecimento e nenhum outro ativo relevante, que agora é operado pela sociedade Y.

Dessa maneira, é justa e proporcional à atribuição das responsabilidades estabelecida nos artigos 1.145 e seguintes do Código Civil (BRASIL, 2002)?

A própria redação do art. 1.145 (BRASIL, 2002) é imprópria por si, já que condiciona a eficácia do *trespasse* ao pagamento de todos os credores – ou do consentimento destes – se ao alienante não sobraem bens suficientes para solver o seu passivo.

Ora, caso o adquirente (e não o alienante) – que assumirá todas as obrigações – tenha ativos suficientes para responder pelos passivos do cedente não há qualquer motivo lógico que justifique o prévio pagamento de credores. Ademais, segundo a mesma lei, o não pagamento prévio poderia ser substituído pelo consentimento dos credores (no caso, de todos eles, independentemente do valor do crédito), o que se afigura absolutamente desproporcional.

Uma outra situação, em que a sociedade tenha apenas dois credores, sendo um detentor de 95% do crédito e o outro de 5%. O credor majoritário aprova a operação, mas o de 5% não. Seria coerente impedir a transação por conta da manifestação contrária de um credor minoritário?

Alterando-se o exemplo da operação de *trespasse*, é possível perceber outra razão pela qual é deficiente a lei brasileira. Supõe-se que, após o *trespasse* realizado entre a sociedade X e Y, a sociedade X permaneça em atividade operando outros estabelecimentos, apenas deixando de operar o estabelecimento cedido à empresa Y. Nessa hipótese, é igualmente desproporcional atribuir a responsabilidade solidária do adquirente com o alienante para todo e qualquer tipo de *trespasse*, na medida em que existem modalidades de *trespasses* distintas.

Um *trespasse* com cessão total do estabelecimento comercial e esvaziamento da sociedade cedente não pode ter as mesmas consequências que um *trespasse* com cessão parcial de um dos estabelecimentos e manutenção ativa da sociedade cedente. Uma sociedade pode ter mais de um estabelecimento comercial (por exemplo, atuar em objetos distintos) e ceder apenas um estabelecimento, permanecendo com o outro.

A lei não faz essa distinção e isso é ruim já que desincentiva, sem necessidade, esse tipo de operação e fustiga a criatividade (legal) de empresários para buscarem operações semelhantes, porém com responsabilidades diferentes.

A responsabilidade do adquirente por débitos anteriores ao *trespasse* deveria ser aplicada apenas em certas hipóteses, mormente naquelas em que a sociedade que transferiu o estabelecimento torna-se totalmente esvaziada, desconstituída, inativa ou sem funcionários e ativos.

E é justamente nesse cenário que a teoria (moderada) da *de facto merger* poderia ser incorporada ao ordenamento jurídico brasileiro. Se um determinado *trespasse* tiver o condão de esvaziar total (100%) ou substancialmente (65%) a sociedade, as regras de responsabilidade de uma operação de fusão, por exemplo, seriam adotadas. Ao contrário, se o *trespasse* não tiver como consequência o esvaziamento total ou substancial, os artigos não deveriam ser utilizados e, em contrapartida, aplicar-se-iam regras de outras operações societárias para que sejam aproximadas as substâncias e não as formas, reequilibrando, com isso, o sistema de responsabilidades.

Ainda no campo do *trespasse*, a lei não dedicou sequer um artigo para o direito ao reembolso dos acionistas de uma sociedade afetada. Por que o artigo 137 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) garante aos acionistas dissidentes de uma operação de fusão a incorporação ou, em alguns casos, de cisão, o direito de recesso e não para os acionistas dissidentes de uma operação de *trespasse* na qual a sociedade cedente torna-se totalmente esvaziada?

Em termos de substância, uma sociedade que ceda totalmente o seu estabelecimento comercial estará “esvaziada” da mesma forma que uma sociedade cindida em uma operação de cisão total com mudança de objeto social. Assim, o direito de recesso deveria ser igualmente aplicável a esse tipo de *trespasse*.

Além disso, junto à questão do direito de recesso, também seria justo garantir aos acionistas o direito de preferência na aquisição do estabelecimento objeto de uma operação de *trespasse* desde que, logicamente, o acionista pagasse tanto por tanto o valor ofertado por terceiros.

A aplicação da teoria no Brasil, desse modo, resolveria a deficiência nº. 7, de que “as regras sobre transferência de estabelecimento comercial são incompletas e mal abordadas pela legislação brasileira, desincentivando uma operação relevante aos empresários”.

E o mesmo ocorre em relação à deficiência da lei societária para estabelecer com clareza a responsabilidade das empresas envolvidas em uma cisão, pois a teoria da *de facto* daria flexibilidade ao aplicador do direito para atribuir responsabilidades de acordo com as consequências envolvidas na operação e resolveria a confusa redação da lei societária.

Por exemplo, em uma cisão total, na qual a sociedade cindida não mais existirá, é primordial defender a responsabilidade entre as sociedades receptoras, mas respeitado o percentual do patrimônio recebido. Haver solidariedade entre elas apenas nos casos de fraude ou má-fé, como no caso de a empresa receber ativos consciente de que não tem condições de pagar os respectivos credores. Se for apenas uma sociedade receptora, a responsabilidade deve ser integral como se fosse uma fusão.

Já no que tange à cisão parcial, a questão é mais complexa e o juiz deve analisar com cautela os efeitos da operação escolhida e sua própria substância, caso a caso, pois, nos termos já mencionados da letra fria da lei, a cisão parcial seria toda aquela que não envolvesse a transferência de totalidade do patrimônio, mas sem qualquer distinção entre uma sociedade que transferisse 1% e permanecesse com os outros 99% do patrimônio, de uma outra sociedade que transferisse 99% e permanecesse com o outro 1% do patrimônio.

Dessa maneira, ao atribuir responsabilidades, a lei e o juiz deveriam utilizar algumas ferramentas balizadoras e moderadoras que podem ser úteis para a tomada de decisões em relação às responsabilidades, tais como: (i) a sobrevivência ou não da empresa cedente; (ii) a robustez financeira das empresas envolvidas, antes e depois da operação societária; (iii) o percentual do patrimônio transacionado; e (iv) a razoabilidade ou não dos valores transacionados.

Tais ações poderiam elucidar, por exemplo, se a cisão parcial estaria mais identificada com uma venda isolada de ativos e, conseqüentemente, com poucos reflexos patrimoniais e de responsabilidade, ou se a situação estaria mais parecida com uma cisão total, ainda que – tecnicamente – fosse uma cisão parcial em função da manutenção de míseros 1% do patrimônio na empresa cedente.

Com isso, seria também resolvida, ou pelo menos minimizada, a deficiência n.º 4, sobre a confusa redação da lei societária no que diz respeito às responsabilidades das empresas envolvidas em uma cisão.

As propostas de melhoria são delineadas nas seguintes bases: de um modo geral, o juiz deve respeitar a forma escolhida, mas poderia desconsiderá-la para utilizar regras de responsabilidade diversas, se entender que a substância da operação escolhida aproxima-se de outra operação cujas responsabilidades são distintas e cause efeitos diversos a terceiros.

Seguindo o mesmo raciocínio, o direito ao reembolso dos acionistas dissidentes deveria ser concedido se e quando um juiz encontrasse elementos de outras operações que, se escolhidas formalmente, concedessem esse direito específico e o mesmo raciocínio deve ser aplicado em relação ao direito de preferência.

Ressalta-se que a prevalência da substância sobre a forma no âmbito do direito societário não poderia ocorrer de forma imediata e cega. Deve haver moderação e uma constante calibragem pelos tribunais até que se forme uma jurisprudência coesa sobre esse assunto. A exemplo dos EUA, os tribunais, mais do que os códigos, teriam um papel infinitamente mais importante para dar segurança à sociedade e ao mercado de F&A nesse sentido.

4.4. NORMAS PARA INCENTIVAR A CONCORRÊNCIA NAS OFERTAS PÚBLICAS PARA AQUISIÇÃO VOLUNTÁRIA DE CONTROLE

O subcapítulo 3.2.3 teve por objetivo demonstrar que as normas estabelecidas na legislação brasileira sobre OPA voluntárias concorrentes são absolutamente incompletas, tornando o ambiente normativo incerto e podendo, por consequência, prejudicar os acionistas alvo das ofertas.

Desse modo, as questões a serem analisadas são:

- (i) o atual sistema, baseado no procedimento de leilão com data predeterminada, seria a única forma de incentivar o incremento dos preços em benefício dos acionistas minoritários?
- (ii) o papel da administração da companhia-alvo está devidamente desenhado para incentivar ofertas públicas concorrentes?

Ambas perguntas devem ser respondidas negativamente e, novamente, é possível observar algumas características, legais e acadêmicas, do sistema norte-americano para auxiliar essa análise.

Quanto à primeira questão, não se faz necessário analisar o sistema norte-americano pormenorizadamente, mas sim compreender o cerne das suas normas, especialmente os motivos da guinada legislativa ocorrida nos EUA na década de sessenta em relação às OPA.

Em relação à segunda pergunta, apesar de a legislação norte-americana não parecer a mais adequada, houve uma ampla discussão acadêmica sobre o papel da administração naquela jurisdição, possibilitando, nem que seja parcialmente, inspirações para a melhoria da legislação brasileira.

Nos EUA, ofertas públicas para aquisição de ações são conhecidas como “tender offers”. O termo “tender offer” não foi definido na legislação americana, mas se utiliza, com alguma frequência, o chamado “Wellman test” para verificar sua aplicabilidade. Segundo esse teste, seria considerada uma “tender offer” uma operação com as seguintes características:

(1) Solicitação ativa e generalizada a acionistas [detentores] das ações de uma empresa [aberta]; (2) solicitação feita por um percentual substancial das ações de uma empresa; (3) oferta de compra feita com um prêmio sobre o valor de mercado prevalecente; (4) termos firmes e não negociáveis da oferta; (5) oferta condicionada à venda de um número fixo de ações, geralmente sujeita a um número máximo fixado para compra; (6) oferta aberta somente por um período limitado de tempo; (7) ofertado sujeito à pressão para vender suas ações; [e (8)] anúncios públicos do programa de compra relacionado à empresa alvo precedem ou são acompanhados de rápida acumulação de grandes quantidades de valores mobiliários da empresa alvo (tradução livre)⁸⁵.

Nem todos os itens acima precisam estar presentes e o teste, apesar de reconhecido, já foi uma vez descartado em *Hanson Trust PLC v. SCM Corporation* (UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT, 1985).

As regras sobre “tender offers” foram totalmente reestruturadas na década de sessenta através do Williams Act, datado de 1968. Posteriormente, houve regras estabelecidas pela SEC, tais como o chamado Schedule TO, ou Anexo Tender Offer, com uma série de itens e informações que devem ser divulgadas no âmbito das ofertas.

Antes do Williams Act (UNITED STATES, 1968), ofertas públicas podiam ser anunciadas sem grandes formalidades, sem informação previa à administração da empresa alvo, com validade muito curta e sob a modalidade conhecida como “*first come, first serve*”, ou seja,

⁸⁵“(1) Active and widespread solicitation of public shareholders for the shares of an issuer; (2) solicitation made for a substantial percentage of the issuer’s stock; (3) offer to purchase made at a premium over the prevailing market price; (4) terms of the offer are firm rather than negotiable; (5) offer contingent on the tender of a fixed number of shares, often subject to a fixed maximum number to be purchased; (6) offer open only for a limited period of time; (7) offeree subject to pressure to sell his stock; [and (8)] public announcements of a purchasing program concerning the target company precede or accompany rapid accumulation of a large amount of target company’s securities” (MAYNARD, 2017, p. 435).

os acionistas que antes aceitassem a oferta excluiriam aqueles que aceitassem posteriormente. Eram as conhecidas “*Saturday Night Specials*”. A mudança de posicionamento foi assim resumida por Maynard:

Isso tudo mudou quando o Congresso decidiu regular ofertas públicas em dinheiro pela adoção do Williams Act em 1968, que adicionou subseções (d) e (e) à seção 13 e subseções (d) e (e) à seção 14 do Securities Exchange Act de 1934 [...].

§ 14 (d) impõe obrigações de informação em conexão com uma oferta feita por um terceiro, Empresa ofertante, para ações publicamente negociadas de um Alvo. [...] O objetivo geral dessas reformas é reduzir a pressão sobre os acionistas da empresa alvo de aceitar antecipadamente e assim permitir aos acionistas da empresa alvo a oportunidade de tomar uma decisão informada sobre o mérito da proposta do Ofertante (tradução livre)⁸⁶.

O mesmo autor ainda afirma que:

As mudanças do Williams Act ao Exchange Act foram uma resposta ao uso crescente de ofertas públicas para obterem controle societário. Antes da promulgação do Ato, acionistas das empresas alvo eram constantemente forçados a agirem precipitadamente em ofertas sem o benefício da ampla informação. [...] O Williams Act foi designado para garantir que investidores que respondessem a ofertas públicas recebessem ampla e justa informação [...] também designado para propiciar aos acionistas uma oportunidade de examinar todos os fatos relevantes para tomarem uma decisão sem estarem sujeitos a uma pressão injustificada. [...]

Essa política está refletida na seção 14(d), que rege ofertas públicas de terceiros e proíbe uma oferta pública a não ser que aos acionistas sejam providenciadas certas proteções substanciais e procedimentais incluindo: ampla divulgação; tempo para que possam tomar uma decisão de investimento; direitos de arrependimento; e compra *pro rata* das ações caso a oferta seja subscrita como a maior (tradução livre)⁸⁷.

⁸⁶ “This all changed when Congress decided to regulate cash tender offers by adopting the Williams Act in 1968, which added subsections (d) and (e) to section 13 and subsections (d) and (e) to section 14 of the Securities Exchange Act of 1934 [...].

§14 (d) imposes disclosure obligations in connection with a tender offer by a third party, Bidder Co., for shares of a publicly traded Target. [...] The general goal of these reforms is to reduce the pressure on the Target shareholder to tender early and thereby afford the Target shareholder the opportunity to make an informed decision as to the merits of Bidder’s offer” (MAYNARD, 2017, p. 408-409).

⁸⁷ “The Williams Act amendments to the Exchange Act were enacted in response to the growing use of tender offers to achieve corporate control. Prior to the passage of the Act, shareholders of target companies were often forced to act hastily on offers without the benefit of full disclosure [...] The Williams Act was intended to ensure that investors responding to tender offers received full and fair disclosure [...] also designed to provide shareholders an opportunity to examine all relevant facts in an effort to reach a decision without being subject to unwarranted pressure. [...]

This policy is reflected in section 14 (d), which governs third-party tender offers, and which prohibits a tender offer unless shareholders are provided with certain procedural and substantive protections including: full disclosure; time in which to make an investment decision; withdrawal rights; and pro rata purchase of shares accepted in the event the offer is oversubscribed” (MAYNARD, 2017, p. 433-434).

Com efeito, a legislação americana é clara ao estipular o período mínimo de vinte dias para a oferta ficar em aberto a fim de que os acionistas tomem uma decisão:

Código de Regras Federais Americano

§240.14e-1 Práticas ilegais de ofertas públicas.

Como uma forma razoavelmente designada para evitar atos ou práticas fraudulentas, enganosas ou manipuladoras [...] nenhuma pessoa que fizer uma oferta pública pode:

- (a) Manter a oferta pública aberta por menos de vinte dias úteis a partir da data em que a oferta pública for publicada ou enviada pela primeira vez aos detentores de valores mobiliários [...];
- (b) Aumentar ou diminuir o percentual da classe de valores mobiliários solicitada ou a contraprestação oferecida [...] a menos que tal oferta permaneça aberta por pelo menos dez dias úteis a partir da data em que o aviso de tal aumento ou diminuição for publicado pela primeira vez ou enviado ou fornecido aos titulares de valores mobiliários[...] (tradução livre)⁸⁸.

Também a lei é bastante objetiva no sentido de que: (i) acionistas podem revogar suas opções; (ii) a compra será sempre *pro rata*; e (iii) alterações posteriores beneficiam a todos os que já tiverem optado por elas:

(5) Os valores mobiliários depositados nos termos de uma oferta pública [...] podem ser retirados pelo depositante ou por seu representante a qualquer momento até a expiração do prazo de sete dias após a primeira publicação das cópias definitivas da oferta [...] e a qualquer momento após sessenta dias a contar da data da oferta pública original, solicitação ou convite, exceto se a Comissão determinar em contrário por regras, regulamentos ou decisão, conforme necessário ou apropriado, no interesse público ou para a proteção dos investidores.

(6) Quando qualquer pessoa fizer uma oferta pública [...] onde um número maior de valores mobiliários for depositado [...] tal pessoa ficará obrigada [...] a pagar pro rata [...].

(7) Quando qualquer pessoa alterar os termos de uma oferta pública [...] antes do vencimento, aumentando a contraprestação oferecida aos detentores desses valores mobiliários, essa pessoa deve pagar a contraprestação adicional a cada detentor de valores mobiliários os quais forem comprados e pagos de acordo com a oferta pública [...] independentemente de esses valores mobiliários terem

⁸⁸ “Code of Federal Regulation

§240.14e-1 Unlawful tender offer practices.

As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices [...] no person who makes a tender offer shall:

(a) Hold such tender offer open for less than twenty business days from the date such tender offer is first published or sent to security holders [...];

(b) Increase or decrease the percentage of the class of securities being sought or the consideration offered [...] unless such tender offer remains open for at least ten business days from the date that notice of such increase or decrease is first published or sent or given to security holders [...]” (UNITED STATES CODE, 2020).

sido adquiridos por essa pessoa antes da variação da oferta pública ou solicitação ou convite (tradução livre)⁸⁹.

Sobre a dinâmica de alterações de termos e respectivos prazos, assim estabelece a legislação americana:

Divulgação de ofertas públicas para detentores de valores mobiliários.

[...]

(2) Em uma oferta de valores mobiliários registrada em que o ofertante divulgue o prospecto preliminar [...] a oferta deve permanecer aberta a partir da data em que as alterações relevantes nos materiais da oferta pública forem divulgadas aos detentores de valores mobiliários, conforme a seguir:

(i) Cinco dias úteis para um suplemento ao prospecto que contenha uma mudança material que não seja o preço ou a quantidade de ações;

(ii) Dez dias úteis para um suplemento ao prospecto que contenha uma alteração no preço, na quantidade de valores mobiliários almejados [...] ou outra alteração igualmente significativa;

[...]

(iv) Vinte dias úteis para um prospecto revisado quando o prospecto inicial for materialmente deficiente (tradução livre)⁹⁰.

Em relação às informações necessárias aos acionistas, parte da Seção 14, (d) (1) do Exchange Act, dispõe que:

É ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente [...] fazer uma oferta pública [...] se, após a sua consumação, essa pessoa for, direta ou indiretamente, a efetiva beneficiária de mais de 5 por cento dessa classe, a menos que, no momento em que as cópias da oferta, solicitação ou convite sejam primeiramente

⁸⁹ “(5) Securities deposited pursuant to a tender offer [...] may be withdrawn by or on behalf of the depositor at any time until the expiration of seven days after the time definitive copies of the offer [...] are first published [...] and at any time after sixty days from the date of the original tender offer or request or invitation, except as the Commission may otherwise prescribe by rules, regulations, or order as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(6) Where any person makes a tender offer [...] where a greater number of securities is deposited [...] than such person is bound [...] pay for [...] pro rata [...]

(7) Where any person varies the terms of a tender offer [...] before the expiration thereof by increasing the consideration offered to holders of such securities, such person shall pay the increased consideration to each security holder whose securities are taken up and paid for pursuant to the tender offer [...] whether or not such securities have been taken up by such person before the variation of the tender offer or request or invitation” (UNITED STATES, 1934b, Seção 14 d).

⁹⁰ “Dissemination of tender offers to security holders.

[...]

(2) In a registered securities offer where the bidder disseminates the preliminary prospectus [...] the offer must remain open from the date that material changes to the tender offer materials are disseminated to security holders, as follows:

(i) Five business days for a prospectus supplement containing a material change other than price or share levels;

(ii) Ten business days for a prospectus supplement containing a change in price, the amount of securities sought [...] or other similarly significant change;

[...]

(iv) Twenty business days for a revised prospectus when the initial prospectus was materially deficient” (UNITED STATES CODE, 2020, §240.14d-4).

publicados, enviados ou entregues aos titulares de valores mobiliários, tal pessoa tenha apresentado à Comissão uma declaração contendo as informações especificadas na seção 13 (d) deste capítulo e informações adicionais que a Comissão possa, por regras e regulamentos, determinar como necessárias ou apropriadas, no interesse público ou para a proteção dos investidores [...] (tradução livre)⁹¹.

Dentre as informações necessárias, a Seção 13 do Exchange Act é bastante completa e menciona as seguintes condições:

- A) os antecedentes, a identidade, a residência, a nacionalidade e a natureza da propriedade beneficiária por essa pessoa e por todas as outras pessoas por quem ou em nome de quem as compras foram ou devem ser efetuadas;
- (B) a fonte e o valor dos fundos ou outra contraprestação usada ou a ser usada nas compras e se alguma parte do preço de compra é representada ou deve ser representada por fundos ou outra contraprestação emprestada ou obtida de outra forma com o objetivo de adquirir, manter ou negociar tais valores mobiliários, uma descrição da transação e os nomes das partes, exceto quando uma fonte de recursos é um empréstimo concedido no curso normal dos negócios [...];
- (C) se o objetivo das compras ou compras em potencial for adquirir o controle dos negócios do emissor dos valores mobiliários, quaisquer planos ou propostas que tais pessoas possam ter para liquidar esse emissor, vender seus ativos ou fundi-lo com quaisquer outras pessoas ou fazer qualquer outra mudança importante em sua estrutura comercial ou empresarial;
- (D) o número de ações de tais valores mobiliários que são de propriedade beneficiária e o número de ações em relação às quais existe o direito de adquirir, direta ou indiretamente, por (i) tal pessoa e (ii) cada associado dessa pessoa, fornecendo os antecedentes, identidade, residência e nacionalidade de cada um desses associados; e
- (E) informação sobre quaisquer contratos, acordos ou entendimentos com qualquer pessoa com relação a quaisquer valores mobiliários do emissor, incluindo, mas sem limitar, a transferência de quaisquer valores mobiliários, *joint ventures*, acordos de empréstimo ou opção, venda ou compra, garantia de empréstimos, garantias contra perdas ou garantias de lucros, divisão de perdas ou lucros ou concessão ou retenção de procurações, nomeando as pessoas com quem esses contratos, acordos ou entendimentos foram celebrados e fornecendo os detalhes relacionados [...] (tradução livre)⁹².

⁹¹ 7“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly [...]to make a tender offer for [...] if, after consummation thereof, such person would, directly or indirectly, be the beneficial owner of more than 5 per centum of such class, unless at the time copies of the offer or request or invitation are first published or sent or given to security holders such person has filed with the Commission a statement containing such of the information specified in section 13(d) of this title, and such additional information as the Commission may by rules and regulations prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors [...]” (UNITED STATES, 1934b, Seção 14).

⁹² “(A) the background, and identity, residence, and citizenship of, and the nature of such beneficial ownership by, such person and all other persons by whom or on whose behalf the purchases have been or are to be effected;

(B) the source and amount of the funds or other consideration used or to be used in making the purchases, and if any part of the purchase price is represented or is to be represented by funds or other consideration borrowed or otherwise obtained for the purpose of acquiring, holding, or trading such security, a description of the transaction and the names of the parties thereto, except that where a source of funds is a loan made in the ordinary course of business [...]

(C) if the purpose of the purchases or prospective purchases is to acquire control of the business of the issuer of the securities any plans or proposals which such persons may have to liquidate such issuer, to sell its assets to or merge it with any other persons, or to make any other major change in its business or corporate structure;

Dessa maneira, o sistema americano baseia-se no binômio tempo e informação, concedendo-se tempo suficiente para, de um lado, não pressionar acionistas a decidirem e, por outro, permitir que concorrentes apareçam. Além disso, informações abundantes do ofertante e do alvo devem ser disponibilizadas para que as decisões sejam tomadas com maior base de informação possível.

Em resumo, Bebchuk pondera que “vários artigos do Williams Act e da legislação estadual sobre ofertas públicas regulam as ofertas de uma forma a facilitar ofertas concorrentes” (tradução livre)⁹³, sendo que “principalmente, as normas concedem tempo, que é necessário para a concretização de ofertas concorrentes” (tradução livre)⁹⁴.

Igualmente, Bradford afirma que:

O Williams Act dispõe de um mínimo período de espera de vinte dias para que surjam ofertas concorrentes, e a diretoria existente tem ampla discricionariedade nos termos da lei para solicitar ofertas adicionais. O período de espera do Williams Act é geralmente suficiente para fomentar ofertas concorrentes (tradução livre)⁹⁵.

E, ainda, segundo Bebchuk:

O instrumento essencial e primordial para facilitar ofertas concorrentes é a regulação dos ofertantes. Mais importante ainda, é desejável prescrever um período de espera. Os acionistas dispersos do alvo estão sob pressão para aceitar. Se eles pudessem agir em conjunto, provavelmente acordariam entre si sobre esperar um período e explorar oportunidades de ofertas concorrentes. Como os custos de transação tornam impossível o acordo, são necessárias regras para garantir tempo necessário para as ofertas concorrentes. Um período de espera legal facilita as ofertas concorrentes não apenas diante de ofertas hostis, mas

(D) the number of shares of such security which are beneficially owned, and the number of shares concerning which there is a right to acquire, directly or indirectly, by (i) such person, and (ii) by each associate of such person, giving the background, identity, residence, and citizenship of each such associate; and
(E) information as to any contracts, arrangements, or understandings with any person with respect to any securities of the issuer, including but not limited to transfer of any of the securities, joint ventures, loan or option arrangements, puts or calls, guaranties of loans, guaranties against loss or guaranties of profits, division of losses or profits, or the giving or withholding of proxies, naming the persons with whom such contracts, arrangements, or understandings have been entered into, and giving the details thereof. [...]” (UNITED STATES, 1934b, Seção 13).

⁹³ “Various provisions of the Williams Act and state tender offer statutes regulate tender offers in ways that facilitate competing bids” (BEBCHUK, 1982, p. 1029).

⁹⁴ “Primarily, the regulations provide time, which is necessary for making competing offers” (BEBCHUK, 1982, p. 1029, nota 13).

⁹⁵ “The Williams Act provides a minimum delay period of twenty business days for competing bids to arise, and existing management has broad discretion under existing law to solicit additional bids. The Williams Act delay period is often sufficient to bring forth competing bids [...]” (BRADFORD, 1990, p. 452).

também nas amigáveis, nas quais a ameaça de ofertas concorrentes é o maior teste na diretoria e seu sócio (tradução livre)⁹⁶.

Não há o formato de um rígido e estanque leilão e a administração tem a liberdade de conduzir todo o procedimento.

Muito embora o sistema brasileiro também conceda tempo suficiente para incentivar o surgimento de outras ofertas, estabelece desnecessariamente a figura de um leilão pré-marcado, cujo ambiente, como citado anteriormente, não é marcado pela competição, pois ela acontece *previamente* ao leilão.

Sugere-se, alternativamente, que a legislação nacional seja reformada para excluir a figura do leilão predeterminado e contemplar um procedimento mais dinâmico e eficiente a ser detalhado em seguida.

O primeiro edital para OPA voluntária deveria conter um prazo-base de 45 dias para aceitação, período suficiente para, de um lado, não pressionar os acionistas a tomarem uma decisão apressada e, por outro, propiciar tempo para que outros concorrentes se manifestem. Esse prazo é igualmente suficiente para uma atitude pró-ativa da administração.

A aceitação da oferta pelos acionistas poderia ocorrer até o último dia do prazo supracitado, sendo igualmente revogável pelo próprio acionista no mesmo período. Eles devem ter a possibilidade de se manifestar no decorrer do prazo concedido em edital, através de simples aceitação via sistema *online*.

Desse modo, nada de definitivo ocorreria antes dos aludidos quarenta e cinco dias. Caso nenhuma outra empresa tenha interesse, há a garantia de que os acionistas não tiveram que

⁹⁶ “The essential and primary instrument for facilitating competing bids is the regulation of offerors. Most importantly, it is desirable to prescribe a delay period. A target’s dispersed shareholders are under pressure to tender. If they could act in concert, they presumably would often agree among themselves to hold out for some limited period and explore the possibility of a competing offer. Since transaction costs make such an agreement impossible, regulations are needed to secure the time that is crucial for competing bids. A regulatory delay period facilitates competing offers not only in the face of hostile bids, but also in friendly takeovers, where the threat of a competing bid is the main check on management and its partner [...]” (BEBCHUK, 1982, p. 45).

tomar uma decisão apressada e, ainda, que de fato não houve interessados na mesma empresa-alvo.

Por outro lado, caso eventuais terceiros interessados tenham a intenção em concorrer, deveriam submeter suas ofertas também até o último dia do prazo em questão, sendo que, a cada nova oferta (ou alteração de preços e condições), o prazo deve ser renovado por mais vinte dias da data dessa oferta, sem necessidade do estabelecimento de um leilão final para tanto.

Editais também são dispendiosos, o que aumenta os custos de transação de todo o procedimento. Uma vez lançado o primeiro e completo edital, suas alterações – em especial em relação ao preço e condições – devem ocorrer mediante simples comunicado ao mercado, nos termos da ICVM 361 (CVM, 2002), publicado na rede mundial de computadores e disponibilizado aos acionistas através das respectivas corretoras.

Em não havendo uma data de leilão final, o procedimento, na teoria, poderia ocorrer indefinidamente, porém, na prática, isso não acontece, pois existe um ponto em que não haverá interessados ou, se houver, estes podem atingir um limite em relação ao preço que podem pagar ou quanto às condições ofertadas.

Assim, o desfecho desse procedimento todo não precisa ser predeterminado pela norma, como ainda é no Brasil, pois isso ficaria a cargo da própria *dinâmica* do sistema. Com isso, ao mesmo tempo em que se garantiria tempo suficiente para fomentar a concorrência, eliminar-se-ia o desnecessário e custoso leilão para a definição das ofertas concorrentes.

Dessa forma, o atual sistema, baseado no procedimento de leilão com data predeterminada, não é a única forma de incentivar o incremento dos preços em benefício dos acionistas minoritários. Na realidade, esse sistema passa uma falsa impressão de que haveria, de fato, uma contenda em leilão quando, na realidade, a batalha é realizada previamente a ele. Basta, assim, que se regule essa disputa e se exclua a desnecessária figura do leilão.

Quanto ao papel da administração da companhia-alvo e se ele estaria devidamente desenhado para incentivar ofertas públicas concorrentes, a legislação brasileira é bastante falha. Nesse particular, há dois problemas, sendo um de legitimidade e outro de conteúdo.

Quanto à legitimidade, a legislação não pode permitir que todo o processo advindo do lançamento de uma OPA voluntária seja conduzido pelos mesmos administradores que serão provavelmente substituídos em caso de sucesso da própria OPA.

Com efeito, o artigo 156 da Lei das S/A (BRASIL, 1976) dispõe ser “vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia” e o sucesso de uma OPA, com a troca do controle, fatalmente acarretará na troca do comando administrativo também, dessa forma, os administradores sequer podem participar desse procedimento.

Esse processo deve ser conduzido por uma diretoria externa e independente cujo objetivo é opinar da forma mais isenta e profissional possível e de fomentar a concorrência entre as ofertas.

Seria leviano afirmar que, na prática, todo o conselho estaria em uma situação de conflito de interesses frente a uma OPA voluntária de aquisição de controle. Todavia, é perfeitamente possível reiterar que, ao menos na teoria, o conselho torna-se suspeito ao tomar uma decisão, qualquer que seja o seu conteúdo, contrária a ele próprio.

Conseqüentemente, a administração atual de uma empresa não pode participar da tomada de decisões e da condução de um processo de OPA voluntária. É preciso que se nomeiem diretores externos e independentes para a condução do processo todo.

Oesterle chegou a tratar desse assunto nos EUA e sugeriu uma alternativa levemente diferente da proposta deste estudo, mas, de um modo geral, também resolveria o problema de agência:

Por exemplo, os acionistas podem concordar em outorgar nas mãos de um certo agente o direito exclusivo de vender as ações caso qualquer oferta pública seja anunciada acima de um percentual específico de ações, com os acionistas reservando para si o direito de vender a qualquer um exceto o ofertante durante o período da oferta. O agente terá o poder de negociar o melhor preço com o

ofertante inicial e de procurar outros interessados para estimular um leilão. O direito de não aceitar a oferta poderia ser outorgado exclusivamente ao agente ou reservado aos acionistas permitindo que eles recusem uma venda mesmo que o seu agente recomende-os para serem vendidos. Em qualquer um dos casos, no entanto, o agente deve concordar com o preço da oferta pública para prosseguir. O agente pode ser restringido, se desejado, por alguns limites preestabelecidos à sua autoridade de negociação (tradução livre)⁹⁷.

[...]

A remuneração poderia estar ligada aos aumentos dos preços das ações resultantes de seus atos em resposta a uma oferta pública. Esse método de remuneração eliminaria grande parte do conflito de interesses que resulta quando os administradores do alvo respondem a uma oferta pública. O diretor especial, é claro, pode perder o emprego após a conclusão de uma oferta pública de aquisição, mas ele percebe que não tem vantagens em derrotar uma oferta pública, a menos que o preço das ações após a oferta exceda a média ponderada do preço da oferta pública e o preço previsto para o segundo estágio da fusão. Além disso, a reputação do diretor especial como agente de negociação, que pode lhe dar oportunidades de atuar em uma capacidade semelhante para outras empresas, depende de seu sucesso na negociação do melhor preço. Infelizmente, a criação de diretorias especialmente compensadas e com poderes nunca recebeu séria consideração. No entanto, é o único sistema que os tribunais devem julgar sob a regra de decisão negocial (tradução livre)⁹⁸.

O único problema da sugestão de Oesterle é outorgar a decisão de vender ou não as ações ao agente externo quando, na verdade, essa deve ser uma decisão intransferível e independente de cada acionista, levando-se em consideração as peculiaridades de cada acionista. O leque de acionistas varia desde os mais vulneráveis, que investem a sua poupança com o objetivo de um retorno maior, até os especuladores mais dispostos ao risco de perderem o capital investido. Além disso, a incorporação ao sistema brasileiro de uma diretoria externa para conduzir todo o processo e fomentar a concorrência, além de ser remunerada com base no valor das ações vendidas (se e quando forem vendidas) parece

⁹⁷ “For example, the shareholders could agree to vest in the hands of an identified agent the exclusive right to tender stock in the event any tender offer is announced for more than a specified percentage of the stock, with the shareholders retaining the right to sell to anyone but the offeror during the period of the tender offer. The agent will then have the power to negotiate for the best price with the original bidder and to find other bidders to stimulate an auction. The right not to tender could also be vested exclusively in the agent or reserved to the shareholders enabling them to refuse to tender even though their agent recommends that they tender. In either case, however, the agent *must* agree to the price for the tender offer to proceed. The agent could be constrained, if desired, by some pre-established limits on his bargaining authority” (OESTERLE, 1985, p. 67).

⁹⁸ “[...] Compensation could be tied to stock prices increases resulting from his acts in response to a tender offer. This method of compensation would eliminate much of the conflict of interest that results when target managers respond to a tender offer. The special director, of course, may lose his job upon completion of a tender offer, but he realizes no gain by defeating a tender offer unless the post tender offer stock price exceeds the weighted average of the tender offer price and the anticipated second-stage merger price. Moreover, the special director’s reputation as a negotiating agent, which could earn him opportunities to act in a similar capacity for other companies, depends in his success in negotiating the best price. Unfortunately, the creation of specially compensated and empowered directorships has never received serious consideration. Yet, it is the only system that courts should judge under the business judgement rule” (OESTERLE, 1985, p. 70).

uma alternativa positiva para, de um lado, evitar conflitos de interesse e, de outro, maximizar o valor das ofertas aos acionistas minoritários.

Aliás, de acordo com os argumentos utilizados pelo aludido professor, a regra da *business judgment rule*, ou de decisão negocial, não poderia sequer ser aplicada em casos envolvendo OPA cujos processos sejam conduzidos pelos atuais diretores:

A segunda alteração recomendada é que os tribunais devam parar de aplicar a doutrina ou regra da decisão negocial, o teste do “objetivo principal”, ou uma combinação dos dois na avaliação da conduta da administração do alvo ao responder a uma oferta hostil. A regra da decisão negocial fornece um porto seguro para diretores ou executivos que tomam decisões comerciais honestas e informadas, nas quais eles acreditam razoavelmente que servirão aos melhores interesses de suas empresas. Os tribunais se recusam a adivinhar essas decisões, mesmo que eventualmente prejudiquem a posição financeira da empresa. O tomador de decisão deve estar desinteressado para que a regra seja aplicada. Nos casos em que os interesses pessoais e da empresa obviamente conflitem, os tribunais desconsideram a regra da decisão negocial e aplicam um dever mais rigoroso do padrão de lealdade. Se o conflito não for óbvio, o acionista reclamante tem o ônus de provar que um funcionário da empresa tem um conflito de interesses. Se o acionista suportar o ônus, o ônus será transferido para o funcionário implicado para provar que a transação contestada foi justa e razoável.

Embora os diretores do alvo que temem por seus empregos tenham interesse pessoal no resultado de uma oferta hostil, a maioria dos tribunais aplicou a regra de julgamento comercial para proteger os diretores do alvo que se envolveram em táticas defensivas contra uma oferta hostil (tradução livre)⁹⁹.

Dessa maneira, constata-se mais um motivo para demonstrar a incoerência em deixar que os administradores conduzam um processo pelo qual, em caso de sucesso, fatalmente perderão seus empregos.

O descrédito de eventual conflito de interesses somente estaria resolvido com uma administração externa e independente.

⁹⁹ “The second recommended change is that courts should stop applying the business judgment doctrine or rule, the primary purpose test, or a combination of the two in evaluating a target management’s conduct when responding to a hostile tender offer. The business judgment rule provides a safe harbor for directors or officers who make honest, informed business decisions which they reasonably believe will serve the best interests of their corporations. Courts refuse to second-guess such decisions even if they eventually harm the company’s financial position. The decisionmaker must be disinterested for the rule to apply. In cases in which personal and company interests obviously conflict, courts disregard the business judgment rule and apply a more rigorous duty of loyalty standard. If the conflict is not obvious, the complaining shareholder bears the burden of proving that an official of the company has a conflict of interest. If the shareholder carries the burden, the burden shifts to the implicated official to prove that contested transaction was fair and reasonable. Although target managers who fear for their jobs have a personal interest in the outcome of a hostile tender offer, most courts have applied the business judgment rule to insulate target managers who engaged in defensive tactics against a hostile tender offer” (OESTERLE, 1985, p. 83 e 84).

Quanto à questão do mérito, ou seja, do conteúdo da atitude dos administradores em todo esse contexto, a legislação americana não se mostra útil, já que - assim como a brasileira - permite que a administração da companhia permaneça *neutra* diante de uma oferta pública. Nesse sentido, vale comparar o artigo 240, 14e-2, do título 17 do Código de Regras Federais Americano (UNITED STATES, 2020) com o artigo 32 D da ICVM 361 (CVM, 2002).

Quadro 2: Comparação do artigo 240, 14e-2, do título 17 do Código de Regras Federais Americano com o artigo 32 D da ICVM 361 (CVM, 2002)

Artigo 240, 14e-2 do Código de Regras Federais Americano	Artigo 32 D da ICVM 361 (CVM, 2002)
<p>§240.14e-2 Posição da empresa alvo em relação a uma oferta pública.</p> <p>(a) Posição da empresa alvo. Como uma maneira razoavelmente designada para impedir atos ou práticas fraudulentas, enganosas ou manipuladoras no sentido da seção 14 (e) da Lei, a empresa alvo, no máximo em 10 dias úteis a partir da data em que a oferta pública for primeiramente publicada, enviada ou entregue, deve publicar, enviar ou entregar aos detentores de valores mobiliários uma declaração divulgando que a empresa em questão:</p> <p>(1) Recomenda a aceitação ou rejeição da oferta pública do ofertante;</p> <p>(2) Não manifesta opinião e permanece neutra em relação à oferta pública do ofertante; ou</p> <p>(3) É incapaz de se posicionar em relação à oferta pública de compra do ofertante. Essa declaração também deve incluir o(s) motivo(s) da posição [...] (tradução livre)¹⁰⁰</p>	<p>Art. 32-D. Caso o conselho de administração da companhia objeto decida se manifestar de modo favorável ou contrário à aceitação da OPA para aquisição de controle:</p> <p>I – a manifestação deverá abordar todos os aspectos relevantes para a decisão do investidor, sobretudo o preço oferecido na OPA;</p> <p>II – a manifestação deve descrever as alterações relevantes na situação financeira da companhia objeto ocorridas desde a data das últimas demonstrações financeiras ou informações trimestrais divulgadas ao mercado; e</p> <p>III – cópia da manifestação deverá ser divulgada ao mercado por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.</p>

Fonte: elaborado pelo autor.

¹⁰⁰ “Position of subject company with respect to a tender offer.

(a) Position of subject company. As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices with the meaning of section 14(e) of the Act, the subject company, no later than 10 business days from the date the tender offer is first published or sent or given, shall publish, send or give to security holders a statement disclosing that the subject company:

(1) Recommends acceptance or rejection of the bidder's tender offer;

(2) Expresses no opinion and is remaining neutral toward the bidder's tender offer; or

(3) Is unable to take a position with respect to the bidder's tender offer. Such statement shall also include the reason(s) for the position [...]” (UNITED STATES, 2020, art. 240, 14e-2).

Se, por um lado, a legislação brasileira faculta ao conselho de administração manifestar-se ou não, a legislação americana obriga que a administração emita um comunicado, porém permite que uma das opções desse comunicado seja a de não expressar qualquer opinião em um estado neutro. Verifica-se, assim, que o efeito é semelhante, pois, independentemente do país, a administração pode permanecer neutra, inerte, diante de todo o procedimento. Isso é fatal para o incentivo à concorrência e, por consequência, aos acionistas dispersos do mercado.

É fato que o art. 21 do Regulamento do Novo Mercado¹⁰¹ apresenta-se diferente da ICVM 361 (CVM, 2002) e exclui a possibilidade de neutralidade, mas ainda assim esse artigo seria aplicável apenas às companhias que se submeterem a esse segmento e ele cita a matéria de forma bastante incompleta.

Apesar de a letra fria da lei americana não ser útil, a discussão acadêmica travada nos EUA na década de 1980 é de grande valia para a propositura de melhorias ao sistema brasileiro.

Exponentes de várias escolas participaram do debate, dentre eles Frank Easterbrook e Daniel Fischel (1981), Lucian Bebchuk (1982) e Ronald Gilson (1982).

Muito embora haja um certo consenso no fato de que a administração não poderia chegar ao ponto de obstruir ofertas concorrentes, há nítidas diferenças entre as teorias defendidas. Easterbrook e Fischel defendem que a administração da companhia tenha uma atitude passiva diante de uma oferta pública de compra de ações. Chegam a sustentar, inclusive, que os “acionistas beneficiam-se até mesmo quando a empresa deles nunca é sujeita a uma oferta pública” (tradução livre)¹⁰².

¹⁰¹ “O conselho de administração da companhia deve elaborar e divulgar parecer fundamentado sobre qualquer OPA que tenha por objeto as ações de emissão da companhia, em até 15 (quinze) dias da publicação do edital da referida OPA, no qual se manifestará, ao menos:

I - sobre a conveniência e a oportunidade da OPA quanto ao interesse da companhia e do conjunto de seus acionistas, inclusive em relação ao preço e aos potenciais impactos para a liquidez das ações;
 II - quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à companhia; e
 III- a respeito de alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado.

Parágrafo único. O parecer do conselho de administração deve abranger a opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da OPA, alertando que é de responsabilidade de cada acionista a decisão final sobre a referida aceitação” (B3, 2017, art. 21).

¹⁰² “shareholders benefit even if their corporation never is the subject of a tender offer” (EASTERBROOK & FISCHEL, 1981, p. 1174).

Alguns dos argumentos utilizados para defender essa “teoria passiva” são: (i) os acionistas poderiam até receber, em uma oferta pública, um valor acima do pago pelo mercado mas, de fato, isso seria apenas uma troca de riquezas do acionista comprador para o acionista vendedor; (ii) haveria uma externalidade negativa em todo o processo, já que o aumento do preço das ações – em decorrência da concorrência – acabaria por desincentivar ofertas de interessados em outros alvos; e (iii) haveria custos altos no monitoramento de empresas que possam ser alvos de ofertas e nenhuma companhia gostaria de ser a primeira a fazer essa pesquisa, pois sempre existirão os *free riders* para se aproveitarem dessa averiguação, sem o mesmo custo. Com menos procura, o valor das ações acabaria sendo reduzido:

Se a companhia adota uma política intransigente de resistência e tem sucesso em manter sua independência, os acionistas perdem qualquer prêmio ofertado pelo comprador acima do valor de mercado ou qualquer prêmio que possa ter sido ofertado não fosse a resistência ou a prospecção de resistência. [...]

Os administradores da empresa alvo, entretanto, têm um interesse substancial em preservar a independência da sua empresa e assim preservar seus salários e status; quanto menos eficientes tenham sido eles como administradores, maior será o seu interesse em impedir a oferta.

[...]Até mesmo a resistência que acabe por provocar uma oferta maior é um desperdício social. Embora os acionistas da empresa alvo possam receber um preço maior, esses ganhos são exatamente compensados através do pagamento pelo ofertante e assim uma perda aos acionistas do ofertante. Acionistas como um grupo ganham nada; o aumento no preço é simplesmente uma transferência de pagamento dos acionistas do ofertante aos acionistas do alvo.

[...]

Uma “externalidade” relacionada ocorre quando a administração do alvo resiste a uma oferta pública. O aumento resultante nos preços pagos para empresas alvo vai geralmente desencorajar potenciais ofertantes para outros alvos; quando o preço de qualquer coisa sobe, a quantidade demandada cai.

[...]

Ofertantes em potencial devem conduzir pesquisas substanciais para identificar empresas subavaliadas e para determinar como a sua administração pode ser melhorada. [...] Os ofertantes subsequentes pegam uma “carona”. [...] Como consequência, nenhuma empresa quer ser a primeira ofertante a não ser que haja alguma vantagem [...] e, claro, se não houver um primeiro ofertante não haverá ofertantes subsequentes e também prêmio em aceitar a oferta [...]

Nosso argumento significa que a resistência é cara para acionistas e logicamente eles devem evitar tais custos instruindo os administradores a concordarem com as ofertas públicas (tradução livre)¹⁰³.

¹⁰³ “If the company adopts a policy of intransigent resistance and succeeds in maintaining its independence, the shareholders lose whatever premium over market value the bidder offered or would have offered but for the resistance or the prospect of resistance. [...]

The target’s managers, however, have a substantial interest in preserving their company’s independence and thus preserving their salaries and status; the less effective they have been as managers, the greater their interest in preventing a takeover.

[...] Even resistance that ultimately elicits a higher bid is socially wasteful. Although the target’s shareholders may receive a higher price, these gains are exactly offset by the bidder’s payment and thus by a loss to the bidders shareholders. Shareholders as a group gain nothing; the increase in the price is simply a transfer payment from the bidder’s shareholders to the target’s shareholders.

[...]

Essa teoria foi rebatida tanto por Bebchuk quanto por Gilson. Bebchuk esclarece inicialmente que:

A competição entre compradores potenciais geralmente aumenta o preço que o vendedor receberá. Essa competição é especialmente importante para os vendedores em uma aquisição empresarial em razão do controle do alvo estar geralmente disperso. Acionistas dispersos do alvo que encarem apenas um potencial comprador, o ofertante inicial, estão sujeitos a uma desvantagem especial a que um único proprietário não se sujeitaria. Se o alvo tiver apenas um proprietário, o proprietário poderia barganhar com o comprador sobre a divisão de ganhos advindos da aquisição. No entanto, acionistas dispersos estão presumivelmente impossibilitados de organizarem um bloqueio e ameaçarem a compra, insistindo em receber alguma parcela específica dos ganhos [...] enquanto a maioria das ações do alvo for detida por poucos acionistas com posições insignificantes, o potencial comprador que não enfrente concorrência pode muito bem adquirir o alvo por um prêmio baixo constituindo apenas uma fração pequena dos ganhos da aquisição.

[...]

Embora o artigo de Easterbrook e de Fischel contribua para a análise das regras que regulam as aquisições, a sua tese, no sentido de que é desaconselhável facilitar a concorrência entre ofertas, não é convincente. Este comentário demonstra que uma regra de leilão tem benefícios significativos. A regra beneficia os acionistas do alvo por aumentar substancialmente o prêmio que eles poderiam esperar se a companhia fosse adquirida, seja através de fusão ou aquisição. A regra aumenta o bem-estar social ao aumentar de várias formas a eficiência com que os recursos da sociedade são utilizados (tradução livre)¹⁰⁴.

A related “externality” arises when a target’s management resists a tender offer. The resulting increase in the prices paid for target firms will generally discourage prospective bidders for other targets; when the price of anything goes up, the quantity demanded falls.

[...]

Prospective offerors must do substantial research to identify underpriced corporations and to determine how their management can be improved. [...] The subsequent bidders take a free ride [...] As a result no firm wants to be the first bidder unless it has some advantage [...]. And, of course, if there is no first bidder there will be no later bidders and no tender premium.

Our argument implies that resistance is costly to shareholders and that logically they should seek to avoid those costs by instructing managers to acquiesce in tender offers” (EASTERBROOK & FISCHEL, 1981, p. 1174– 1180).

¹⁰⁴ “Competition among potential buyers generally raises the price a seller will receive. Such competition is specially important for the sellers in a corporate takeover, however, because target’s ownership is usually dispersed. Dispersed target shareholders who face only one potential buyer, the initial offeror, are subject to a particular disadvantage that a sole owner would not suffer. If the target has a sole owner, the owner could bargain with the buyer over division of the gains from the acquisition. But the dispersed shareholders are presumably unable to organize and threaten to block the takeover, insisting on receiving some specific share of the gains. [...] as long as the majority of the target’s stock is owned by small shareholders with insignificant holdings, a potential buyer that does not face competition may well acquire the target for a low premium constituting only a small fraction of the takeover’s gains.

[...]

Although Easterbrook’s and Fischel’s article contributes to the analysis of the rules governing takeovers, their thesis that it is undesirable to facilitate competing bids is unpersuasive. This Comment demonstrates that a rule of auctioneering has significant benefits. The rule benefits target’s shareholders by substantially raising the premium they can expect if their company is acquired, whether through a merger or through a takeover. The rule increases social welfare by enhancing in a number of ways the efficiency with which society’s resources are used” (BEBCHUK, 1982, p. 1039-1050).

Ademais, o mesmo autor defende que a administração deva ter um papel pró-ativo na busca de interessados:

[...] A administração deve estar autorizada a procurar, por si ou através de banqueiros de investimento, por outros potenciais compradores e disponibilizar a eles informação sobre o alvo que facilitará suas decisões para fazer ofertas concorrentes. De fato, a administração deve ser obrigada, como parte de seu dever fiduciário, a procurar diligentemente uma oferta maior se parecer plausível encontrar tal oferta [...] Adquirentes em potencial podem ter dificuldades em juntar, no limitado período de tempo, toda a informação necessária para decidir se devem fazer um oferta concorrente, e a administração pode providenciar a eles tal informação [...] Embora ofertantes concorrentes podem geralmente agir por conta própria, em vários casos a solicitação da administração é esperada por ser útil ou até crucial na facilitação de ofertas concorrentes (tradução livre)¹⁰⁵.

Após várias contra-argumentações, Gilson concorda com Easterbrook e Fischel, no sentido de que:

Não há justificativa coerente para permitir que a administração do alvo conduza táticas defensivas que possam privar os acionistas da oportunidade de vender suas ações. Administradores das empresas devem enfrentar o fato de que essa conduta apenas beneficia a eles próprios (tradução livre)¹⁰⁶.

Acerca dos custos envolvidos, de acordo com o autor:

Se segundos ofertantes em potencial tivessem a escolha entre iniciar uma proposta concorrente ou adquirir o alvo do primeiro ofertante posteriormente, eles presumivelmente escolheriam o método mais barato. Assim, o fato de muitas propostas concorrentes serem feitas é uma evidência empírica poderosa de que uma regra de passividade é ineficiente (tradução livre)¹⁰⁷.

E, finalmente, ele ainda infere que:

¹⁰⁵ “[...] Management should be allowed to look, on its own or through investment bankers, for other potential buyers and to provide them with information about the target that will facilitate their decisions to make competing bids. Indeed, management should be required, as part of its fiduciary duty, diligently to seek a higher offer if achieving such as offer appears feasible [...] Potential acquirers may have difficulties in gathering, within the limited delay period, all the information necessary for deciding whether to make a competing bid, and management can provide them with that information [...] Although competing bidders may often be able to come forward on their own, in many cases management’s solicitation is likely to be helpful even crucial for the facilitation of competing bids” (BEBCHUK, 1982, p. 1054-1055).

¹⁰⁶ “There is no coherent justification for allowing target management to engage in defensive tactics that may deprive shareholders of the opportunity to tender their shares. Corporate managers must face up to the fact that such conduct benefits only themselves” (GILSON, 1982, p. 52).

¹⁰⁷ “If would be second bidders have a choice between entering a competitive bid or acquiring the target later from the first bidder, they will presumably choose the cheaper method. Therefore, the fact that many competing bids are made is powerful empirical evidence that a rule of passivity is inefficient” (GILSON, 1982, p. 62).

Eu argumentei que, na média, permitir que a administração do alvo solicite ofertas concorrentes *pode* aumentar ao invés de diminuir o retorno do investimento na procura, e que essa regra aumentará a eficiência alocativa. Mas eu não provei que essa regra é preferível, e os Professores Easterbrook e Fischel reconhecem que eles não provaram a superioridade de uma regra de passividade. Nós estamos, sim, no mundo da formulação de políticas, onde as escolhas são caracterizadas pela incerteza e onde somos confortados pelas evidências empíricas que estão disponíveis e auxiliados por essa teoria que podemos gerenciar. [...] Ao mesmo tempo, entretanto, eu acho crítico reiterar novamente o que provei: táticas defensivas são injustificáveis (tradução livre)¹⁰⁸.

Se a intenção é incentivar a concorrência para que o valor pago aos acionistas seja maximizado, não parece haver dúvidas de que a administração tenha que ter um papel pró-ativo nesse processo.

Não se pode permitir que a administração permaneça neutra como se o assunto não lhe dissesse respeito pois isso afrontaria, claramente, os deveres fiduciários dos administradores já bastante conhecidos em diversas jurisdições como os elencados nos artigos 153, 154, e 155 da Lei das S/A (BRASIL, 1976).

A lei societária brasileira estabelece, em seu art. 153 (BRASIL, 1976), que o administrador da companhia deve adotar o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Ora, não pode o Conselho de Administração ignorar uma OPA para aquisição de controle como se não tivesse relação com o assunto. Se fossem seus próprios negócios, certamente os conselheiros se manifestariam positiva ou negativamente, mas nunca permaneceriam inertes.

Deve ser uma obrigação da administração, e não uma faculdade, manifestar-se favorável ou desfavoravelmente à oferta de ações e, independentemente da direção escolhida, fomentar o surgimento de novos concorrentes nesse processo todo.

¹⁰⁸ “I have argued that, on balance, allowing target management to solicit competing bids may increase rather than decrease return on investment in search, and that such a rule will increase allocative efficiency. But I have not proved that this rule is preferable, and Professors Easterbrook and Fischel acknowledge that they have not proved the superiority of a pure passivity rule. We are, rather, in the world of policymaking, where choices are characterized by uncertainty, and where we are comforted by such empirical evidence as is available and are aided by such theory as we can manage. [...] At the same time, however, I think it is critical to reiterate again what we have proved: Defensive tactics are unjustifiable. [...]” (GILSON, 1982, p. 66).

Nesse sentido, a partir do momento em que a OPA voluntária de aquisição de controle é lançada, os administradores externos e independentes devem ser livres para tomar toda e qualquer medida que entendam necessária para o surgimento de novos concorrentes.

Dentre as medidas para tal ação, é válido citar, por exemplo, a contratação de bancos de investimento e a divulgação de informações abundantes e atuais sobre a companhia, e não apenas a incipiente listagem mencionada no art. 32C¹⁰⁹ da ICVM 361 (CVM, 2002) que, aliás, refere-se a negócios e posições detidas pelas pessoas vinculadas, mas não há nada que fomente a concorrência.

Aliás, se o objetivo é fomentar a concorrência, que sejam divulgadas, no mínimo, as mencionadas no Anexo III da própria ICVM 361 (CVM, 2002) a qual se aplica, por exemplo, a OPAs formuladas pela própria companhia, pelo acionista controlador ou pessoa vinculada.

¹⁰⁹ “Dentro de 3 (três) dias úteis contados da data da publicação do edital de OPA para aquisição de controle, a companhia objeto deverá fornecer as seguintes informações ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores:

I – número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto detidos: (i) pela própria companhia objeto, (ii) pelos administradores, (iii) por pessoas vinculadas à companhia objeto e (iv) por pessoas vinculadas aos administradores;

II – número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto tomados ou concedidos em empréstimo pela (i) companhia objeto, (ii) pelos administradores, (iii) pessoas vinculadas à companhia objeto, e (iv) pessoas vinculadas aos administradores;

III – descrição detalhada da exposição da (i) companhia objeto, dos (ii) administradores, (iii) pessoas vinculadas à companhia objeto e (iv) pessoas vinculadas aos administradores, em derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto;

IV – relatório dos negócios com valores mobiliários da companhia objeto ou derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto realizados pela (i) própria companhia objeto, (ii) por cada um de seus administradores, (iii) por pessoas vinculadas à companhia objeto e (iv) pessoas vinculadas aos administradores, desde 3 (três) meses antes da data de início do período da OPA até a data da divulgação das informações previstas neste artigo, informando as datas em que ocorreram os negócios, o tipo, espécie, classe e quantidade negociadas, agrupados por data, bem como o preço médio em cada data de negociação;

V – descrição detalhada de quaisquer contratos, pré-contratos, opções, cartas de intenção ou atos jurídicos em vigor dispondo sobre a aquisição ou alienação de valores mobiliários da companhia objeto dos quais sejam parte ou beneficiários: (i) a própria companhia objeto, (ii) seus administradores e (iii) pessoas vinculadas à companhia objeto ou a seus administradores;

VI – descrição e análise de eventuais consequências econômicas da OPA para os administradores da companhia objeto, incluindo, dentre outros, pagamentos extraordinários e vencimento antecipado de opções de compra de ações; e

VII – posição detida (i) pela própria companhia objeto e pessoas a ela vinculadas e (ii) por seus administradores ou pessoas vinculadas, em valores mobiliários do ofertante, incluindo, no mínimo:

a) número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários detidos;

b) número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários tomados ou concedidos em empréstimo; e

c) descrição detalhada de sua exposição em derivativos referenciados em valores mobiliários do ofertante.

Parágrafo único. As informações referentes aos administradores e pessoas a eles vinculadas exigidas por este artigo poderão ser consolidadas por órgão da administração da companhia” (CVM, 2002, art. 32C).

Desse modo, no caso de lançamento de uma OPA voluntária para aquisição de controle, deve o procedimento de leilão pré-marcado ser abandonado, deixando a dinâmica do próprio sistema estabelecer o vencedor, com base nas regras anteriormente sugeridas. Deve, ainda, uma administração externa e independente, nomeada previamente, ser acionada para conduzir todo o processo com ampla liberdade.

Tais administradores externos devem se manifestar ativamente sobre a oferta, pela sua rejeição ou admissão e, independentemente do posicionamento, devem obrigatoriamente fomentar o surgimento de ofertas concorrentes.

Para tanto, são obrigados a terem uma atitude pró-ativa, com divulgação ampla de informações, contratação de bancos de investimento para auxiliarem no processo e contatos ostensivos com possíveis interessados, além de qualquer outro ato que possa, direta ou indiretamente, aumentar o valor das ações da empresa.

Para incentivá-los, sugere-se que a remuneração seja atrelada ao êxito da venda, com base no valor alcançado pela OPA vencedora da disputa.

Essas são, enfim, as propostas de melhoria para corrigir as deficiências da legislação brasileira sobre OPA voluntárias e incentivar a concorrência em benefício dos acionistas.

4.5. REENQUADRAMENTO DA APLICAÇÃO DA *AFFECTIO SOCIETATIS*

A última deficiência jurídica no âmbito das F&A brasileiras tratada neste trabalho diz respeito ao enfraquecimento da *affectio societatis* como elemento constitutivo contratual e como motivo de dissolução societária.

É importante destacar o artigo escrito pelos professores França e Adamek, no qual defendem, veementemente, a substituição do instituto pelo conceito de fim social, sendo que “em relação ao tema objeto deste estudo (declaradamente) provocativo – que, longe de ter a pretensão de apresentar construções definitivas, pretende suscitar a controvérsia e convidar estudiosos à reflexão” (FRANÇA & ADAMEK, 2008, p. 109-110).

O posicionamento dos autores citados é considerado, mas, respeitosamente, são expostos contra-argumentos para defender a manutenção do instituto por meio de um leve novo reenquadramento.

Inicialmente, explicaram os mencionados pesquisadores que a *affectio societatis* não seria, necessariamente, um elemento constitutivo do contrato de sociedade, mas sim um traço característico dela:

“A origem da expressão *affectio societatis* encontra-se no direito romano e de modo mais específico, em famoso texto de Ulpiano (Dig., L. 17, Tit. II, 31). Nesta fonte, porém, a *affectio societatis* (*affectione societatis*) não aparece como elemento próprio e exclusivo da sociedade, mas como um traço distintivo da sociedade em relação à comunhão ou condomínio. O que sucedeu, porém, explica Fábio Konder Comparato, foi que ‘uma certa doutrina resolveu, posteriormente, tomá-lo por diferença específica do contrato de sociedade, perdendo-se em falsos caminhos que não deixaram de ser denunciados pelos autores contemporâneos: a *affectio societatis* confundir-se-ia com os demais elementos do contrato social [...]’” (FRANÇA & ADAMEK, 2008, p. 109-110)

As quatro situações abaixo transcritas foram utilizadas para sustentar a necessidade do abandono do instituto:

“[1] *Affectio Societatis* e exclusão de sócio: a nosso ver, a mera quebra da *affectio societatis*, enquanto tal, não pode autorizar a exclusão do sócio, e assim realmente deve ser, pois, a se admiti-la (1.º) estaria, de fato, instalada a possibilidade de exclusão de sócio por mera vontade ou capricho dos demais sócios [...]; (2.º) criar-se-ia, ademais, uma vera situação de subordinação e sujeição da minoria aos desígnios da maioria, em autêntica denegação da própria essência da relação societária, que não é de subordinação, e contra a própria lógica do sistema legal societário [...] (3.º) a própria exclusão da maioria faltosa pela minoria, modernamente aceita sem contestações, constituiria autêntica *contradictio in terminis*; e (4.º) a exclusão de sócio, por consequência, passaria a ser medida positivamente insindicável na via jurisdicional, visto que, diante da alegação feita pela maioria de que não há mais *affectio societatis* em relação a certo sócio, não teria o juiz quaisquer condições de averiguar a correção do ato [...] Os arts. 1.030 e 1.085 do Código Civil exigem a presença de justa causa, caracterizada por falta grave no cumprimento das obrigações de sócio; atos de inegável gravidade que coloquem em risco a continuidade da empresa – atos esses que, não importa o exercício retórico utilizado, não englobam a hipótese de obscura quebra de *affectio societatis* [...]

[2] *Affectio Societatis* e retirada de sócio: [...] o que pode embasar o pedido de dissolução parcial da sociedade pelo sócio que deseja se retirar de sociedade, não é propriamente a quebra da *affectio societatis*, mas a inviabilidade de o sócio nela continuar, por efeito de alguma justa causa assim considerada judicialmente

(CC. Art. 1029, par. ún.); ou por efeito de descumprimento dos deveres de lealdade, boa-fé e colaboração pelos demais sócios; ou em razão de qualquer outra hipótese de dissolução total não-impositiva, desejando os demais sócios prosseguir na exploração da atividade social. [...] tivesse a mera alegação de quebra de *affectio societatis* o poder de autorizar a retirada do sócio, ter-se-ia necessariamente que reconhecer a existência do direito de retirada *ad nutum* até mesmo em sociedades por prazo determinado contra a letra expressa do art. 1.029 do Código Civil

[...]

[3] *Affectio Societatis* e sociedade anônima “de pessoas”: A noção de *affectio societatis*, no direito pátrio, é também frequentemente invocada para evidenciar o traço distintivo entre sociedades de pessoas e sociedades ditas de capital, nomeadamente para, com isso, justificar a excepcional aplicação a estas últimas de institutos próprios daquelas (como a dissolução parcial e a exclusão de sócio) [...] se numa dada sociedade anônima fechada, observa-se a prevalência dos atributos pessoais dos sócios e a presença de regras de reforço das relações entre os sócios, estar-se-ia diante de uma sociedade anônima ‘de pessoas’ [...] Ainda aqui, porém, a noção de *affectio societatis* é equívoca. A primeira crítica que se poderia fazer é a de que, na espécie, *affectio societatis* se apresenta apenas como sinônimo imperfeito de *intuitus personae*, e nada mais. A segunda crítica, ademais, é a de que, mesmo para a classificação das sociedades em de pessoas e de capitais, a noção de *affectio societatis* não é operacional: é antes descritiva, ao invés de instrumental. [...] Vai daí que, ao afirmar que numa dada sociedade anônima fechada se evidencia a *affectio societatis* e, por isso, é possível ao sócio requerer a dissolução parcial no caso de desinteligência, o intérprete estará incorrendo apenas num vício de expressão, colocando um dado meramente descritivo como pressuposto para a aplicação de certa disciplina, quando o correto e mais preciso seria dizer que, em dada sociedade, sobrelevam as características pessoais dos sócios na relação jurídica societária e os correlatos deveres de lealdade e colaboração, os quais, se falharem, podem, em determinadas situações limítrofes e excepcionais, justificar a transposição de instrumentos elaborados para outros tipos societários.

[4] *Affectio Societatis* e caracterização da sociedade: [...] a *affectio societatis* não é elemento constitutivo da sociedade e, portanto, não se presta a diferenciar a sociedade de outras figuras. O que pode servir para tal tarefa – que é sempre difícil e não conta com um critério objetivo a ser aplicado – é o fim comum [...]” (FRANÇA & ADAMEK, 2008, p. 121-128)

E ainda apoiados por estudiosos estrangeiros, concluem que:

“[...] parece possível concluir, juntamente com Maurice Cozian e Alain Viandier, ser a ‘a *affectio societatis* mais um sentimento do que um conceito jurídico’, ou que o termo representa, na verdade, como observa Herbert Wiedemann, uma descrição sociológica das sociedades [soziologischen Beschreibung der Verbände), juridicamente compreensível, ademais, apenas com relação às sociedades de pessoas ou às associações de caráter ideal. Urge, por isso, corrigir o desvio de perspectiva que se encontra insito na sua aplicação, dando enfoque ao que realmente interessa: o conceito de fim comum” (FRANÇA & ADAMEK, 2008, p.117).

Antes de apresentar os argumentos contrários à opinião dos autores supracitados, é necessário reconhecer que, de fato, o conceito de *affectio societatis* não está definido na legislação.

Também é igualmente verdadeiro reconhecer que o artigo 981 do Código Civil (BRASIL, 2002) não menciona expressamente a afinidade social como um elemento constitutivo, apenas explicitando que “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

Da mesma forma que o artigo 981 do CC não é explícito, é preciso ressaltar que: (1) o artigo 997 (BRASIL, 2002) não cita a *affectio societatis* como cláusula necessária a ser mencionada no contrato social; (2) os artigos 1.028, 1.029, 1.030 (BRASIL, 2002), sobre a resolução da sociedade em relação a um sócio, não mencionam a quebra da afinidade social como motivo para tanto, apenas destacando no artigo 1.030 que o sócio poderia ser excluído judicialmente por falta grave no cumprimento de suas obrigações; e (3) os artigos 1.033 e 1.034 (BRASIL, 2002) dispõem sobre as causas de dissolução da sociedade. Estas causas seriam: (i) o vencimento do prazo de duração; (ii) o consenso unânime dos sócios; (iii) a falta de pluralidade de sócios, atualmente superada em razão da expressa previsão de constituição de sociedade unipessoal¹¹⁰; (iv) a extinção da autorização para funcionar; e (v) quando anulada a sua constituição, exaurido ou verificada a inexecutabilidade do fim social.

Todavia, o fato de a lei não definir expressamente a afinidade social como elemento constitutivo não faz com que esse instituto não tenha sido, de alguma forma, incorporado ao ordenamento jurídico. Além do mais, ainda que possa se assemelhar a um sentimento, não há nenhum demérito ou enfraquecimento nisso.

Igualmente, parece irrelevante que várias nações estrangeiras tenham abandonado o instituto, tendo em vista que, no Brasil, a *affectio societatis* é parte dos usos e costumes empresariais.

¹¹⁰ Cfr. Lei n. 13.874 (BRASIL, 2019).

Aliás, mais do que um comando legislativo tácito, a *affectio societatis* não pode ser desprezada enquanto tais usos e costumes (ainda) estiverem vigentes.

De acordo com Escarra, “os usos, quanto à sua formação, nascem como uma prática individual expressa, e terminam como uma regra coletiva tácita” (ESCARRA, 1952, p. 42 apud CATAPANI, 2011, p. 29).

Para Rao, “costume é a regra de conduta criada espontaneamente pela consciência comum do povo, que a observa por modo constante e uniforme e sob a convicção de corresponder a uma necessidade jurídica” (RAO, 1976, p. 218 apud VINAGRE, 1988).

Alfredo Rocco, por sua vez, deixa clara a distinção entre costumes e usos ao esclarecer que:

“[...] De costume, como fonte de direito paralela à lei, só pode falar-se, quando da observância efectiva dos indivíduos componentes de um grupo consiga extrair-se uma norma que é a expressão directa da vontade colectiva e, portanto, obrigatória por si. Quando, pelo contrário, temos um texto de lei que, em vez de formular com precisão a norma, remete para os usos ou para aquilo que se pratica, devemos confessar que a semelhança entre êste caso e o caso do costume não vai além do nome. Na realidade, esta hipótese da invocação dos usos, juridicamente, nada tem de diverso de todos os outros casos em que a lei se refere, para a determinação do conteúdo da norma, a um elemento estranho” (ROCCO, 1934, p. 129).

Conforme explicitado no subcapítulo 3.2.3, basta percorrer a realidade brasileira, pautada pela informalidade, pelo microempreendedor e não pela grande corporação, para se perceber a incorporação (e vigência) de tal costume atualmente.

É importante reiterar que até o mês de maio de 2020, havia 19.228.025 empresas registradas no Brasil, sendo que pouco mais de 51% delas, ou seja, 9.810.483 se enquadravam como Microempreendedor Individual, com faturamento anual de até R\$ 81 mil e pouco mais de 34%, ou 6.586.497, como Microempresa, com faturamento anual de até R\$ 360mil (SEBRAE, 2020).

Desde o pequeno comerciante, a modesta confecção, a padaria de bairro até as sociedades anônimas fechadas, familiares ou não, escolhidas unicamente como uma alternativa aos rígidos e desproporcionais quóruns societários das sociedades limitadas, passando pelas pequenas e médias sociedades que prestam serviços de consultoria, é possível afirmar, precisamente, que os sócios - ao escolherem com quem constituir uma sociedade são guiados por uma “regra coletiva tácita” (ESCARRA, 1952 apud CATAPANI, 2011), uma “necessidade jurídica” (RAO, 1976, apud VINAGRE, 1988) e “uma expressão direta da vontade coletiva” (ROCCO, 1934) de possuírem e manterem afinidade social com tais parceiros.

Quanto a essa questão, de acordo com Ascarelli:

“O direito, e portanto também o direito comercial, não pode ser compreendido fora da história e a sua especialidade não pode ser posta em relação com exigências técnicas imutáveis, mas como o desenvolvimento histórico da nossa experiência jurídica, que vem gradativamente afirmando – por isso primeiramente em campos determinados – novos princípios, depois suscetíveis de aplicações mais gerais, justamente porque o direito não obedece no seu desenvolvimento a preordenadas simetrias sistemáticas, mas ‘a necessidade e consciência dos homens, cujas relações regula, no ordenamento da convivência social’” (ASCARELLI, 1969, p. 242).

Assim, sendo parte ainda ativa dos usos e costumes, o instituto da *affectio societatis* não pode ser desprezado, já que as normas brasileiras – embora o Código Comercial (BRASIL, 1850) tenha sido revogado nesse particular¹¹¹ – ainda prestigiam o costume para a interpretação dos contratos (arts. 111, 112 e 113 do CC¹¹²), para fundamentar as decisões

¹¹¹ Cfr. art. 291 já revogado do Código Comercial.

¹¹² “O silêncio importa anuência, quando as circunstâncias ou os usos o autorizarem, e não for necessária a declaração de vontade expressa.

Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem.

Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

§ 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que:

I - for confirmado pelo comportamento das partes posterior à celebração do negócio;

II - corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio;

III - corresponder à boa-fé;

IV - for mais benéfico à parte que não redigiu o dispositivo, se identificável; e

V - corresponder a qual seria a razoável negociação das partes sobre a questão discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, consideradas as informações disponíveis no momento de sua celebração.

judiciais quando as leis forem omissas (art. 4º. da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro e art. 140 do CPC¹¹³) e como importante fonte do Direito Empresarial a ser assentada pelas Juntas Comerciais (art. 87 do Decreto 1800/96)¹¹⁴.

Nesse sentido, Rocco esclarece:

“O direito comercial é um direito cheio de lacunas e eminentemente fragmentário [...] Esta frequência de lacunas é que torna sumamente interessante um grave problema de interpretação, qual é o da extensão da interpretação por analogia no campo do direito comercial.

[...]

Ao abordar esta parte tão difícil da sua actividade, o comercialista, que já no estudo da realidade dos fenómenos sociais teve de se colocar na posição do economista e do técnico, tem agora também necessariamente que se colocar, com tôda a rigides e austeridade, na do jurista. Só sob esta condição é que êle poderá enquadrar sòlidamente a decisão do caso não regulado no sistema do direito vigente, evitando as decisões arbitrárias, prejudiciais à certeza do direito e destinadas a perecerem com a fortuna daquele que as propugnou.

[...]

O primeiro cuidado do comercialista, na verdade, é o de aproveitar de todos os modos, primeiramente as leis comerciais, depois os costumes comerciais, para extrair deles, mediante o processo de generalização próprio da analogia, o maior número possível de normas de natureza verdadeiramente comercial” (ROCCO, 1934, p. 153 e 157)

Segundo Catapani:

“O Direito Comercial se distingue dos demais ramos do Direito em virtude da existência de princípios jurídicos peculiares. Tais princípios advêm tanto do desenvolvimento histórico desse ramo jurídico quanto da própria lógica negocial e da deontologia subjacentes ‘às relações travadas entre comerciantes, que

§ 2º As partes poderão livremente pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei” (BRASIL, 2002, art. 111, 112 e 113).

¹¹³ “Quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito” (BRASIL, 1942, art. 4º).

“O juiz não se exime de decidir sob a alegação de lacuna ou obscuridade do ordenamento jurídico. Parágrafo único. O juiz só decidirá por equidade nos casos previstos em lei” (BRASIL, 2015, art. 140).

¹¹⁴ “O assentamento de usos ou práticas empresariais é efetuado pela Junta Comercial.

§ 1º Os usos ou as práticas empresariais serão reunidos e assentados em livro próprio, pela Junta Comercial, **ex officio** ou por solicitação da Procuradoria ou de entidade de classe interessada.

§ 2º Verificada, pela Procuradoria, a inexistência de disposição legal contrária ao uso ou prática empresarial a ser assentada, o Presidente da Junta Comercial solicitará o pronunciamento escrito das entidades diretamente interessadas, que se manifestarão no prazo de noventa dias, e publicará convite para que os interessados se manifestem no mesmo prazo.

§ 3º Executadas as diligências previstas no § 2º, a Junta Comercial decidirá se é verdadeiro e registrável o uso ou prática empresarial, em sessão a que compareçam, no mínimo, dois terços dos Vogais e a aprovação ocorrerá pelo voto de, no mínimo, metade mais um dos Vogais presentes.

§ 4º Proferida a decisão, o uso ou a prática empresarial será assentada em livro especial, com a sua justificação, efetuada a respectiva publicação no Diário Oficial da União ou da unidade federativa em que a Junta Comercial estiver localizada” (BRASIL, 1996, art. 87).

demandam um regramento jurídico dotado de normas e dinâmica particulares” (CATAPANI, 2011, p. 27).

A despeito disso, não são apenas os costumes empresariais a justificar a manutenção do instituto, mas também outros fatores. Muitos estudiosos defendem que a *affectio societatis* deveria ser abandonada pelo conceito de fim social, porém esta não parece a mais acertada posição já que, entre ambos há uma relação de causa e consequência, e não necessariamente de substituição ou de fungibilidade.

A noção de fim social é relevante e importante, não havendo nenhuma ponderação discordante, mas ela não precisa substituir o instituto da *affectio societatis*, apenas complementá-lo.

Ascarelli, ao discorrer sobre o contrato plurilateral, cujo exemplo seria a constituição de uma sociedade, assim ponderou em relação à finalidade comum e, indiretamente ao conceito de *affectio societatis*:

“Nos contratos plurilaterais, ao contrário, o escopo, em sua precisa configuração em cada caso concreto (por exemplo, constituição de uma sociedade para a compra e venda de livros), é juridicamente relevante. Constitui elemento ‘comum’, ‘unificador’ das várias adesões, e concorre para determinar o alcance dos direitos e dos deveres das partes. Ele se prende, justamente, àquela atividade ulterior [nota 47: Esse é, no fundo, o sentido da tese tradicional, que exige a *affectio societatis*. Essa tese costuma ser criticada (cf. Salvadori, Rivista di Diritto Civile, 1911), observando que ela imagina quase que uma duplicação do consentimento das partes. Essa tese é, no entanto, exata, quando põe em evidência o objetivo comum e a necessidade de que o consentimento das partes vise à consecução desse objetivo comum], a que o contrato plurilateral é destinado” (ASCARELLI, 1969, p. 271 e 272).

Um exemplo de intersecção entre o Direito Comercial e o Direito Penal proporciona uma compreensão desse ponto: sócios A, B e C constituem uma sociedade empresária limitada. Sócio A detém 75% das quotas sociais, enquanto os demais sócios, 12,5% cada um. A sociedade tem por objeto a prestação de serviços de consultoria.

Sócio A é acusado de cometer um crime hediondo contra um dos seus familiares, com repercussão negativa na mídia em geral. Esse fato, por si só, independentemente de ser ou não comprovado, abala a relação entre os sócios, levando-os a discussões acirradas sobre a desmoralização da sociedade perante terceiros, especialmente considerando o objeto social de consultoria.

Em função da mera acusação, os desentendimentos aumentam e acabam prejudicando o próprio fim social, já que o Sócio A, majoritário, tenta impor sua vontade aos demais sócios minoritários “minimizando” a situação, enquanto os demais sócios entendem que a situação é grave, “maximizando-a” e exigindo a saída do sócio A.

Neste caso, o que houve foi a quebra da *affectio societatis* que, por sua vez, prejudicou a consecução do fim social com prejuízos ao interesse social também.

Utilizando-se da mesma problemática, porém alterando-se o objeto social para “venda de produtos diversos”, é muito capaz que o fim social possa ainda ser alcançado pelos demais sócios em razão da “impessoalidade” do objeto, mas a afinidade entre os sócios originais fatalmente está rompida.

Neste exemplo, a quebra da afinidade social não acarreta, automaticamente, um prejuízo ao fim social, demonstrando a atuação de conceitos independentes que, a depender do exemplo ou modulação utilizada, podem ou não ter uma consequência direta no fim social.

Assim, somente seria razoável substituir o enfoque de um pelo outro, como muitos teóricos propõem, se fossem itens semelhantes, mas a reflexão deste exemplo evidencia conceitos não fungíveis da situação.

Outros pontos que justificam a manutenção do instituto da *affectio societatis* dizem respeito ao correto alcance desse termo. Com efeito, a *affectio* não se confunde com um mero “capricho”, com a “justa causa” ou com os deveres de lealdade, boa-fé e colaboração.

Em primeiro lugar, as partes não se associam por meros caprichos. Assim, se o capricho não é elemento constitutivo também não pode ser considerado motivo para término societário, seja total ou parcial.

A partir do momento que um determinado sócio perde a afinidade social com o outro a ponto de prejudicar o fim social, não se está diante de um devaneio, mas sim de algo com razoabilidade.

Em segundo lugar, a afinidade social também não se confunde necessariamente com a justa causa ou também com os deveres de lealdade, boa-fé e colaboração. Tanto a justa causa, quanto os deveres de lealdade e colaboração gravitam no *âmbito interno* da sociedade, o que não ocorre necessariamente com a *affectio societatis*.

O exemplo da intersecção entre o Direito Comercial e o Direito Penal auxilia novamente nesse particular, já que a mera acusação criminal contra um dos sócios, muito embora possa levar à quebra da *affectio societatis*, não pode ser, automaticamente, considerada uma “falta grave no cumprimento de suas obrigações” ou a violação dos deveres de lealdade, boa fé e colaboração.

Mesmo sendo uma mera hipótese – eventual cometimento de crime por um dos sócios –, ela acarretou a quebra da afinidade, sem que tal fato (em razão da falta de uma decisão judicial transitada em julgado atribuindo a autoria do crime a tal sócio) seja ainda caracterizado como uma falta grave ou violação dos deveres do sócio. Ressalta-se que o sócio A poderia ser considerado inocente do crime, mas o dano *social* já teria ocorrido com a mera acusação criminal.

Refutando ainda outros argumentos utilizados para enfraquecer o instituto, não se está confundindo a noção de *affectio societatis* com *intuitus personae*, pois a entrada de um sócio na sociedade ou a constituição já formada não depende necessariamente da atividade e presteza individual de um sócio, mas principalmente da afinidade social e do fim comum.

A atividade individual de um dos sócios é irrelevante, uma vez que a empresa não se confunde com o seu titular.

Ao se permitir a aplicação do instituto da *affectio societatis* nas sociedades anônimas fechadas tidas como “de pessoas”, não se está apresentando a *affectio* como “sinônimo imperfeito de *intuitus personae*”, mas sim alargando a aplicação e um importante instituto, independentemente da forma escolhida (LTDA ou S/A), e com foco em seu conteúdo e propósito.

Ao analisar o tema, Verçosa explicou que:

“Em conclusão, devemos ter em conta que os institutos tradicionais do Direito, como é o caso da *affectio societatis*, somente devem ser considerados como superados ou de aplicação marginal quanto tiver ocorrido alguma mudança verdadeiramente profunda na base que os originaram. Em relação ao direito societário eu não vejo que isso tenha acontecido, tratando-se da aplicação da *affectio societatis* a tipos sociais relativamente diversos dos modelos históricos, mas que continuam estruturalmente construídos sobre os mesmos fundamentos” (VERÇOSA, 2019).

É justamente esse o ponto central, ou seja, não houve “mudança verdadeiramente profunda na base que os originaram” de modo que a afinidade social, com base na realidade brasileira e nos fatores jurídicos delineados, continua sim sendo um fator importante na constituição e no término societário.

Enquanto os usos e costumes brasileiros ainda se apoiarem na figura da *affectio societatis*, ela pode e deve ser utilizada como elemento constitutivo e terminativo das sociedades.

Se, futuramente, os usos e costumes abandonarem esse instituto – improvável em razão da realidade da empresa brasileira – o enfoque poderia ser alterado.

Como proposta de melhoria, sugere-se, em primeiro lugar, que as Juntas Comerciais, nos termos do Decreto no. 1.800 (BRASIL, 1996), assentem esse costume para que, definitivamente, seja indubitável a sua incorporação ao sistema brasileiro.

De um modo geral, o assentamento é uma prática antiquada e, de certa forma, ineficiente diante do dinamismo do Direito Comercial.

Todavia, alguns movimentos doutrinários e jurisprudenciais tendentes ao enfraquecimento do instituto justificam essa medida excepcional.

Além disso, uma vez assentados tais costumes, deve ser adicionada ao Código Civil (BRASIL, 2002) a “afinidade social” como elemento constitutivo e extintivo das sociedades, respectivamente, esclarecendo, todavia, que a “afinidade social” não deve ser confundida com justa causa e/ou com os deveres dos sócios.

Com esse novo enquadramento, a tarefa dos juízes ao analisar os casos de dissolução societária será facilitada e, com isso, a segurança jurídica aos empresários também reforçada.

5 CONCLUSÃO

Mudanças geram inseguranças, mas são necessárias. Paulo Freire ensinava que “não há vida sem correção, sem retificação” (FREIRE, 1996).

Sem o objetivo de fomentar discussões filosóficas, a citação acima demonstra que retificações são essenciais em qualquer área do conhecimento. O sistema jurídico brasileiro é composto por leis bem elaboradas, todavia, isso não pode significar que calibrações constantes não sejam necessárias, especialmente em razão do emaranhado de leis brasileiras, muitas delas idealizadas em épocas antiquadas e estão enfraquecendo à medida que a sociedade evolui.

Não se convém manter intactos, por exemplo, um Código Comercial de 1850, uma lei societária da década de setenta do século passado ou um Código Civil que já completou a maioria e foi idealizado décadas atrás.

A retificação de alguns dispositivos legais, ao contrário de ser uma crítica da forma como foram idealizados ou redigidos, serviria de contemporização das leis ao momento atual, no qual as empresas desempenham papéis cada vez mais virtuais, as cédulas são substituídas por contratos e assinaturas digitais e o dinheiro estampado em um papel tende a desaparecer.

Além do mais, algumas das normas citadas neste trabalho mostram-se ineficientes já que não conseguem mais maximizar o benefício social da melhor forma possível. Com efeito, muitas delas apresentam tamanha deficiência que as externalidades negativas superam o objetivo ao qual foram inicialmente contempladas e desenhadas.

Desse modo, não se pode admitir como eficientes normas que: (i) criam um regime diferenciado e injusto às companhias fechadas em relação às abertas para avaliação de empresas; (ii) não esclarecem de forma objetiva e clara os valores das ações objeto do direito ao reembolso; (iii) causam confusão na aplicabilidade ou não da teoria da *failing firm* no Brasil; (iv) exageram e confundem as responsabilidades dos participantes em operações de cisão; (v) desprezam o costume empresarial ao desmerecer o importante

instituto da *affectio societatis*; (vi) não incentivam ofertas públicas concorrentes para aquisição voluntária do controle; e (vii) criam responsabilidades desproporcionais aos participantes de operações de *trespasse*.

É significativo – especialmente no âmbito acadêmico – estar acessível a novas interpretações, novas leituras e novas inspirações baseadas no direito consuetudinário de um país, no caso os EUA, muito diferente do Brasil. O aproveitamento de certas normas e padrões do Direito consuetudinário beneficiariam muito o rígido formalismo do Direito positivado nacional.

Sem descartar as origens romana, germânica e canônica do Direito Brasileiro, essa diversidade enriquece o debate e, deste, surgem propostas de melhoria que, se não totalmente aproveitadas, poderiam servir de ponto de partida para propostas tendentes a corrigir as fragilidades do sistema brasileiro.

As propostas de melhoria apresentadas nesta tese não são imunes a críticas, porém a sua incorporação ao Direito brasileiro traria benefícios e incentivos ao mercado de F&A nacional.

Uma sistemática liberal para avaliação de empresas e para o valor do reembolso, além de ser mais perene no tempo, por não se relacionar a um critério específico, conferiria segurança aos acionistas minoritários para obterem o melhor valor possível às empresas das quais fazem parte ou, caso não concordem com as operações, que sejam devidamente reembolsados por dissentirem da decisão dos majoritários. Tal proteção, de fato, ultrapassaria a mera proteção aos minoritários, mas também conferiria uma maior seriedade a todo o procedimento.

A teoria da fusão de fato, ou *de facto merger doctrine*, se bem aplicada pelos tribunais, resolveria a confusa redação da lei brasileira no que tange à responsabilidade dos envolvidos em operações de F&A. Da forma como a lei brasileira vem redigida, há abusos, deformidades e incongruências. Tais problemas poderiam ser resolvidos ao se conferir uma maior importância à substância das operações em detrimento da forma escolhida.

Tendo em vista que as crises econômicas continuarão a afligir as empresas, nacionais ou não, é importante haver uma teoria da empresa insolvente, ou *failing firm defense*, bem definida. A incorporação da teoria no Brasil, com um enfoque social e não meramente econômico, igualmente ofereceria maior segurança ao mercado.

Ademais, o mercado de valores mobiliários brasileiros, quando comparado ao dos EUA, ainda não se mostra desenvolvido suficientemente, com regras claras e com alcance popular. Não obstante, se e quando esse momento chegar, é vital que sejam fomentadas as batalhas para aquisição voluntária de controle. As atuais regras não se mostram eficientes e uma maior dinâmica no processo de concorrência entre os interessados, com o abandono da figura do leilão e a participação ativa de uma diretora externa, independente e desinteressada certamente ajudaria nesse caso.

Por fim, o antigo, porém ainda atual, conceito de *affectio societatis* não pode ser desprezado, pois, além de ser ainda uma ferramenta importante tanto na constituição, quando na extinção das sociedades, faz parte dos costumes empresariais brasileiros.

Ainda que não seja um argumento jurídico por si só, o costume mencionado, aliado à ideia de Ascarelli (1969) de objetivo comum, está cotidianamente presente nos acordos entre particulares para criação de uma sociedade.

Logo, não pode e não deve ser desprezado, pelo contrário, deve ser privilegiado na aplicação do Direito ao caso concreto.

Cada uma das deficiências jurídicas abordadas no presente estudo poderia, por si só, invocar um processo *de lege ferenda* independente. Ou seja, o conjunto de propostas não precisa, necessariamente, ser incorporado em sua integralidade e de forma indivisível.

Em suma, no curto prazo, as mudanças propostas neste trabalho poderão causar estranheza e algum desconforto por parte dos mais formalistas. Não obstante, no médio e no longo prazos, tais propostas conferirão segurança jurídica aos diversos *stakeholders*, incentivo ao

mercado de fusões e aquisições brasileiro e eficiência à legislação e às decisões judiciais em relação a estas importantes questões.

Tais benefícios são diretamente proporcionais ao número de propostas de melhoria abordadas nesta tese e foram aceitas pela sociedade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, vol. 62, n. 5. Dez., 1972.

AMERICAN BAR ASSOCIATION (ABA). *Model Business Corporation Act*. 2016 (revision). Disponível em: <https://www.systemday.com/usa/usa-company-law/>. Acesso em 22/11/2020.

ARMSTRONG JR, Norman A.; YOOK, Christopher C. A call for greater consistency in the failing firm defense. *The Antitrust Source*. Dezembro, 2017. Disponível em: https://www.americanbar.org/content/dam/aba/publishing/antitrust_source/dec17_armstrong_12_13f.authcheckdam.pdf. Acesso em 03/11/2020.

ASCARELLI, TULLIO. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2. edição, São Paulo, Saraiva, 1969.

_____. O desenvolvimento histórico do Direito Comercial e o significado da unificação do direito privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 114. Malheiros, 1999.

B3. *Regulamento do Novo Mercado*. 2017. Disponível em: [http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf). Acesso em 05/12/2020.

_____. *Empresas Listadas*. São Paulo, 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm Acesso em 31/10/2020.

BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do Estabelecimento Comercial*. São Paulo, Ed. Max Limonad, 1969.

BEBCHUK, Lucian A. The Case for Facilitating Competing Tender Offers. *Harvard Law Review*, 95. Nov. 1982.

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

BESANKO, David; DRANOVE, David; SHANLEY, Mark; SCHAEFER, Scott. *Economies of Strategy*. 6ª ed. Wiley, 2013.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 12. ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2010.

BRADFORD, C. Steven. Stampeding Shareholders and Other Myths: Target Shareholders and Hostile Tender Offers. *The Journal of Corporation Law*. College of Law, Faculty Publications, 80, 1990.

BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em 16/08/2020.

_____. *Decreto n. 1.800, de 30 de janeiro de 1996*. Regulamenta a Lei nº 8.934, de 18 de novembro de 1994, que dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências. 1996. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d1800.htm. Acesso em 03/10/2020.

_____. *Decreto n. 9.580, de 22 de novembro de 2018*. Regulamenta a tributação, a fiscalização, a arrecadação e a administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. 2018. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Decreto/D9580.htm. Acesso em 22/10/2020.

_____. *Decreto-Lei n. 4.657, de 4 de setembro de 1942*. Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro. 1942. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del4657.htm. Acesso em 25/10/2020.

_____. *Decreto-Lei n. 5.452, de 1º de maio de 1943*. Aprova a Consolidação das Leis do Trabalho. 1943. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del5452.htm. Acesso em 25/08/2020.

_____. *Lei n. 556, de 25 de junho de 1850*. Código Comercial. 1850. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LIM/LIM556compilado.htm. Acesso em 25/10/2020.

_____. *Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966*. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. 1966. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15172compilado.htm. Acesso em 31/08/2020.

_____. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm#:~:text=LEI%20No%206.404%2C%20DE%2015%20DE%20DEZEMBRO%20DE%201976.&text=Disp%C3%B5e%20sobre%20as%20Sociedades%20por%20A%C3%A7%C3%B5es.&text=Art.,das%20a%C3%A7%C3%B5es%20subscritas%20ou%20adquiridas. Acesso em 02/10/2020.

_____. *Lei n. 8.934, de 18 de novembro de 1994*. Dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências. 1994. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18934.htm. Acesso em 15/10/2020.

_____. *Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em 20/10/2020.

_____. *Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005*. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. 2005. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em 30/07/2020.

_____. *Lei n. 12.529, de 30 de novembro de 2011*. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência; dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica; altera a Lei n. 8.137, de 27 de dezembro de 1990, o Decreto-Lei n. 3.689, de 3 de outubro de 1941 - Código de Processo Penal, e a Lei n. 7.347, de 24 de julho de 1985; revoga dispositivos da Lei n. 8.884, de 11 de junho de 1994, e a Lei n. 9.781, de 19 de janeiro de 1999; e dá outras providências. 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm. Acesso em 17/09/2020.

_____. *Lei n. 13.105, de 16 de março de 2015*. Código de Processo Civil. 2015. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13105.htm. Acesso em 30/09/2020.

_____. *Lei n. 13.874, de 20 de setembro de 2019*. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei n. 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei n. 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada n. 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei n. 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei n. 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em 22/08/2020.

_____. *Lei n. 14.112, de 24 de dezembro de 2020*. Altera as Leis n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2002, e 8.929, de 22 de agosto de 1994, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/L14112.htm. Acesso em 25/12/2020.

CATAPANI, Márcio Ferro. Os costumes mercantis e o seu assentamento pela Jucesp. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Malheiros, 2011, n. 158.

CLAESSENS, Stijn; KOSE, M. Ayhan; LAEVEN, Luc; VALENCIA, Fabián. Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*. Washington, DC, International Monetary Fund, 2014.

COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. *Economica, New Series*, vol. 4, n. 16, nov. 1937.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Instrução CVM 361, de 05 de março de 2002*. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários. 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html>. Acesso em 25/08/2020.

_____. *Instrução CVM 480, de 07 de dezembro de 2009*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. 2009a. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em 21/09/2020.

_____. *Instrução CVM 481, de 17 de dezembro de 2009*. Dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas. 2009b. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst481.html>. Acesso em 21/09/2020.

_____. *Instrução CVM 565, de 15 de junho de 2015*. Dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A. 2015. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst565.html>. Acesso em 31/10/2020.

_____. *Instrução CVM 616, de 03 de dezembro de 2019*. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n. 361, de 5 de março de 2002. 2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst616.html>. Acesso em 14/10/2020.

_____. *Parecer de Orientação n. 35, de 1º de setembro de 2008*. Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. 2008. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html>. Acesso em 11/09/2020.

_____. *Parecer de Orientação n. 37, de 22 de setembro de 2011*. Recepção dos conceitos de representação verdadeira e apropriada (“true and fair view”) e da primazia da essência sobre a forma no ordenamento contábil brasileiro. 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare037.pdf>. Acesso em 22/10/2020.

_____. *Processo SEI 19957.003818/2018-41*, São Paulo, 2018a. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180502_R1.html. Acesso em 22/10/2020.

_____. *Processo SEI 19957.003818/2018-41*, São Paulo, 2018b. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180502/102418_Voto_DGG.pdf. Acesso em 22/10/2020.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). *CPC 15 (R1) – Combinação de Negócios*. São Paulo, 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=46>. Acesso em 15/09/2020.

COMPARATO, Fabio Konder. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 104. Editora Revista dos Tribunais. Out/dez, 1996.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). *Ato de Concentração 0016/1994*. 1994. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?0c62g277GvPsZDAxAO1tMiVcL9FcFMR5UuJ6rLqPEJuTUu08mg6wxLt0JzWxCor9mNcMYP8UAjTVP9dxRfPBcSZgmRb2qbPz5zQDv9hxXm3V0tpi6quqj2eUT-SdZXtc. Acesso em 24/07/2020.

_____. Ministério da Justiça e Segurança Pública. *Ato de Concentração 08012.014340/2007-75* – Brasília. Requerentes: Votorantim Metais Zinco S/A e Massa Falida de Mineração Areiense S/A. Relator: Conselheiro Luís Fernando Rigato Vasconcellos. Voto do Conselheiro Luís Fernando Rigato Vasconcellos, 13 de fevereiro de 2008. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQAh8mpB9yOixpHp8HY5RY4IF8cZQrXBzkwfp8agYVxGkC7SS_7y8AXtsHLtIvhyQ08XAauxUteP1duNku3SLn3azFY91tZD. Acesso em 07/11/2020.

_____. *Ato de Concentração 08700.007553/2016-83* – Brasília. Requerentes: Mataboi Alimentos Ltda. e JBJ Agropecuária Ltda. Relator: Conselheiro Alexandre Cordeiro. Voto da Conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schimidt, 18 de outubro de 2017 (2017a). Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?mYbVb954ULaAV-MRKzMwwbd5g_PuAKStTINgP-jtcH5MdmPeznqYAOxKmGO9r4mCfJITXxQMN01pTgFwPLudA2wQ5endDmnqROef7pb8PR2bwQy9_7IMEX8O3oBSRB5U&id_orgao_acesso_externo=0. Acesso em 05/11/2020.

_____. *Ato de Concentração 08700.007553/2016-83* – Brasília. Requerentes: Mataboi Alimentos Ltda. e JBJ Agropecuária Ltda. Relator: Conselheiro Alexandre Cordeiro. Voto do Conselheiro Alexandre Cordeiro Macedo, 20 de outubro de 2017 (2017b). Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?mYbVb954ULaAV-MRKzMwwbd5g_PuAKStTINgP-jtcH5MdmPeznqYAOxKmGO9r4mCfJITXxQMN01pTgFwPLudAyisWw_68HOPEyX6rJYhYTWe1ETIVs3gT7-1L_BwF-kc&id_orgao_acesso_externo=0. Acesso em 05/11/2020.

_____. *Ato de Concentração 08700.004163/2017-32* – Brasília. Requerentes: Grupo Petrotemex, S.A. de C.V. e Petróleo Brasileiro S.A. Voto do Conselheiro João Paulo de Resende, 15 de fevereiro de 2018. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?mYbVb954ULaAV-MRKzMwwbd5g_PuAKStTINgP-jtcH5MdmPeznqYAOxKmGO9r4mCfJITXxQMN01pTgFwPLudA7_KGrAxvtJWJpmg30haHIAhXKEpjydKmd0sQORDFHV3&id_orgao_acesso_externo=0. Acesso em 08/11/2020.

_____. *Guia. Análise de Atos de Concentração Horizontal*. Julho, 2016. Disponível em: http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf. Acesso em 03/11/2020.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE RECURSOS FISCAIS (CARF). *Embargos de Declaração n. 16561.720170/2012-31, 2.^a Câmara/1.^a Turma Ordinária, sessão de 27/07/2017.*

DE LA CRUZ, A.; MEDINA, A.; TANG, Y. Owners of the World's Listed Companies. *OECD Capital Market Series*. Paris, 2019. Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm>. Acesso em 21/10/2020.

DEPARTAMENTO NACIONAL DE REGISTRO EMPRESARIAL E INTEGRAÇÃO (DREI). *Instrução Normativa n. 81, de 10 de junho de 2020*. Dispõe sobre as normas e diretrizes gerais do Registro Público de Empresas, bem como regulamenta as disposições do Decreto n. 1800, de 30 de janeiro de 1996. 2020. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-n-81-de-10-de-junho-de-2020-261499054>. Acesso em 31/08/2020.

DIB, Adriano Abrão. Responsabilidade civil e condutas anticoncorrenciais. *Revista dos Tribunais Online, Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, v. 8. Abr./jun., 2018.

_____. *Valuation de empresas: o goodwill pós-crise da Covid-19*. Julho/2020. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2020-jul-31/adriano-dib-goodwill-pos-criese-covid-19>. Acesso em 31/10/2020.

DWORKIN, Ronald. *Uma questão de princípio*. Tradução Luís Carlos Borges. São Paulo, Martins Fontes, 2001.

DYER, David P. Successor Liability in Corporate Acquisitions – An Examination of Attempts to Limit the Use of the De Facto Merger Doctrine. *Journal of Air Law and Commerce*, vol. 46, 1981.

EASTERBROOK, Frank H; FISCHER, Daniel R. The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. *Harvard Law Review* 1161, vol 94, n. 6, 1981.

FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, vol. 88, n. 2, 1980.

FEDERAL TRADE COMMISSION. *Decisions, Findings, Orders and Stipulations*. June 12, 1929 to May 4, 1930, vol. 13, p. 593 *et seq.* Disponível em: https://www.ftc.gov/system/files/documents/commission_decision_volumes/volume-13/vol13.pdf . Acesso em 03/11/2020.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Malheiros Editores, n. 149/150. Jan-Dez/2008, p. 129-130.

FRANK, Robert H.; BERNANKE, Ben S. *Princípios de Economia*. Tradução de Heloisa Fontoura e Monica Stefani, 4.^a ed., Porto Alegre, AMGH Editora, 2012.

FREIRE, Paulo. *Pedagogia da autonomia: saberes necessários à prática educativa*. São Paulo, Paz e Terra, 1996.

GILSON, Ronald J. Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, *35 Stan L. Ver.*, 51, 1982.

GRAU, Eros R. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988 (interpretação e crítica)*. 17.^a ed. São Paulo, Malheiros, 2015.

HAGE, Jaap. Comparative Law as method and the method of Comparative Law. *Maastricht European Private Law Institute*. Working Paper no. 2014, 2011. Disponível em: <http://ssrn.com>. Acesso em 07/10/2018.

HARALAMBIE, George. The Global Crisis and Cyclical Theory. *Theoretical and Applied Economics*. Vol. XVIII. 2011, n. 11.

HARCOURT, Bernard E. *The Illusion of free markets: punishment and the myth of natural order*. Harvard University Press, 2011.

HARMAN, Chris. The rate of profit and the world today. *International Socialism*, n. 115, 2007. Disponível em <https://www.marxists.org/archive/harman/2007/xx/profitrate.htm>. Acesso em 05/11/2020.

HAYEK, Friedrich A. *Law, Legislation and Liberty. A new statement of the liberal principles of justice and political economy*. London, Routledge, vol. 1, 1973.

HILL, Claire A.; QUINN, Brian JM; SOLOMON, Steven Davidoff. *Mergers & Acquisitions: Law, Theory and Practice*. 2. ed. West Academic Publishing, 2019.

HOBART, Geoffrey E. Delaware Improves its treatment of freezeout mergers: *Weinberger v. UOP, Inc. Boston College Law Review*, vol. 25, n. 3, 1984, p. 722.

HOETKER, Glenn; AGARWAL, Rajshree. Death Hurts, but It Isn't Fatal: The Postexit Diffusion of Knowledge Created by Innovative Companies. *The Academy of Management Journal*, vol. 50, n. 2, 2007.

HOPT, Klaus J. Comparative Company Law, working paper no. 77/2006. *The Oxford Handbook of Comparative Law*. Oxford University Press, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=980981>. Acesso em 26/10/2020.

IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato*. Gius, Laterza & Figli, 4. ed., 2003.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, v.3, n. 4.

KNIGHT, Frank H. *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston and New York, Houghton Mifflin Company, 1921, p. xxi.

KNOTT, Anne Marie; POSEN, Hart E. Is Failure Good? *Strategic Management Journal* 26(7), 2005.

KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. *Macroeconomia*. Tradução de Célia Simille de Macedo. 3. ed. Elsevier, 2008.

LEGRAND, Pierre. The Impossibility of "Legal Transplants". 4 *Maastricht I*. Eur G Comp. L, 111, 1997.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. Tradução Rachel Sztajn. 2. ed. São Paulo, Atlas, 2015.

MARCONDES, Sylvio. *Questões de Direito Mercantil*. São Paulo, Saraiva, 1977.

MARX, Karl. O Capital. Crítica da economia política. Livro III. O processo global da produção capitalista. Edição Friedrich Engels. Tradução de Rubens Enderle. Boitempo, 2017.

MAYNARD, Therese H. *Mergers and Acquisitions: cases, materials, and problems*. 4. ed. New York, Wolters Kluwer, 2017.

MCINTYRE, Lisa J. A Sociological Perspective on Bankruptcy. *Indiana Law Journal*, vol. 65, 1989. Disponível em: <https://www.repository.law.indiana.edu/ilj/vol65/iss1/6/>. Acesso em 05/11/2020.

MENDONÇA, Tiago Miguel Galão. A crise enquanto momento de um ciclo económico: As crises dos séculos XIX, XX e XXI, 2019. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3427782>. Acesso em 05/11/2020

MUNIZ, Ian de Porto Alegre. *Fusões e Aquisições, Aspectos Fiscais e Societários*. 3. ed. São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 18-19.

NZERO, Ignatious. Interpretation and Application of the Failing Firm Doctrine in Merger Regulation in South Africa and the US: A Comparative Analysis. *Journal of Contemporary Roman-Dutch Law*, vol. 77, 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2545293>. Acesso em 05/11/2020.

OECD. *Policy Roundtables: The Failing Firm Defence*. 2009. Disponível em: <https://www.oecd.org/competition/mergers/45810821.pdf>. Acesso em 03/11/2020.

OESTERLE, Dale A. Target Managers as Negotiating Agents for Target Shareholders in Tender Offers: A Reply to the Passivity Thesis. *Cornell Law Review*, 71, 1985.

OLIVEIRA JÚNIOR, Fernando Antonio de Alencar Alves de. *A teoria da failing firm e sua aplicação no Brasil*. Salvador, Editora Juspodivm, 2016.

PENROSE, Edith. *The Theory of the Growth of the Firm*. 4. Ed. Oxford, 2009 (versão digital).

PEREIRA, Luiz Bresser. *Lucro, acumulação e crise. A tendência declinante da taxa de lucro reexaminada*. São Paulo, ed. Brasiliense, 1986.

QUESNAY, François. *Le Despotisme de La Chine*. Paris, 2011. Disponível em: <https://pt.calameo.com/read/000215498dc5864c12ba6>. Acesso em 25/08/2020.

RECEITA FEDERAL. Solução de Consulta 139 – Cosit Coordenação Geral de Tributação. Diário Oficial da União. Brasília, 2018. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=95200>. Acesso em 26/10/2020.

ROCCO, Alfredo. *Princípios de Direito Comercial*. Tradução do italiano pelo Prof. Cabral de Moncada, São Paulo, Acadêmica, Saraiva, 1934.

RODRIK, Dani. *The Globalization Paradox: democracy and the future of the world economy*. New York, W.W. Norton & Co., 2011.

SEBRAE. *Painel de empresas*. 2020. Disponível em: www.datasebrae.com.br/totaldeempresas/. Acesso em 21/10/2020.

SHAIKH, Anwar. *Uma Introdução à História das Teorias de Crise*. Porto Alegre, Ensaio FEE, 1983.

STATE OF DELAWARE. *The Delaware Code Online*. 2020a. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/>. Acesso em 26/10/2020.

_____. Title 8. Corporations. *Delaware General Corporate Law (DGCL)*. Sep 28, 2020. 2020b. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf>. Acesso em 26/10/2020.

STIGLER, George J. Law or Economics? *Journal of Law & Economics*, vol. XXXV, oct. 1992.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA (STJ). *Recurso Especial: 478.824-RS*. 2ª. turma. Relator: Ministro Castro Meira, julg. 24/08/2005, d.j. 19/09/2005.

_____. *Recurso Especial: 1.129.222-PR*. 3ª. turma. Relatora: Ministra Nancy Andrichi, julg. 28/06/2011, d.j. 01/08/2011.

_____. *Recurso Especial: 1.572.648-RJ*. 3ª. turma. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, julg. 12/09/2017, d.j. 20/09/2017, 2017a.

_____. *Recurso Especial: 1.682.792-SP*. 2ª. turma. Relator: Ministro Herman Benjamin, julg. 05/09/2017, d.j. 09/10/2017, 2017b.

SUPREME COURT OF DELAWARE. *Weinberger v. Uop*. 457 A. 2d 701. Feb 1, 1983. Disponível em: <https://www.law.upenn.edu/live/files/8837-a>. Acesso em 20/10/2020.

SUPREME COURT OF NEVADA. *Peddie v. Spot Devices, Inc*, 72721, 427 P.3d 125, oct 2, 2018.

SUPREME COURT OF PENNSYLVANIA. *Farris v. Glen Alden Corp*, 143 A.2d 25, jun 30, 1958.

SZTAJN, Rachel. Law and Economics, in: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e Economia. Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Elsevier e Ed. Campus, 2005.

_____. *Teoria Jurídica da Empresa. Atividade Empresária e Mercados*. 2. ed. São Paulo, Atlas, 2010 (versão digital).

SZTAJN, Rachel; GORGA, Erica. Tradições do Direito, in: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e Economia. Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Elsevier e Ed. Campus, 2005.

TEPEDINO, Ricardo. O trespasse para subsidiária (Drop Down), in: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Direito societário e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo, Quartier Latin, 2006.

UNITED STATES. *Clayton Antitrust Act of 1914*. 1914. Disponível em: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid%3AUSC-prelim-title15-section12&edition=prelim>. Acesso em 23/08/2020.

_____. *Securities Act of 1933*. Series: Title 15: Commerce and Trade. 1934a. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em 02/10/2020.

_____. *Securities Exchange Act of 1934*. 1934b. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>. Acesso em 02/10/2020.

_____. *Williams Act*. July 29, 1968. Disponível em: <https://fraser.stlouisfed.org/title/williams-act-5900>. Acesso em 05/08/2020.

_____. *Electronic Code of Federal Regulations*. Title 17, chapter II. 2020. Disponível em: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=63dd41fe378f7f2ea0edb1bf8ddfa6e6&mc=true&node=pt17.4.240&rgn=div5#se17.4.240_114e_61. Acesso em 17/08/2020.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SECOND CIRCUIT. *Hanson Trust PLC v. SCM Corporation*. 774 F.2d 47, 1985. Disponível em: <https://casetext.com/case/hanson-trust-plc-v-scm-corp-3>. Acesso em 20/10/2020.

US DEPARTMENT OF JUSTICE AND THE FEDERAL TRADE COMMISSION. *Horizontal Merger Guidelines*. Ago, 2010. Disponível em: <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/merger-review/100819hmg.pdf>. Acesso em 03/11/2020.

US SUPREME COURT. *International Shoe Co. v. FTC*, 280 U.S. 291. Jan, 1930. Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/280/291/>. Acesso em 21/10/2020.

VALENTINE, Debra A. *Horizontal Issues: What's Happening and What's on the Horizon*. Dez, 1995. Disponível em: <https://www.ftc.gov/public-statements/1995/12/horizontal-issues-whats-happening-and-whats-horizon>. Acesso em 18/09/2019.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. Vol. 2, 2. ed. Malheiros, 2010.

_____. *Direito Comercial: teoria geral*. 4. ed. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2014.

_____. *A affectio societatis está viva e ativa no planeta Terra*. 2019. Disponível em: <https://migalhas.uol.com.br/depeso/305909/a-affectio-societatis-esta-viva-e-ativa-no-planeta-terra>. Acesso em 09/11/2020.

VERÇOSA, Haroldo M. D.; BARROS, Zanon de Paula. A recepção do “drop down” no direito brasileiro. *Revista de direito mercantil-industrial, econômico e financeiro*. São Paulo, Malheiros, v. 41, n. 125, jan/mar 2002.

VINAGRE, Marta. Costume: forma de expressão do direito positivo. *Revista Inf. Legisl.* Brasília, a. 25, n. 99, jul/set/1988.

WAKSMAN, Muriel. *Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2017.

WATSON, Alan. *Legal Transplants*. 2ª. ed., University of Georgia, 1993.

_____. Legal Transplants and European Private Law, vol. 4.4. *Electronic Journal of Comparative Law*, dec., 2000.

WERTHEIMER, Barry M. The Shareholder's appraisal remedy and how courts determine fair value. *Duke Law Journal*, vol. 47, n. 4. Fev., 1998.

ZYWICKI, Todd J. Bankruptcy Law as Social Legislation. *Law and Economics Working Paper Series*. George Mason University School of Law, 2001. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273988. Acesso em 05/11/2020.