ANDRÉIA CRISTINA BEZERRA CASQUET

ALIENAÇÃO DE CONTROLE: LIMITAÇÃO DO PODER DO CONTROLADOR COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DE COMPANHIAS FECHADAS

DOUTORADO EM DIREITO COMERCIAL

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo, 2013

ANDRÉIA CRISTINA BEZERRA CASQUET

ALIENAÇÃO DE CONTROLE: LIMITAÇÃO DO PODER DO CONTROLADOR COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DE COMPANHIAS FECHADAS

Tese apresentada à Comissão Julgadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutora em Direito Comercial, sob a orientação da Professora Doutora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca.

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo, 2013

Banca Examinadora

_____

Orientadora: Profa. Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca

_____

_____

_____

_____

RESUMO

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Alienação de controle*: limitação do poder do controlador como mecanismo de proteção dos acionistas minoritários de companhias fechadas. 2013. 334 f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

Esta tese tem como propósito o estudo da limitação dos poderes do controlador como mecanismo fundamental de proteção dos demais acionistas que integrem as companhias fechadas, sobretudo no contexto das operações de transferência de controle, nas quais é frequente que os minoritários fiquem impossibilitados de vender conjuntamente suas ações na mesma operação em que o controlador tiver transferido a sua participação a terceiros. A questão possui relevância na medida em que o art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações (LSA – Lei nº 6404/1976) não cuida das companhias fechadas, e a obrigatoriedade da realização de oferta pública decorrente de alienação de controle nele prevista destina-se tão somente às companhias abertas. Na análise do assunto, discute-se a limitação dos poderes do controlador como o núcleo dos mecanismos de proteção das minorias, tendo em vista principalmente que as decisões nas companhias fechadas brasileiras são tomadas, como regra, por uma maioria estável, ficando os demais acionistas em uma posição de mera subordinação às decisões tomadas pelos controladores. É imperativo esclarecer que não se pretende assumir uma posição estanque de defesa dos minoritários, tampouco uma postura de ataque ao controlador. Ao revés, o verdadeiro desafio está em contrabalancear o legítimo poder conferido ao controlador, com os interesses dos minoritários. Para tanto, ao tema é conferido um tratamento de composição de interesses mediante o estabelecimento de limites aos poderes do controlador na exata medida necessária à proteção das minorias, sem, contudo, destronar o predomínio da maioria. Utilizam-se como fontes de pesquisa a literatura revisada nacional disponível em livros, periódicos, jurisprudência, decisões administrativas e na legislação pertinente ao tema. Na escassez de regulamentação substanciosa, complementa-se o estudo com teoria extraída da doutrina e da jurisprudência estrangeiras.

Palavras-chave: Alienação de controle. Companhias fechadas. Acionistas minoritários. Limitações do poder do controlador. Mecanismos de proteção.

ABSTRACT

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Transfer of control*: limiting the power of the controller as a mechanism for protecting minority shareholders of closely held companies. 2013. 334 p. Thesis (Ph.D. in Corporate Law) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

This thesis aims to study the limitation of the powers of the controller as a fundamental mechanism for the protection of the other shareholders that are part of the closely held companies, especially in the context of transfer of control transactions, in which it is common for minority remain unable to jointly sell their shares in the same transaction that the controller has transferred its equity interest to third parties. The matter is relevant as the article 254-A of Corporate Law (LSA – Lei nº 6.404/1976) does not regulate closely held companies, and the obligation to make public offering resulting from de transfer of control provided in such article is intended solely to publicly held companies. In analyzing the subject, it is discussed limiting the powers of the controller as the minority protection mechanisms core, especially in view of the fact that decisions in Brazilian closely held companies are taken, as a rule, by a stable majority, being the other shareholders in a position of mere subordination to the decisions taken by controllers. It is imperative to clarify that it is not intended to assume a standing position defending the minority, nor a posture of attack the controller. To the contrary, the real challenge is counterbalance the legitimate power given to the controller with the minority interests. Therefore, the subject is addressed in a sense of composition of interests by establishing limits to the powers of the controller in the exact extent necessary for the protection of minorities, without, however, dethrone prevalence of majority. As sources of research are used the national reviewed literature available decisions and pertinent legislation. In dearth of material rules, the study will be complemented with foreign doctrine and case law.

Keywords: Transferring of control. Closely held companies. Minority shareholders. Limiting controller power. Mechanisms of protection.

RIASSUNTO

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Trasferimento del controllo*: limitazione del potere dell'azionista di controllo come un meccanismo per la protezione degli azionisti minoritari nelle società per azioni chiuse. 2013. 334 p. Tesi (Dottorato in Diritto Commerciale) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

Questa tesi si propone di studiare la limitazione dei poteri dell'azionista di controllo come un meccanismo fondamentale per la tutela degli altri azionisti che integrano le imprese private, soprattutto in operazioni di trasferimento di controllo, dove spesso gli azionisti minoritari rimangono incapaci di vendere congiuntamente le loro azioni nella stessa operazione in cui l'azionista di controllo ha trasferito la sua partecipazione a terzi. La questione è rilevante nella misura in cui l'articolo 254-A della legge delle Società per Azioni (LSA – Legge n 6404/1976) non tratta delle aziende chiuse e, quindi, l'obbligo di un'offerta pubblica derivante da una vendita di controllo ivi contenuta sono da intendersi esclusivamente alle Società per Azioni quotate in borsa. Nell'analizzare la questione, si discute la limitazione dei poteri dell'azionista di controllo come il *core* dei meccanismi fondamentali di protezione delle minoranze, tenendo conto che le decisioni nelle società private brasiliane sono prese, di regola, da una maggioranza stabile, e così gli altri azionisti rimangono in una posizione di mera subordinazione alle decisioni prese dagli azionisti di controllo. E' indispensabile chiarire che non intendiamo assumere una posizione di difesa della minoranza, né una posizione di attacco all'azionista di controllo. Invece, la vera sfida è quella di controbilanciare il potere legittimo dato all'azionista di controllo, con gli interessi della minoranza. Perciò, si conferisce al soggetto un trattamento di composizioni d'interessi attraverso lo stabilimento di limiti ai poteri dell'azionista di controllo nell'esatta misura necessaria per la protezione delle minoranze, senza, però, detronizzare il predominio della maggioranza. Vengono utilizzate come fonti di ricerca la rivista della letteratura nazionale disponibile in libri, periodici, nella giurisprudenza, nelle decisioni amministrative e nella legislazione pertinente. In mancanza di regole abbondanti, si aggiungono allo studio la dottrina e la giurisprudenza tracciata dal diritto straniero.

Parole chiave: Trasferimento del controllo. Società per Azioni chiuse. Azionisti minoritari. Limitazioni del potere dell'azionista di controllo. Meccanismi di protezione.

INTRODUÇÃO

Dentre as diversas facetas do poder de controle na sociedade anônima, optou-se, neste estudo, por investigar os aspectos jurídicos envolvidos em sua transferência, especificamente nas companhias fechadas, na tentativa de compreender as correspondentes implicações para os acionistas que não façam parte do controle, e como essa perspectiva pode afetar a regulação da alienação do controle no direito societário.

A temática central do assunto proposto cinge-se ao desenvolvimento do estudo em torno da limitação dos poderes do acionista controlador como mecanismo de proteção dos minoritários de companhias fechadas nas ditas operações de transferência de controle.

O levantamento do material de pesquisa para fins do desenvolvimento do presente estudo demonstra que muitos são os trabalhos publicados pelos operadores do Direito e por estudiosos de outras ciências afins acerca da imposição legal da realização de oferta pública de alienação de controle de companhia aberta. Ressalte-se, no entanto, que, nada obstante a prevalência da estrutura societária fechada no Brasil e do volume de operações de fusões e aquisições implementadas nos últimos anos, poucos foram aqueles que dirigiram as suas atenções para o acompanhamento do arcabouço legal existente no plano da regulação da alienação do controle de companhias fechadas, sobretudo no aspecto atinente aos direitos dos acionistas minoritários.

Muito embora o Brasil seja carente de estatísticas oficiais atualizadas[1] sobre a quantidade de sociedades anônimas fechadas atualmente registradas nas juntas comerciais, não há dúvidas de que estas superam, em muito, o número de companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e que, efetivamente, negociem seus valores mobiliários em bolsa ou mercado de balcão.

[1] Segundo informações do Departamento Nacional de Registro do Comércio, foram constituídos 4.300.257 de sociedades anônimas entre os anos de 1985 e 2005. (Disponível em: <www.dnrc.gov.br>. Acesso em: 11 mar. 2013).

A despeito dessa realidade brasileira, o Direito pátrio não dedicou mais do que algumas poucas linhas assimétricas e soltas sobre o tema, malgrado a importância e a riquíssima experiência acumulada em outros países.

Em boa parte, o mutismo dos doutrinadores do País deve-se ao fato de que no âmbito das companhias fechadas prevalece o princípio da liberdade contratual *lato sensu*, que gira em torno da autonomia da vontade e pressupõe que as partes podem convencionar o que quiserem, e como desejarem, nos limites estabelecidos pela lei[2]. Essa circunstância pode ter servido de desestímulo ao exegeta brasileiro a procurar socorro em outros institutos para suprir as lacunas da lei societária vigente no País.

Entende-se, neste trabalho, que a escassez de estudos específicos no Direito Brasileiro, associada à relevância prática do tema, por efeito de situações concretas atualmente existentes e em vias de se expandir e agravar, constituem, dados mais do que suficientes para, a justo título, desafiar o desenvolvimento de tese de doutoramento.

Nessa toada, elegeu-se a proteção aos acionistas minoritários, notadamente no que toca às limitações do poder do controlador no âmbito de operações de transferência de controle de companhias fechadas, como objeto de aprofundamento dos estudos a que se propõe o presente trabalho, sendo certo que, à míngua de regulamentação substanciosa sobre o assunto, complementar-se-á a pesquisa com teoria extraída principalmente da doutrina e da jurisprudência de outros países.

Nesse ponto, faz-se necessário advertir que não se devem tirar conclusões precipitadas acerca da abordagem que será conferida ao tema, uma vez que não se pretende assumir uma posição estanque e rígida de defesa dos minoritários, tampouco uma postura de ataque ao controlador. Ao revés, o verdadeiro desafio está justamente em contrabalancear o legítimo poder atribuído ao controlador com os interesses dos minoritários e, para tanto, ao tema será conferido um tratamento de composição de

[2] Antonio Junqueira de Azevedo assinala que os três princípios de direito contratual que se fundam na autonomia da vontade, quais sejam, princípio da liberdade contratual *lato sensu*, princípio da obrigatoriedade dos efeitos contratuais (*pacta sunt servanda*) e princípio da relatividade dos efeitos contratuais (*res inter alios acta tertio neque nocet neque prodest*), devem ser somados aos princípios da boa-fé objetiva, do equilíbrio econômico do contrato e da função social do contrato, tendo em vista a necessidade de harmonização do trinômio sociedade, Estado e indivíduo (AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Princípios do novo direito contratual e desregulamentação do mercado – direito de exclusividade nas relações contratuais de fornecimento – função social do contrato e responsabilidade aquiliana do terceiro que contribui para inadimplemento contratual. In: _____. *Estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 137-147).

interesses mediante o estabelecimento de limites aos poderes do controlador na exata medida necessária à proteção das minorias, sem, contudo, destronar o predomínio da maioria.

Seria de toda conveniência e muito mais confortável assumir uma visão maniqueísta e tomar partido exclusivamente dos minoritários ou dos controladores, no entanto, o desafio está em contrabalancear o legítimo poder do qual o controlador deve se revestir para que possa comandar a companhia, com os direitos dos minoritários, que merecem tutela em razão do fato de parte de seu patrimônio ficar submetida a uma organização alheia.

Não por outro motivo, o estudo dos limites ao poder do controlador, como forma de proteção à minoria, passa longe de crucificar o controlador em função dos poderes inerentes à sua posição na companhia, assim como de repreendê-lo antes mesmo que pratique qualquer ato, tão somente em virtude da sua condição de comando nos quadros sociais. Ao contrário, o que se busca é investigar os limites de sua atuação com o fito de inferir o que é permitido ou não fazer de modo legítimo, pois apenas aquele que está ciente dos limites de sua posição jurídica subjetiva é capaz de exercê-la em sua plenitude, sem temor de retaliações pelos atos praticados.

A matéria em apreço tem como pano de fundo a frequente impossibilidade de venda conjunta das ações dos minoritários na mesma operação em que o controlador tiver transferido a sua participação a terceiros.

Por um lado, no caso das companhias abertas, o art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações (LSA) – ou Lei nº 6.404/1976 – estabelece que, havendo alienação direta ou indireta do controle, a operação somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. Ainda, é facultado ao adquirente oferecer aos minoritários a opção de não vender suas ações e receber um prêmio correspondente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago pelas ações do bloco de controle.

Por outro lado, no âmbito das companhias fechadas, não há nenhuma previsão legal que determine a forma como os acionistas deverão pautar o regramento das transferências de controle.

Com efeito, desde 1976, muitos autores debatem a questão da inaplicabilidade do art. 254-A da LSA às companhias fechadas, uma vez que nessas companhias os minoritários seriam ainda mais afetados do que nas companhias abertas em operações de transferência de controle, já que não podem contar com a saída da companhia mediante a venda de suas ações em bolsa de valores ou mercado de balcão.

Se, por um lado, no caso das companhias fechadas, a operação demonstra restringir-se a um negócio privado entre cedente e cessionário do controle acionário, sem afetar os acionistas minoritários – e sem, especialmente, beneficiá-los –, não havendo regras rígidas que possam refrear de forma efetiva os possíveis abusos que possam advir dos poderes do controlador, por outro, no caso das companhias abertas, além da divulgação oficial de informações, é exigida a realização de oferta pública de alienação de ações, de modo a propiciar aos acionistas não controladores tratamento equitativo no que toca ao valor recebido pelo titular do controle da companhia aberta[3].

Para Mauro Rodrigues Penteado, essa fórmula dicotômica é injustificável, uma vez que, invariavelmente, os minoritários de companhias fechadas enfrentam dificuldades maiores em vender suas ações para terceiros após a alienação do controle acionário, em termos equitativos, no que diz respeito às condições percebidas pelo antigo acionista controlador. Assim, para o autor, "Não se justifica a distinção feita pelo art. 254-A da LSA entre companhias abertas e fechadas – além da odiosa distinção entre minoritários e preferencialistas –, eis que as fechadas são as que mais necessitam do *tag along* devido à absoluta falta de liquidez de suas ações"[4].

Roberta Nioac Prado[5] sustenta não haver dúvidas de que o fato de os acionistas de companhias fechadas não poderem se valer do mercado para venda de suas ações torna

[3] PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 76, 1998, p. 17.
[4] Ibidem, p. 17 e ss.
[5] PRADO, Roberta Nioac. Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedades por ações de capital aberto fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei n. 6.404/76 e Resolução 401/76 – é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 106, 1997, p. 93.

a saída da companhia bem mais complexa. Na tese de doutoramento, a autora já afirmava que "somente se os dispositivos 254 e 254-A, ambos da LSA de 1976, previssem a incidência da oferta pública aos minoritários de companhias fechadas quando da alienação do controle poderiam ser considerados como efetivamente de proteção aos acionistas minoritários"[6].

Luiz Leonardo Cantidiano[7] também se posiciona nessa mesma linha, por entender que o acionista de companhia fechada possui maiores dificuldades do que o acionista de companhia aberta quando se trata de alienação de controle. O autor sugere que o minoritário das companhias fechadas também deveria ser tutelado pela regra que determina a oferta pública nas companhias abertas: "Problema maior ocorre, no entanto, na companhia fechada, em que o acionista minoritário, se discordar da venda do controle, porque impedido de se socorrer dos mecanismos do mercado, fica impedido de se desfazer de suas ações. De fato, o acionista da companhia fechada mereceria muito mais a proteção da lei.".

O assunto também passa pela detida análise do comercialista paranaense, Rubens Requião[8], que assim se manifesta:

> E o mais sério – que precisa ser claramente exposto – é que a lei só disciplina as operações de alienação e aquisição das ações com direito a voto nas *companhias abertas*. As minorias, nas sociedades fechadas, continuam desprotegidas em seus interesses. [...] O que devemos insistir é que a minoria, na hipótese de alienação e aquisição de controle das *sociedades fechadas*, que constituem o imenso número das sociedades anônimas em nosso país, continua, nesse particular, completamente desprotegida. A lei só cogitou da proteção da minoria, repita-se, na hipótese das *sociedades abertas*.

Segundo os autores citados, a efetividade do art. 254-A da LSA, enquanto dispositivo destinado à proteção dos acionistas minoritários, deve ser colocada em xeque, em face da não inclusão dos acionistas de companhias fechadas em seu espectro de proteção.

---

[6] PRADO, Roberta Nioac. Análise crítica do instituto da oferta obrigatória, em decorrência da alienação de controle de companhia aberta, em face da realidade brasileira (artigo 254-A da Lei n. 6.404, de 1976). 2004. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004, f. 193.

[7] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 34, out.-dez. 2006, p. 335.

[8] REQUIÃO, Rubens. A proteção da minoria no caso de alienação e aquisição do controle. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. II, p. 84.

Entretanto, conforme será demonstrado ao longo deste estudo, as companhias fechadas foram excluídas do referido dispositivo porque a proteção dos minoritários dessas companhias não deve se pautar em um sistema de compensação pelo não recebimento do prêmio de controle, tal como ocorre nas companhias abertas, mas sim, em uma premissa maior fundada nas arraigadas relações contratuais que podem constituir o critério orientador dessa modalidade societária e que impedem o controlador de perpetrar injustiças, sob pena de tratar iniquamente os acionistas minoritários da companhia, desrespeitando seus direitos.

Muito embora o presente trabalho não tenha o objetivo de traçar paralelismos entre as regras aplicáveis às companhias abertas e às fechadas, dado serem dotadas de características e funcionalidades completamente distintas, a proposição que inaugurou os estudos em torno da proteção dos minoritários no âmbito de operações de transferência de controle de companhias fechadas tem origem justamente na diferenciação entre essas duas modalidades de sociedades por ações.

A questão foi bem sintetizada pelo mestre das Arcadas, o professor Fábio Konder Comparato, segundo o qual, se o legislador efetivamente pretendia proteger os interesses dos minoritários, por que prever a tutela desses acionistas apenas nas cessões de controle de *companhias abertas*, nas quais existe liberdade de circulação das ações no mercado de capitais? Não é, justamente, nas *companhias fechadas* que o minoritário, com muito mais frequência, se encontra bloqueado, sem ter outro comprador para as suas ações, senão o próprio controlador, que costuma oferecer, por elas, um preço vil[9]?

Havendo interesse dos minoritários de companhias fechadas em se desfazer de sua participação, quem seriam os potenciais interessados? E que valor estariam esses adquirentes dispostos a pagar para ingressar em um negócio no qual teriam (i) pouco ou quase nenhum poder de voz, significando, na prática, ausência de qualquer influência política na companhia; (ii) dificuldades de saída, especialmente em razão da falta de liquidez de sua participação; (iii) elevado potencial de extração de benefícios privados pelos controladores e (iv) grande possibilidade de venda de suas ações a preço irrisório?

[9] Indagação proposta por COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Notas de texto de Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 310.

Essas características, aliás, constituem alguns dos principais fatores que conduzem ao estudo das companhias fechadas. Na clássica obra de Ragazzo e Moll[10], os autores, logo na introdução do trabalho, procuram oferecer respostas à questão por eles formulada: *"Por que estudar as companhias fechadas?"*[11]. A primeira resposta encontrada relaciona-se ao fato de que as companhias fechadas superam, em muito, o número de companhias abertas[12]. A segunda diz respeito ao fato de que, em função da ausência de um mercado em que as ações de companhias fechadas possam ser vendidas, existem problemas próprios que podem surgir nessas companhias, *e.g.*, a falta de possibilidade de desfazimento dos investimentos pelo acionista que discordar de certos atos praticados pela maioria[13]. Por fim, a terceira resposta reside na peculiaridade de as companhias conduzirem seus negócios de modo semelhante a uma sociedade de pessoas – o que no Brasil nem sempre ocorre, conforme será observado neste estudo. Os autores exemplificam com o fato de que, ao contrário do que ocorre com as companhias abertas, nas companhias fechadas, os acionistas costumam participar do dia a dia da sociedade e se preocupam com a figura daqueles que irão integrar os seus quadros societários[14].

É de se notar que a decisão de investir em uma companhia fechada constitui proposta arriscada, a menos que se adquira o controle acionário ou que tenham sido negociadas proteções adicionais àquelas previstas em lei. Isso porque, muito embora a

---

[10] MOLL, Douglas K.; RAGAZZO, Robert. *Closely held business organizations*: cases, materials, and problems (introduction). Minnesota: West Publishing, 2006.

[11] Tradução livre do original: "*Why study closely held business organizations*?" (sem grifo no original)

[12] "Primeiro, o número de companhias fechadas desse país excede substancialmente o número de companhias abertas". Tradução livre do original: "First, the number of closely held business in this country vastly exceeds the number of publicly held business" (MOLL, Douglas K.; RAGAZZO, Robert. *Closely held business organizations*: cases, materials, and problems (introduction), p. 1).

[13] "Segundo, porque as companhias fechadas não possuem um Mercado para seus investimentos, problemas significantes surgem nessas companhias, os quais inexistem nas companhias abertas. [...] O investimento de um acionista, em outras palavras, pode ficar preso dentro de uma companhia fechada – situação essa que pode requerer a intervenção judicial, particularmente se a conduta da maioria estiver envolvida" Tradução livre do original: "Second, because closely held business lack a market for their ownership interests, significant problems arise in the closely held context that are largely absent in the publicly held setting. […] The investment of an owner, in other words, can remain trapped within a closely held enterprise – a situation that may call for judicial intervention, particularly if egregious majority conduct is involved" (ibidem, loc. cit.).

[14] "Terceiro, os acionistas de companhias fechadas, muitas vezes esperam executar seus negócios de formas que diferem dramaticamente do funcionamento companhias abertas. Por exemplo, os acionistas de companhias fechadas geralmente desejam ter um papel ativo na gestão da companhia. [...] Outro exemplo, os acionistas de companhias fechadas tendem a querer restrições à transferência de participações no capital da companhia". Tradução livre do original: "Third, the owners of closely held enterprises often expect to run their business in ways that differ dramatically from the operation of publicly held enterprises. For example, closely held business owners usually want an active role in the management of the venture. […] As a further example, closely held business owners tend to want restrictions on the transferability of ownership interests" (ibidem, p. 2).

LSA estabeleça algumas poucas regras destinadas à proteção dos acionistas minoritários, frequentes são as situações em que esses acionistas se veem ameaçados ou efetivamente prejudicados por determinadas práticas dos controladores.

Frise-se que, apesar dos riscos envolvidos, a maior parte das companhias existentes no Brasil é fechada. A explicação para tanto pode estar relacionada ao fato de que essa forma societária oferece uma combinação de estabilidade, estrutura que suporta negócios de maior porte, administração centralizada, certo controle no ingresso de novos acionistas e responsabilidade limitada. Entretanto, são justamente algumas das características que atraem os investidores para essa forma societária – estrutura fechada e controle centralizado – que reduzem as chances de obtenção do retorno dos investimentos realizados, impossibilitam o exercício de influência política e reduzem as possibilidades de saída do acionista insatisfeito com o negócio.

Assim, há quem defenda que a própria ordenação de regras aplicáveis às companhias fechadas constituiria fator determinante para a potencial opressão aos minoritários[15]. Destacam-se, nesse contexto, as regras cogentes que dificultam a saída dos minoritários nas companhias fechadas, como as regras limitadas de direito de recesso e aquelas que imposibilitam a influência política desses acionistas na companhia, a exemplo do que ocorre com o princípio majoritário, o que, no Brasil, se configura por meio de uma maioria estável.

As normas estatutárias de controle centralizado e a regra de deliberações por maioria, quando combinadas com a falta de um mercado em que se possam negociar publicamente as ações da companhia, tornam a posição dos acionistas de companhias fechadas de extrema vulnerabilidade, do que derivam as mais diversas posições no que toca à necessidade da criação ou não de normas legais que confiram proteções especiais aos acionistas desse tipo de sociedade.

É pertinente observar que em relações de longo prazo, como aquelas formadas entre acionistas de companhias fechadas, os contratos geralmente serão incompletos, dada a impossibilidade de se antever todas as contingências e conflitos que poderão surgir no futuro. Além desses motivos, os custos de transação constituem um dos principais fatores

[15] THOMPSON, Robert Blashel. *The shareholder's cause of action for oppression.* New York: Business Lawyer, 1993. p. 699-745.

que conduzem à incompletude contratual e estão associados principalmente à obtenção de informações relativas a todas as partes envolvidas no negócio, à negociação das regras que irão reger a relação encetada, à racionalidade limitada das partes – impossibilidade de prever antecipadamente todas as situações futuras e inaptidão de processar todas as informações disponíveis – e aos elevados custos atinentes ao estabelecimento de disposições que sejam exequíveis nos tribunais.

Nesse contexto, o problema da contratação incompleta será abordado de uma perspectiva diferente, que traz para primeiro plano a "natureza intertemporal da contratação" e potenciais problemas relacionados aos interesses da própria parte contratante, chamados de problemas de autocontrole.

Com efeito, serão estudados dois dos principais problemas de autocontrole, os quais, em última instância, constituem as verdadeiras fontes da incompletude contratual: (i) procrastinação e (ii) o estado psicológico dos indivíduos no instante em que necessitam fazer uma escolha intertemporal. Considerado o objeto de estudo aqui proposto, as discussões aprofundar-se-ão em torno apenas do primeiro problema, sendo o cerne da questão o debate acerca das decisões que devem ser feitas no presente, mas que dizem respeito a ações que deverão ser colocadas em prática no futuro ou que se relacionem a fatores que irão afetar o bem-estar do agente no futuro – decisões intertemporais.

Dessa perspectiva, analisar-se-ão os *tradeoffs* a que o acionista estará exposto ao ingressar em uma companhia fechada, em especial, decidir se o melhor a fazer é não celebrar qualquer contrato, evitando-se incorrer nos custos imediatos decorrentes de sua elaboração, mas assumindo, em contrapartida, o risco de suportar custos futuros mais elevados ou ingressar na companhia e, desde logo, celebrar contrato com regras protetivas, de modo a complementar as salvaguardas determinadas em lei.

O quadro exposto tem como pano de fundo o fato de que os investidores de companhias fechadas deverão se socorrer do Poder Judiciário na hipótese de qualquer impasse gerado no âmbito da companhia, especialmente se não houver estipulação prévia em contrato da situação conflituosa e da correspondente medida que a possa sanar.

As dificuldades a serem enfrentadas por esses investidores, especialmente em função da morosidade na solução de casos pelo Poder Judiciário e da ausência de uma efetiva justiça especializada, apesar da criação de câmaras de Direito Empresarial em

alguns Estados brasileiros, assim como a maior probabilidade de que sejam oprimidos pelos controladores, conduzem ao questionamento sobre os motivos que induzem os acionistas a não contratar regras protetivas suplementares àquelas previstas em lei, mesmo estando cientes dos custos que poderão enfrentar no futuro. Sobre esse aspecto serão analisadas diversas teorias que procuram explicar o mutismo desses acionistas, mesmo diante de um quadro de alta potencialidade da prática de atos oportunistas pelos controladores.

Muito embora a prática desses atos ocorra de modo acentuado nas companhias fechadas, o argumento mais recorrente para explicar a origem dos principais problemas enfrentados pelos minoritários desse tipo societário consiste na inexistência de mercado para as ações de companhias fechadas.

Entretanto, o exame mais aprofundado do tema permitirá verificar que esse evidencia não ser o motivo imediato que justifica as limitações de venda das participações minoritárias. Isso porque, em uma companhia em que os controladores extraiam elevados benefícios privados de controle, pratiquem atos abusivos ou se valham de brechas legais para auferir vantagens pessoais, ainda que existisse um mercado destinado à negociação das ações das companhias fechadas, provavelmente não haveria compradores interessados nas ações que não integrassem o controle e, se houvesse, estariam dispostos ao pagamento de valor substancialmente irrisório por ele.

Esses benefícios são inversamente proporcionais à proteção dos minoritários em um dado ambiente. Vale dizer, quanto mais fraca a proteção conferida aos minoritários, maior será o potencial de extração de benefícios pelos controladores, bem como a diferença entre o valor das ações de controle e as demais ações da companhia. Essa assertiva tem amparo em pesquisas significativas realizadas por Alexander Dyck e Luigi Zingales[16] e Tatiana Nenova[17], cujos resultados serão objeto de análise no presente estudo.

A *contrario sensu*, em um ambiente com tutela adequada aos minoritários, a diferença entre o valor das ações de controle e as demais costuma ser irrelevante. Isso ocorre em vista das chances reduzidas de obtenção de benefícios privados de controle,

[16] DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, n. 2, 2004.
[17] NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2003.

fator esse capaz de igualar o valor da totalidade das ações de emissão da companhia. Sob esse espectro, propõe-se a seguinte indagação: a boa governança precisa de *tag along*?

Os mencionados benefícios privados de controle podem aparecer sob as mais variadas roupagens, podendo revestir-se de caráter pecuniário ou não. No entanto, o presente estudo se prenderá àqueles exclusivamente relacionados às operações de transferência de controle de companhias fechadas.

Nesse esteio, o presente trabalho irá prestar-se ao exame de cada um dos principais problemas suscitados, os quais integram a realidade das companhias fechadas, tendo por finalidade demonstrar que o desenvolvimento das atividades nessas companhias pode ser eficiente e compatível com a busca pelo bem-estar geral, desde que haja limitações à capacidade de obtenção de benefícios particulares pelo controlador.

A discussão cingir-se-á às principais ferramentas de que podem se valer os controladores para oprimir os não controladores, exclusivamente no âmbito de operações de transferência de controle; não cuidará de práticas também consideradas opressivas, mas que não estejam diretamente ligadas a operações dessa natureza, como (i) emissão de elevado nível de ações sem direito a voto; (ii) implementação de estruturas piramidais; (iii) elaboração de política de distribuição de dividendos; (iv) alterações substanciais na estrutura da companhia; (v) celebração de contratos com partes relacionadas; (vi) aumento do capital social; (vii) uso de informações privilegiadas; (viii) apropriação de oportunidades comerciais; e (ix) pagamento de elevadas remunerações.

Outra questão a ser discutida diz respeito à diferenciação entre proteção à minoria e proteção individual. Conforme será visto, a proteção da minoria tem como propósito a busca pela defesa da proteção do agente em uma relação que envolva maioria e minoria, dando-se essa proteção mediante a imputação de *deveres* à maioria. Nesse espectro, os deveres e princípios capazes de relativizar o exercício de poder da maioria e coibir os seus desvios serão tratados um a um, merecendo destaque o princípio da vedação ao abuso de direito, princípio da igualdade de tratamento, dever de lealdade, dever de fidúcia, dever de colaboração e princípio da unidade (coordenação).

Nesse trilhar surge o debate da imputação não apenas do dever de lealdade aos controladores, mas também do dever de investigar o potencial adquirente, quando o assunto disser respeito a operações de transferência do controle da companhia. Isso

significa dizer que cabe ao controlador, previamente à transferência de controle, inquirir o comprador sobre sua aptidão, autoridade e responsabilidade para assumir o comando da companhia. Nesse contexto, indissociável ainda se faz a análise da extensão e da aplicabilidade dos deveres fiduciários dos acionistas, especialmente na relação estabelecida entre controladores e não controladores, deveres esses que possuem definição própria e não devem ser traduzidos como mero somatório dos deveres preceituados na lei societária – *e.g.*, dever de diligência, dever de informação, dever de lealdade etc..

Ante a todo o exposto, cumpre ao presente estudo propor e examinar com acuidade as principais técnicas que podem ser adotadas pelos minoritários, a fim de que possam se precaver da prática de atos de opressão pelos controladores. Essas soluções se efetivam sob basicamente duas formas distintas: a primeira delas, mediante cláusulas que assegurem o direito de se retirar da companhia; a segunda, por meio de cláusulas que, embora não garantam a possibilidade de saída da companhia, constituam alternativas para a tutela adequada dos interesses desses acionistas.

De modo geral, essas técnicas podem ser acordadas no próprio instrumento da compra e venda do controle, no estatuto social, em acordo de acionistas ou em instrumento específico para o mecanismo que será estipulado.

Assim, serão objeto de análise neste estudo os mecanismos de proteção da minoria mediante princípios e deveres limitadores da atuação do controlador (*e.g.*, deveres laterais dos participantes de contratos associativos sob a ótica dos contratos relacionais, princípio da coordenação, dever de lealdade societário e de investigar compradores previamente à alienação de controle e deveres fiduciários do controlador); mecanismos de proteção mediante direitos subjetivos e potestativos relacionados ao direito de permanência ou saída da companhia (*e.g.*, direito de recesso, direito de primeira oferta, direito de preferência, direito de venda conjunta, opção de venda/compra, aquisição das ações pela própria companhia, vedação à negociação e exclusão do acionista controlador); e mecanismos de proteção mediante direitos subjetivos e potestativos que não envolvem o direito de saída da companhia (*e.g.*, direito de voz, direito de informação, *look back provision*, responsabilidade civil do controlador – *actio pro socio*).

Como assinalado, outras técnicas que se prestam a tutelar os interesses dos acionistas não controladores, embora não se relacionem à maior facilidade em se desfazer

de sua participação na companhia, também serão analisadas e compreenderão o exame dos mecanismos de (i) direito de voz; (ii) direito de informação; (iii) *look back provisions*; (iv) ações de perdas e danos e responsabilidade; e (v) *actio pro socio*.

Desta feita, muito embora seja abordada a questão dos deveres existentes entre comprador e vendedor envolvidos em operação de transferência de controle, procurar-se-á trazer para primeiro plano as preocupações e proteções relativas aos acionistas que permaneçam na companhia, os quais não compraram nem venderam suas ações.

A breve síntese feita por meio da presente Introdução, com o roteiro dos assuntos que serão aprofundados no decorrer deste estudo, não tem a pretensão de tratar em caráter definitivo dos temas propostos, tampouco de esgotar as discussões levantadas em cada um deles. Tem, ao revés, o propósito de apresentar subsídios que lancem luz sobre a sua relevância e de promover a necessária organização metodológica.

Saliente-se, por fim, que o texto da tese está estruturado em três capítulos, além desta Introdução e da Conclusão.

O Capítulo 1, intitulado O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas, discorre sobre as principais noções de poder de controle com o fim de contextualizar o debate acerca das limitações desse poder como forma de proteger os acionistas minoritários de companhias fechadas. Aborda, ainda, a tipologia do poder de controle e a limitação do seu estudo ao controle interno, sobretudo no que diz respeito à sua transferência no âmbito das companhias fechadas. Por fim, o capítulo destaca os principais custos de agência envolvidos em companhias fechadas e, nesse contexto, traz à discussão a questão da extração de benefícios privados de controle em um ambiente de controle predominantemente concentrado. O Capítulo 2, denominado Transferência de Controle das Sociedades Anônimas, discute sobre as eficiências e ineficiências das transferências de controle no sistema de controle concentrado das companhias fechadas e, nesse contexto, traz à baila o debate sobre a quem deve ser atribuído o ágio pago pelo controle. Também são examinados os fundamentos e limites da regulação e autorregulação da transferência de controle como base para a discussão sobre a necessidade ou não da lei destinada a reger as relações societárias de companhias fechadas. O capítulo ainda trata dos fundamentos da proteção dos direitos minoritários, tendo como pano de fundo não apenas o paradoxo da não contratação de medidas protetivas pelos acionistas de companhias fechadas, ante a

insuficiência da proteção legal, como também a prevalência do Princípio Majoritário no ordenamento brasileiro, sem perder de vista as peculiaridades das companhias fechadas que reforçam a noção de proteção das minorias. O Capítulo 3, intitulado Limitações do Poder do Controlador como Mecanismo de Proteção dos Minoritários de Companhias Fechadas em Caso de Alienação de Controle, discute a questão da opressão no direito norte-americano e como a abordagem do assunto é feita no Brasil, de modo que em seguida sejam apresentados ao leitor os principais mecanismos de que se podem valer os minoritários de companhias fechadas em caso de transferência de controle. O item Conclusões, por sua vez, retoma os pontos relevantes com o propósito de ratificar, ou não, as argumentações aduzidas no decorrer deste trabalho que justificam a escolha do tema proposto cuja finalidade reside em promover o estudo da limitação dos poderes do controlador como mecanismo de proteção endereçado aos acionistas minoritários de companhias fechadas, em operações de transferência de controle.

4 CONCLUSÕES

Sem prejuízo das demais conclusões parciais consubstanciadas ao longo do estudo, procurar-se-á consolidar a seguir aquelas que se nos afiguram como principais.

4.1 Súmula das Conclusões

Como conclusões principais do estudo, destacam-se as seguintes:

– Companhias fechadas

● Em vista do que foi exposto no presente estudo, é possível concluir que as companhias fechadas possuem características próprias, capazes de diferenciá-las das companhias abertas, das sociedades limitadas e também das chamadas sociedades familiares.

● Ao tratar das sociedades *anônimas personalistas*, *sociedades limitadas travestidas de sociedades por ações* ou *sociedades circunstancialmente anônimas*, as quais são marcadas, em boa medida, pela afinidade e identificação pessoal entre os acionistas, bem como pela confiança mútua, concluiu-se que nem todas as companhias fechadas são necessariamente revestidas de caráter *intuitu personae*.

● Assim, muito embora o *intuitu personae* tenda a ser mais acentuado nas sociedades anônimas fechadas, essa característica não deve ser tomada como verdade

absoluta em todas as companhias dessa natureza. O que se defende é a existência de regras próprias para as sociedades anônimas fechadas, sobretudo para aquelas revestidas de características personalistas, em vez de mantê-las sob o mesmo regramento das companhias abertas ou das forçosas tentativas de interpretação que buscam elementos das sociedades limitadas para fundamentar a proteção dos minoritários.

● Nesses termos, conclui-se que este é o momento de se cogitar da instituição de normas específicas para as companhias fechadas, levando-se em conta, inclusive, as próprias subdivisões que podem ocorrer dentro desse tipo societário – sociedades anônimas fechadas personalistas e não personalistas – de modo que se promova a real eficácia na proteção dos acionistas, especialmente quando se trata da transferência de controle, cujas regras atuais deixam apenas ao crivo dos acionistas o estabelecimento de proteções especiais. Essas proteções, muitas vezes, não são por eles pactuadas e, quando são estabelecidas por meio de pacto, nem sempre se mostram capazes de alcançar o real objetivo de proteger adequadamente todas as partes envolvidas na transação.

– Companhias fechadas e art. 254-A da LSA

● Muito embora grande parte da doutrina tenha colocado em xeque o art. 254-A, em função da não inclusão dos minoritários de companhias fechadas em seu espectro de proteção, chega-se à conclusão de que as companhias fechadas não foram incluídas porque a proteção dos minoritários dessas sociedades não tem como base um sistema de compensação pelo não recebimento do prêmio de controle, tal como ocorre nas companhias abertas, mas sim, em uma premissa maior fundada nas arraigadas relações contratuais que podem constituir o critério orientador dessa modalidade societária e que impedem o controlador de perpetrar injustiças.

● No contexto das transferências de controle, dado que os minoritários não possuem nenhum tipo de ingerência na realização da operação, bem como nas suas condições e, mais ainda, de decidir para as mãos de quem o controle será repassado, é certo que existe a possibilidade de a conduta do controlador pautar-se por certos desvios – *e.g.*,

privação dos acionistas de informações sobre a transferência do controle, transferência para controlador que prejudique a companhia e/ou seus acionistas etc..

● Nessas circunstâncias, o fundamento da proteção dos acionistas está justamente na confiança mútua, consideração, respeito, lealdade e fidelidade que conduziram à contratação da sociedade e não em institutos como o da oferta pública obrigatória (LSA, art. 254-A), o qual tem como função precípua promover a devida compensação a certos acionistas que não fizerem parte do controle.

– Custos de agência

● Não obstante, em uma primeira análise, boa parte da doutrina tenha sustentado que a inexistência de mercado para as ações de companhias fechadas constitua a origem dos principais problemas enfrentados pelos minoritários dessas companhias, conclui-se não ser este o motivo imediato que limita a venda de participações minoritárias. Em uma companhia em que os controladores extraiam elevados benefícios privados de controle, pratiquem atos abusivos ou se valham de brechas legais para auferir vantagens pessoais, ainda que existisse um mercado destinado à negociação das referidas ações, provavelmente não haveria compradores interessados e, se houvesse, estariam dispostos ao pagamento de preço vil, dado que o adquirente das ações da minoria estaria sujeito às mesmas dificuldades do vendedor após ingressar na companhia.

– Benefícios privados de controle

● De modo geral, com base nos estudos feitos por Alexander Dyck e Luigi Zingales e por Tatiana Nenova, verificou-se que benefícios privados de controle estão relacionados, sobretudo, a mercado de capitais menos desenvolvidos, concentração de propriedade, negociações realizadas de modo privado e menor proteção aos investidores.

● Muito embora as inferências apontadas tenham sido obtidas com base na análise de companhias abertas, conclui-se que é possível inseri-las no contexto das

companhias fechadas, nas quais as questões institucionais e jurídicas analisadas possuem reflexos ainda mais preocupantes, tendo em vista a ausência de regulação específica para as operações de transferência de controle, sobretudo das companhias marcadas pelo traço *do intuitu personae*, hipótese esta que configura se não o principal, um dos marcos mais importantes em que os controladores podem extrair benefícios particulares à custa dos demais acionistas da companhia.

– Eficiências e ineficiências nas transferências de controle

● A análise das características peculiares das sociedades anônimas fechadas conduz à conclusão de que o melhor modelo de transferência de controle no Brasil é aquele que possa inibir as transações ineficientes, ainda que para isso algumas operações eficientes tenham de ser abortadas, pois, caso se permitisse a ocorrência de transações ineficientes, em que a situação da companhia e dos acionistas que nela permanecessem fosse piorada, a minoria teria consideráveis dificuldades em deixar os quadros sociais ou buscar reparos aos prejuízos sofridos.

● Com efeito, é possível concluir que o modelo que melhor ampararia a realidade das companhias fechadas brasileiras seria o do tratamento *igualitário total relativo*, calcado na limitação dos poderes do controlador. Segundo esse modelo, o comprador do controle também fica obrigado a adquirir as ações dos acionistas minoritários, evitando-se, com isso, que possa desviar as riquezas desses acionistas no futuro, mediante a obtenção de benefícios privados de controle (tratamento *igualitário total*). No entanto, os minoritários receberiam pouco menos pelas suas ações (tratamento *igualitário relativo*), apenas em decorrência das maiores atribuições e responsabilidades do controlador na companhia. Para tanto, deveriam os acionistas estabelecer um teto de valor a ser pago pelas ações de controle; com isso, seriam inibidas as transferências ineficientes e viabilizadas as eficientes, pois a obrigatoriedade de comprar de todas as ações da companhia deixaria de constituir ônus excessivo que pudesse inviabilizar a compra pelo adquirente.

– A quem deve ser atribuído o ágio pago pelo controle?

● Em um ambiente saudável de mercado, conclui-se que as ações de controle não valem muito mais que as demais ações, justificando-se o sobrevalor das ações do controlador apenas pelos maiores deveres e responsabilidades assumidos perante a companhia. Com isso, o sobrevalor do controle constituiria mera compensação pelos deveres e responsabilidades adicionais a ele atribuídos, não havendo que se falar, portanto, em repartição com os demais acionistas, ainda que titulares de ações de mesma classe.

● Conclui-se que, em um ambiente no qual haja distorção desses valores, o sobrevalor embutido nas ações de controle não diz respeito apenas aos deveres e responsabilidades assumidos em maior grau pelos controladores, mas sim à possibilidade de que possa extrair benefícios privados da companhia. Em situações como essa, costuma-se verificar o pagamento de elevados prêmios de controle, os quais podem estar associados ao interesse do novo controlador em dispor, redirecionar, subordinar ou extinguir a organização societária, a qual pertence, como visto, a todos os acionistas e, portanto, o valor a ela correspondente, recebido pela venda do controle, deve ser partilhado entre todos os acionistas na proporção detida no capital da companhia.

– Princípio majoritário

● Como indissociável complemento do princípio majoritário, verificou-se a temática da proteção à minoria, uma vez que, em sendo as decisões tomadas por uma maioria, a ela devem ser impostos determinados deveres que funcionem como limitadores de sua atuação. Isso porque as companhias de controle centralizado e com regra da maioria propiciam a oportunidade de que os controladores oprimam os minoritários ou lhes causem desvantagens.

● No entanto, conclui-se que o paradoxo imanente entre o princípio majoritário e a proteção à minoria deve ser solucionado de modo equacionado e equilibrado, na medida em que o fortalecimento unilateral do princípio majoritário conduziria à perda dos minoritários como financiadores da sociedade, ao passo que a unilateral elevação da proteção à minoria teria, inevitavelmente, a paralisia da sociedade como consequência. Isso não significa dizer que a decisão majoritária deva ser intocável, mas, ao revés, deve ser sempre contrastável, seja pelo mérito, seja pela legitimidade. A legitimidade do poder da maioria deve limitar-se à orientação para a função de ordenação da pessoa jurídica e de modo que seu exercício se dê, sempre e inevitavelmente, visando ao interesse social.

– Regulação e autorregulação

● Verificou-se que a LSA dispõe sobre diversos direitos compreendidos como essenciais e também direitos direcionados à minoria, no entanto, grande parte destes últimos está voltada apenas para matérias que devam ser deliberadas em assembleia ou pela administração da companhia; nesse caso, as operações – como, *e.g.*, a transferência de controle – que não devem ser objeto de deliberação em nenhuma das instâncias da companhia, acabam por passar ao largo das proteções previstas em lei. Nesse contexto, é possível concluir que resta aos acionistas mais prudentes a contratação de regras especiais no estatuto ou em acordos de acionistas no momento do ingresso nos quadros sociais.

● A discussão acerca do modelo mais eficiente de disciplina das relações entre os acionistas – via contrato ou positivação pelo legislador – decorre predominantemente da tentativa de investigar aquele que melhor acomode os interesses dos acionistas e que confira proteção em boa medida aos acionistas não controladores. A celebração de contrato como mecanismo de proteção adicional ao anteparo legal pode ser vantajosa ou eficiente sempre que os custos advindos de sua formalização sejam menores do que aqueles que possam ser enfrentados na submissão do acionista apenas ao regramento legal.

● Ante a conjuntura brasileira, em que o sistema jurídico nem sempre é eficaz no que tocante a impedir que os benefícios privados sejam aproveitados pelo controlador,

conclui-se que os custos serão tão maiores quanto mais escassas forem as regras de proteção estabelecidas pelos próprios acionistas em acordos ou no estatuto da companhia.

– A incompletude contratual e os problemas de autocontrole

● O problema da contratação incompleta foi abordado sob a perspectiva que traz para primeiro plano a natureza intertemporal da contratação e potenciais problemas relacionados aos interesses da própria parte contratante, no presente e no futuro, chamados de problemas de autocontrole. Um dos principais problemas de autocontrole discutidos foi o da procrastinação, a qual ocorre em vista do fato de que os agentes geralmente avaliam apenas a gratificação imediata, isto é, tendem a conferir maior peso aos custos que incorrerão imediatamente do que àqueles a que estarão sujeitos apenas no futuro. Com efeito, os contratos, por natureza, imputam às partes custos imediatos e benefícios futuros. Esse *iter* que se forma entre momento da criação dos custos e do aproveitamento dos benefícios constitui um dos principais motivos pelos quais as partes repetidamente procrastinam negociar as regras que irão pautar a relação.

● Para minorar os custos imediatos e de suprir eventual desconhecimento acerca da importância de se regular matérias relacionadas à transferência de controle de companhias fechadas, uma possível medida *de lege ferenda* seria o estabelecimento em lei da obrigatoriedade de as partes estipularem regramentos mínimos a respeito das condições de saída e transferência de suas ações, incluindo critérios de precificação dessas ações em cada situação. Defende-se, aqui, não a intervenção do Estado na livre autonomia das partes, mas sim, a tentativa de reduzir, senão eliminar possíveis contingências relativas a essas questões, que costumeiramente geram impasses e disputas perante os tribunais.

– Por que proteger a minoria?

● Nos termos deste estudo, conclui-se que a proteção às minorias na sociedade anônima resulta da verificação de uma utilidade social e funcional, no sentido de que a companhia, como um agente da vida econômica, deve ser conduzida, pela lei, a dar cumprimento ao seu objeto de modo harmonioso e eficiente. A sociedade anônima possui uma função, pois ela não existe apenas como um modo de organização e separação patrimonial, mas, sobretudo, como um instrumento de desenvolvimento de atividade econômica. Infere-se daí que a proteção das minorias no direito positivo resulta do pressuposto fundamental de que a sociedade anônima, enquanto agente econômico que é, influencia sobremaneira as relações entre os demais agentes, cabendo ao Direito positivo coibir toda forma de abuso que seja capaz de causar desequilíbrios na organização da empresa.

● Conclui-se também que a minoria deve ser protegida com base no fato de que no Direito Brasileiro vige o princípio majoritário, em que a formação da vontade não ocorre por cabeça, mas sim pela participação no capital e, uma vez estando a maior parte dos votos nas mãos de uma maioria *estável*, essa maioria sempre prevalecerá – daí a necessidade de uma especial proteção à minoria.

● Não se pode olvidar, contudo, que todos os acionistas, em princípio, são iguais e possuem os mesmos direitos, não se justificando a proteção à minoria apenas por estar ela nessa condição, mas sim, quando houver violação de seus direitos pela maioria, o que significa dizer que a balança da proteção não deve pender para nenhum dos lados, seja da maioria ou da minoria, pois uma visão unilateral pode privar o controlador de direitos ou desproteger a minoria.

● Conclui-se ainda que os minoritários devem ser protegidos nas operações de transferência de controle das companhias fechadas enquanto cotitulares do interesse social, na medida em que o negócio pode colocar em risco a preservação da organização produtiva. O interesse social que se está a falar diz respeito à manutenção da empresa operante, de modo que se possa preservar o pleno desenvolvimento da organização.

– Direitos individuais e de minoria

● Observou-se que os direitos individuais são orientados em face de uma coletividade atomizada, em que o agente seja ouvido e possa influir na decisão social. Isso ocorre porque nesse modelo novas maiorias podem ser formadas permanentemente. De modo diverso, perante uma maioria estável, os minoritários são meros acompanhantes, assistentes, uma vez que dificilmente poderão contar com a efetiva possibilidade de influenciar a política societária, fator esse que justificaria a estipulação de regras próprias de proteção daqueles que estiverem nessa situação.

● Assim, conclui-se que uma das funções da proteção à minoria é evitar os riscos de desigualdade de tratamento quando a relação de supremacia e subordinação se torna uma relação estável de dominação. A proteção individual, por sua vez, garante proteção mínima, mediante a defesa dos interesses dos sócios, consubstanciada na concessão de direitos subjetivos, instrumentalizados por meio de direitos irrenunciáveis e intangíveis.

● Conclui-se também, por um lado, que a proteção individual se dá independentemente da relação de maioria e minoria e, por outro, que a proteção à minoria tem como escopo a busca pela defesa da proteção do agente em uma relação que envolva maioria e minoria, dando-se esta proteção precipuamente pela imputação de deveres à maioria, podendo, no entanto, dar-se complementarmente mediante direitos subjetivos, de modo que se restrinja o poder da maioria.

– Proteção formal e substancial da minoria

● Viu-se que a proteção às minorias pode se dar basicamente por duas categorias de direitos: direitos formais e direitos substanciais.

● Conclui-se que os direitos formais acabam por efetivamente reforçar a posição da maioria, uma vez que a outorga de direitos difíceis de serem exercidos enfraquece a sua utilidade como ferramenta de proteção. No caso de operações de transferência de controle de companhias fechadas, os referidos direitos são ainda mais difíceis de serem invocados para fins de proteção da minoria, uma vez que transações dessa natureza não estão sujeitas à aprovação em assembleia.

● Já os direitos substanciais, embora viabilizem *de per si* proteção efetiva das minorias, não estão aptos a dar guarida aos minoritários no âmbito de operações de transferência de controle de companhias fechadas, porque (i) a letra da lei não trata de qualquer direito substancial que possa ser clamado pelo minoritário em operações dessa natureza, (ii) as operações de transferência de controle não estão sujeitas à aprovação em assembleia, (iii) as companhias fechadas não devem passar pelo crivo da CVM e (iv) há expressiva morosidade nos tribunais e também incipiente experiência das câmaras empresariais na variada gama de assuntos societários que são repetidamente discutidos.

– Recursos de que podem se valer os controladores para oprimir os não controladores no Brasil

● A análise realizada no presente estudo demonstrou que a manifestação do abuso de poder pode se mostrar ambivalente, conforme haja desvio ou excesso. Viu-se ainda que o abuso do poder de controle, gerador de conflitos entre controladores e não controladores, pode se pautar não apenas pela extração de benefícios pecuniários, mas também pela obtenção de vantagens não econômicas.

● Assim, conclui-se que ante a impraticável interferência dos minoritários nas operações de transferência de controle, em um ambiente marcado pelas amplas possibilidades de extração de benefícios privados pelo controlador, a minoria possa ser prejudicada. Esse prejuízo pode decorrer não apenas pelo fato de essa minoria não receber nenhuma parte do sobrevalor pago ao controlador, mas, principalmente, pela expressiva chance de ingressar nos quadros societários um novo controlador que continue a extrair tais benefícios, pois, em princípio, ele apenas estará disposto a pagar um elevado prêmio de controle, que extrapole a justificativa das maiores atribuições e responsabilidades do controlador, aquele que tiver interesse em tirar proveito do excedente pago.

● Conclui-se também que a venda do controle para pessoas de má reputação pode prejudicar a imagem da companhia e o andamento de seus negócios no mercado. A problemática não está arquitetada apenas na reputação do adquirente enquanto agente inapto a exercer adequadamente as atividades sociais, mas em especial na sua imagem

enquanto profissional idôneo, que não tenha sua figura associada a escândalos atinentes a fraudes, violação da lei ou descaso para com os negócios assumidos.

● Conclui-se ainda que determinado agente pode adquirir o controle de uma companhia com o mero intuito de utilizá-la como moeda de troca em outros negócios nos quais tenha contraído débitos, seja na forma de repasse de suas ações para um credor ou até mesmo dos próprios ativos da companhia, os quais também podem ser onerados se oferecidos em garantia a essas mesmas dívidas.

● Também é possível concluir que a transferência do controle para agente que promova mudanças organizacionais, mediante a inserção da companhia em um grupo de empresas que lhe consuma as riquezas e o potencial de geração de valores pode afetar de modo negativo aqueles que permanecerem na companhia, sobretudo se esta for inserida em determinado grupo com patrimônio deficitário, o que faz supor uma possível alteração da perspectiva de lucro dos acionistas, atingindo gravemente os seus interesses.

● Por fim, conclui-se que o controle de uma companhia pode ser adquirido com o único propósito de extingui-la, na tentativa de eliminar um concorrente do mercado. Em face de a liquidação de uma companhia constituir fato de tamanha gravidade, dado que afeta não apenas às relações societárias, mas também ás trabalhistas, fiscais e consumeristas (*stakeholders* em geral), a lei prevê expressamente essa hipótese e a enquadra como inconteste modalidade de abuso de poder do controlador.

– Limitações do poder do controlador

● Conforme verificado, todas as unidades da sociedade humana requerem um representante de governo, a quem cabe, em última instância, tomar todas as decisões finais pela e para a entidade. Com isso, conclui-se que o titular do controle possui justa legitimação no exercício de seu poder, uma vez que não há sociedade sem poder. Entretanto, esse poder deve ser organizado, sobretudo porque a todo poder correspondem deveres e responsabilidades uma vez que se trata de um direito-função, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas.

● À tendência do fortalecimento ilimitado da dinâmica de que a todo poder deve corresponder certa ordenação social que, em si mesma, representa a negação do arbítrio e, por conseguinte, a limitação desse mesmo poder como forma de reestruturar as relações societárias, estabelecendo formas de comunicação entre os acionistas e meios de informação que conduzam a um comportamento cooperativo.

● O poder de que se trata e que justifica a proteção dos minoritários é o poder de dispor do patrimônio alheio, isso porque o controle não se manifesta como comando hierárquico, exigindo obediência e cominando sanções, mas sim, como poder de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial dos acionistas não controladores.

● Decerto, foi por entender que o poder do acionista controlador deve ser reconhecido sob a ótica da arquitetura sociológica, presente nas relações internas da companhia, que a lei societária procurou racionalizar tal poder, sob a escritura de diretrizes comportamentais aptas a legitimar o poder de controle. No entanto, em decorrência da constatação prática de que nem sempre os preceitos insculpidos nos ditames legais se verificam nas relações entre os acionistas, o presente estudo se propôs a tratar dos principais mecanismos que os próprios acionistas devem estabelecer em acordo ou no próprio estatuto para que possam se desvencilhar com mais facilidade dos auspiciosos distúrbios sociais decorrentes do exercício abusivo do poder de controle.

● Conclui-se que, se, por um lado, a dinâmica de todo poder tende ao seu fortalecimento ilimitado, por outro, ela não dispensa certa ordenação social que, em si mesma, representa a negação do arbítrio e, por conseguinte, a limitação do poder.

● No que tange às transferências de controle, é possível concluir que a operação não é neutra para os não controladores, os quais poderão ficar em situação pior do que se encontravam antes da alienação do controle, o que significa dizer que a pessoa do controlador pode ser essencial no resultado eficiente ou ineficiente da transação e por isso se falar nos deveres de fidúcia, lealdade e, especialmente, no dever de investigar como limitadores dos poderes do controlador.

– Mecanismos de proteção à minoria em operações de transferência de controle de companhias fechadas

● Do exposto neste estudo, conclui-se que cabe aos acionistas, no momento do ingresso na companhia, estabelecer determinadas posições jurídicas subjetivas ativas, bem como deveres aos controladores, no intuito de limitar seus poderes como meio de conferir efetiva proteção aos minoritários em transações de transferência de controle de companhias fechadas.

● Nesse contexto, conclui-se que os principais mecanismos aptos a limitar o poder do controlador como forma de proteção das minorias podem ser classificados sob basicamente três ordens: (i) princípios e deveres limitadores da atuação do controlador (*e.g.*, deveres laterais dos participantes de contratos associativos sob a ótica dos contratos relacionais, princípio da coordenação – correspondência entre poder e responsabilidade, dever de lealdade societário e de investigar compradores previamente à alienação do controle e deveres fiduciários do controlador); (ii) direitos subjetivos e potestativos relacionados ao direito de permanência ou saída da companhia (*e.g.*, direito de recesso, direito de primeira oferta e direito de preferência, direito de venda conjunta, opção de venda e compra, aquisição de ações pela própria companhia, vedação à negociação e exclusão do acionista controlador); e (iii) direitos subjetivos e potestativos que não envolvem o direito de saída da companhia (*e.g.*, direito de voz, direito de informação, *look back provision*, responsabilidade civil do controlador – *actio pro socio*).

– Princípios e deveres limitadores da atuação do controlador

. O princípio da coordenação. Correspondência entre poder e responsabilidade

● Tratou-se do princípio geral de que o poder e a responsabilidade devem se corresponder como preceito embutido no dever maior de lealdade. Conclui-se que, em rigor, o seu conceito está associado à determinação de limites ao poder do controlador como mecanismo de proteção da minoria. Isso porque o controle societário se assenta no poder de influir na esfera jurídica alheia, mais precisamente, no poder de dispor do

patrimônio alheio, fator esse que torna latente o dever de lealdade do seu agente, sobretudo na vertente que implica a responsabilidade como consequência lógica desse poder.

● A transposição da concepção traduzida no princípio em questão para as operações de transferência de controle de companhias fechadas permite concluir que uma vez sendo o controlador o principal agente capaz de decidir sobre os rumos sociais, sobretudo quando decide transferir a sua participação no capital da companhia para terceiros, não deve deixar ao desamparo aqueles que permanecerem na companhia. Isso significa dizer que não se pode descurar a posição da minoria na companhia, ainda que o controlador resolva deixar os quadros sociais.

– O dever de lealdade societário e o de investigar compradores previamente à alienação do controle

● Conforme análise realizada neste estudo, o acionista tem perante a companhia, e para com os demais membros que a integram, deveres de consideração, os quais são sintetizados em deveres de boa-fé, colaboração e proteção – salvaguarda. Todos esses deveres são traduzidos pela lealdade, que diz respeito a deveres intrínsecos àqueles que se associam por um contrato de sociedade. Em outros termos, esse dever sustenta-se no poder adicional que os controladores possuem e que lhes permite dispor sobre o patrimônio próprio e alheio na assembleia geral de acionistas e na administração da sociedade.

● Conclui-se que a alienação de controle, como operação que resulta em profundas alterações à companhia e seus acionistas não controladores, justifica imputar aos controladores uma rigorosa observância do dever de lealdade para com seus pares, o qual é capaz de limitar os poderes da maioria no exercício de sua influência fática ou jurídica, devendo tomar todas as diligências necessárias para verificar a idoneidade do adquirente do controle, suas pretensões no comando da companhia, seu histórico enquanto investidor e gestor de empresas e outras características que possam promover a maximização do valor das ações dos acionistas não controladores.

– Deveres fiduciários do controlador

● Conclui-se que o fato de inexistirem maiorias alternadas para votação em assembleias de acionistas traz, por si só, limitações de atuação dos minoritários, os quais acabam em situação de submissão ao grupo estável, que sempre prevalecerá nos conclaves. Disso resulta que o dever de fidúcia poderá ser invocado ainda que o acionista esteja no exercício pleno de seus direitos de voto, pois as limitações decorrentes do princípio da maioria constituem, por si só, circunstância que enseja proteção adicional fundada nesse dever.

● No caso das companhias fechadas, os administradores representam uma extensão dos titulares do controle, havendo uma superposição de esferas de poder entre controle e administração, o que, em última análise, significa a existência de um único efetivo poder na companhia. Com base nessa realidade é possível concluir que não apenas os administradores, mas também os demais órgãos da companhia acabam por ter sua conduta pautada pela expressão da vontade do controlador. Ante a essa estrutura concentracionista de poder, quando os deveres fiduciários dos administradores são imputados aos controladores, nem sempre são suficientes para afastar a aptidão dos controladores de obter benefícios privados de controle. Assim, o foco da regulação deve estar direcionado precipuamente para a redução das possibilidades de obtenção de benefícios particulares pelos controladores.

– Deveres laterais dos participantes de contratos associativos sob a ótica dos contratos relacionais

● O contrato de sociedade foi tratado como contrato relacional, de constituição de comunhão de escopo e de cooperação, pois, sendo duradouro, facilmente explica a relevância do fim comum na sociedade e a maior intensidade dos deveres acessórios ou laterais de conduta decorrentes da boa-fé objetiva no âmbito da relação jurídica societária.

● Conclui-se que a figura dos contratos relacionais aplica-se, mormente, nas contratações de longo prazo e complexas, as quais se encontram em ponto diametralmente oposto ao dos contratos autônomos, instantâneos ou descontínuos. Assim é que os

contratos relacionais, de modo geral, integram relações complexas entre diversas partes, nas quais são determinantes os vínculos pessoais, de confiança, solidariedade e cooperação.

● Os preceitos apontados assumem ainda maior expressão no contexto das relações entre os acionistas de companhias fechadas, nos quais a confiança, a colaboração e a solidariedade, bem como o reconhecimento das desigualdades de poder, constituem verdadeiros pilares que sustentam a concepção de que essa ainda é uma forma de associação atrativa ao investimento.

– Direitos subjetivos e potestativos relacionados ao direito de permanência ou saída da companhia

. Direito de recesso

● Conforme observado, não obstante nas companhias impere o princípio da circulabilidade das ações, dificilmente o minoritário consegue transferir a sua participação a terceiro, pois, ao adquiri-las, o comprador estará sujeito às mesmas dificuldades enfrentadas pelos vendedores, sobretudo em um ambiente marcado por ampla margem de obtenção de benefícios privados pelo controlador, hipótese essa que acaba por resultar na venda das ações pelos minoritários ao próprio controlador, em rigor a preços irrisórios.

● Assim, por força das limitações atinentes ao próprio sistema das companhias fechadas, o acionista que pretender desfazer-se de sua participação, especialmente por discordar das decisões tomadas pela maioria, poderia pensar em recorrer ao mecanismo do recesso. Essa ferramenta constitui um verdadeiro contrapeso relativo aos poderes que a lei atribui à maioria para modificar as bases essenciais do estatuto social, permitindo-se que os acionistas discordantes liquidem a sua participação no capital social sem que, para tanto, necessitem encontrar compradores para suas ações.

● Viu-se que as operações de transferência de controle de companhias fechadas não são passíveis de deliberação em assembleia geral e, portanto, não foram sequer

consideradas a integrar o rol de matérias que permitiriam o exercício do direito de recesso. Desta sorte, muito embora a mudança no controle possa frustrar as expectativas dos minoritários, uma vez que o novo controlador pode imprimir profundas mudanças na condução dos negócios sociais, essa hipótese passou ao largo daquelas que entendeu o legislador constituírem motivos suficientes para justificar o direito de o acionista retirar-se da companhia.

● Conclui-se que isso tem razão de ser, uma vez que, conforme observado, originariamente, o direito de retirada foi concebido como um contraponto à adoção do princípio majoritário. Admitiu-se que mudanças fundamentais na estrutura da companhia fossem tomadas por maioria, mas, por serem tais mudanças tão sensíveis, viabilizou-se aos minoritários discordantes uma válvula de escape que permite a saída da companhia. Desse modo, o fundamento histórico para o direito de retirada está mais relacionado à questão de justiça na distribuição de poderes políticos na companhia e menos à proteção efetiva do acionista.

● Assinalou-se ainda que o reembolso deve ser compreendido não como uma indenização, mas sim, como mecanismo de liquidez que atua como um contrapeso ao poder da maioria de determinar unilateralmente os rumos dos negócios sociais. A *ratio* do recesso está não na restauração do equilíbrio na sociedade, muito menos na correção de injustiças ou na reparação de danos decorrentes de práticas ilícitas, mas sim, na garantia de liquidez, em que ao acionista dissidente é permitido o reembolso, em moeda, do valor de suas ações.

● Conclui-se, portanto, que a função primeira do direito de retirada não é, e nunca foi, proteger os minoritários da obtenção de benefícios privados pelo controlador. Para isso existem regras próprias de abuso de poder de controle. Se o controlador aprovar uma operação com outro interesse que não o interesse da companhia, ele deve ser responsabilizado. Além disso, estratégias institucionais devem ser adotadas para reduzir ao máximo a apropriação de benefícios pelo controlador, tais como ações de responsabilidade, determinação de sistema de informações mais rígido, nulidade ou anulação de deliberações etc.

● Logo, caso a alienação do controle da companhia esteja revestida de alguma forma de abuso ou que implique a prática de ato ilícito pelo controlador, o remédio

adequado não deve consistir na permissão de que aqueles que sejam prejudicados se retirem da companhia, até porque, muitas vezes, os acionistas atingidos não têm interesse em deixar os quadros sociais. Não se consegue punir uma prática abusiva ou ilícita com a permissão de fuga daqueles que forem prejudicados, mas sim, com a efetiva penalização dos agentes que tiveram conduta prejudicial.

● Outro importante argumento que permite concluir o afastamento da possibilidade de recesso nas operações de transferência de controle está na possível afetação do capital da companhia, decorrente da devolução de quantias aos retirantes, o que exige uma postura mais rígida do legislador em determinar um número restrito de hipóteses que efetivamente possam alterar a estrutura da sociedade, modificar os direitos de participação dos acionistas ou promover modificações essenciais no contrato associativo.

● Por fim, conclui-se que mais um importante fator que inibe o recesso no caso de transferência de controle reside na possibilidade de que sejam barradas operações eficientes, isto é, o novo controlador poderia não ter nenhum incentivo para adquirir ações de controle, já que, além de arcar com o custo das ações de controle, ainda correria o risco de assumir elevados gastos decorrentes do pagamento de haveres aos acionistas que tivessem remanescido na companhia e que resolvessem exercer o seu direito de retirada.

– Direito de primeira oferta (*right of first refusal*) e direito de preferência (*preemptive right*)

● Verificou-se que, no tocante à preempção que o controlador titulariza em relação à aquisição de ações dos minoritários, não há nenhuma vantagem, uma vez que o controlador não tem obrigação de adquirir as ações por aquele ofertadas. De outra sorte, a preempção pode ser vista como desvantajosa ao minoritário em face do tempo adicional que suas ações ficarão impedidas de serem vendidas, até que o procedimento completo para o exercício do direito de preferência/direito de primeira oferta previsto no estatuto ou em acordo possa ser completado. Conclui-se, com isso, que o acionista minoritário, que já encontra dificuldades próprias do sistema das companhias fechadas para desfazer-se de suas ações, poderá encontrar nos direitos aqui discutidos mais um obstáculo para a venda

de sua participação, caso o potencial adquirente não tenha interesse em aguardar que o procedimento de primeira oferta/preferência possa ser concluído.

● No que diz respeito à preferência/primeira oferta que os minoritários têm no tocante à aquisição das ações de controle no momento da venda, seria possível afirmar que o estabelecimento desses direitos constituiria mecanismo apto à proteção da minoria, tendo em vista que se prestaria à restrição do ingresso de terceiros na companhia, afastando o risco de que o controle passasse para mãos indesejadas pelos acionistas que permanecessem nos quadros sociais. No entanto, a toda evidência, o referido direito esbarra na recorrente ausência de condições financeiras de aquisição do controle pela minoria.

– Direito de venda conjunta (*tag along*)

● De acordo com a realidade brasileira, sobretudo no que diz respeito às companhias fechadas, a lei e seu *enforcement* não estão aptos a coibir a obtenção de benefícios pelo controlador, do que resulta ser o modelo igualitário (direito de venda conjunta) o melhor, pois ser capaz de impedir as transferências ineficientes que prejudicam os minoritários. Dentro desse modelo, desponta o do tratamento igualitário total e absoluto, na medida em que o parcial e limitado não possui a aptidão de inibir as transações ineficientes. Assim, é possível concluir que o modelo do tratamento igualitário é marcadamente superior em um ambiente de elevada capacidade de obtenção de benefícios privados.

● Logo, caberá aos acionistas mais prudentes de companhias fechadas, no momento do ingresso na companhia, estabelecer regramento que contemple a possibilidade de venda conjunta de suas ações com as ações de controle, devendo ser observadas as mesmas condições que forem oferecidas ao controlador, de modo que se possa alcançar o máximo de eficiência na transação, tendo em conta a realidade em que se inserem essas companhias no cenário brasileiro.

– Opção de venda/compra (*put and call option*)

● Notou-se que é possível estabelecer uma opção de venda para os minoritários, tendo como fator desencadeador do direito a transferência do controle. Nesse caso, o controlador ficaria obrigado a comprar as ações dos acionistas que exercessem esse direito. Em rigor, o estabelecimento da opção apenas teria eficácia se estivesse acompanhado de disposição que obrigasse o controlador a informar, com antecedência, sobre a venda do controle, bem como quem deveria assumir o comando da companhia, de modo que o detentor da opção tivesse condições de analisar a conveniência e a oportunidade do seu exercício.

● Diante do fato de que os maiores problemas podem ser enfrentados pelos minoritários apenas após a transferência do controle, quando efetivamente o novo controlador já estiver à frente do comando da companhia, de nada valerá o contrato de opção celebrado com o antigo controlador. Conclui-se que restará a esses acionistas a celebração de novo contrato de opção com o novo controlador, tendo outros elementos, diferentes da transferência do controle, como fatores desencadeadores da opção de venda de suas ações ou de compra das ações do controlador, de modo a conferir certa liquidez às suas ações, notadamente se tiverem indícios de que poderão ter problemas com a nova figura detentora do controle.

– Vedação à negociação (*lock up period*)

● Conclui-se que esse mecanismo serve à importante função de proteger a minoria por meio da manutenção, durante certo tempo, da figura do controlador nos quadros da companhia. Isso porque um dos principais fatores considerados pela minoria para investir em uma companhia fechada está relacionado à pessoa do controlador, tendo em vista a sua experiência, credibilidade, reputação e trato para com os demais acionistas da companhia.

● De outra sorte, o *lock up period* pode ser visto como um mecanismo demasiadamente maléfico aos minoritários se destinado a proibir o não controlador de vender suas ações por determinado período. Muito embora essa hipótese seja mais rara, se concebida na prática, poderá prejudicar ainda mais a ausência de liquidez das ações desses acionistas, os quais não poderão desfazer-se de sua participação, ainda que estejam descontentes com a condução dos negócios sociais.

– Exclusão do acionista controlador

● A exclusão de um acionista, independentemente da forma como se aperfeiçoe, apenas é legitimada pelo comportamento capaz de prejudicar o prosseguimento da relação societária, caso contrário, outras medidas menos gravosas devem tomar lugar.

● No contexto das transferências de controle, dado que os minoritários não possuem ingerência alguma acerca da realização da operação, bem como sobre suas condições e, mais ainda, para as mãos de quem o controle será repassado, é certo que existe a possibilidade de a conduta do novo controlador ser pautada por inúmeros desvios. As diversas possibilidades de que esses desvios possam ocorrer, associadas à particularidade de iliquidez das ações de companhias fechadas, bem como de exercício limitado do direito de retirada, conduziram à necessária análise de mecanismo que permita afastar dos quadros sociais aquele acionista que pratique atos inviabilizadores da consecução social, ainda que esse acionista seja o controlador.

● Viu-se que o rompimento da *affectio societatis* jamais poderá constituir o fundamento para que se exclua um acionista, isso porque a perda da *affectio societatis* autoriza apenas a retirada daqueles que perderem o interesse em permanecer nos quadros sociais, não a exclusão dos acionistas tidos como indesejados. Essa última, por tratar-se de medida de extrema gravidade, exige a prova de violação grave dos deveres sociais, isto é, deve-se demonstrar uma justa causa imputável ao acionista que tenha acabado por gerar esse rompimento e, consequentemente, que justifique a exclusão. Ademais, a admissão da exclusão por mera quebra da *affectio societatis* significaria reconhecer que a exclusão não dependeria de falta grave e poderia dar-se pela simples vontade da maioria, isto é, a minoria sempre estaria sujeita aos caprichos e desmandos de uma maioria arbitrária, que

poderia extirpar-lhe a posição na companhia de acordo com o seu ânimo em dado momento. Ademais, o juiz ficaria impossibilitado de decidir em contrário quando a ele fossem apresentados argumentos de término da *affectio* entre os acionistas.

● Conclui-se que a exclusão do acionista funda-se, em última análise, na teoria do inadimplemento contratual. Por rompimento do contrato deve-se compreender o inadimplemento dos deveres assumidos pelos acionistas na companhia. A obrigação que se está a falar aqui diz respeito aos caracteres pessoais dos acionistas enquanto membros de uma coletividade em que deve prevalecer a confiança mútua, fidelidade, lealdade e consideração entre seus integrantes. Por essa razão, a divergência entre os acionistas, na medida em que configura impedimento à realização do objeto social, ampara também o afastamento daquele causador da discórdia.

– Dissolução Parcial

● Conforme discutido ao longo do presente estudo, os tribunais pátrios estão cada vez mais se inclinando para a possibilidade de dissolução parcial nas sociedades anônimas fechadas, cujas relações pautam-se pela confiança e consideração pessoal entre os acionistas.

● A propósito da disciplina, verificou-se que o art. 206, inciso II, alínea "b", da LSA contempla o caso de dissolução total da companhia por decisão judicial, uma vez provado que a companhia não pode preencher o seu fim. Essa hipótese pode ocorrer, sobretudo quando preponderar a desinteligência entre os acionistas, permeada pela ruptura da confiança, harmonia, fidelidade e respeito mútuo entre eles, situação essa em que se mostra induvidosa a impossibilidade de prosseguimento com as atividades sociais.

● Entretanto, a regra da dissolução total não se prestaria ao atendimento dos preceitos econômicos e sociais envolvidos na preservação da empresa, cuja observação é indispensável em qualquer ordenamento, sobretudo no plano nacional, em que as normas são elaboradas, cada vez mais, tendo em conta os interesses dos trabalhadores, do Fisco, dos consumidores e do desenvolvimento econômico como um todo.

● Conclui-se que o pedido de dissolução parcial deve ter como fundamento não o rompimento da *affectio societatis*, mas sim, a inviabilidade de continuação do sócio nos quadros sociais, em face de alguma justa causa assim considerada no âmbito judicial. Ou ainda, por efeito da violação de deveres como lealdade, boa-fé e colaboração pelos demais sócios, bem como em decorrência de qualquer outra hipótese de dissolução total não impositiva, permanecendo os demais sócios no curso normal da exploração social.

● No que diz respeito às operações de transferência de controle, conclui-se não ser possível que o acionista descontente com a operação possa se valer do direito de recesso, uma vez que essa hipótese não está prevista no art. 136 da LSA. Não se quer aqui defender a substituição de um instituto pelo outro, isto é, tratar a dissolução parcial como se recesso fosse. A legitimação para o pleito de dissolução parcial não deve estar somente na ocorrência pura e simples da transferência do controle da companhia, é preciso que haja a efetiva violação do novo controlador dos deveres que lhe forem atribuídos, de modo a impedir o prosseguimento da consecução social.

– Direitos subjetivos e potestativos que não envolvem o direito de saída da companhia

– Direito de voz

● Conforme se viu, o direito de voz como direito de participação implica não apenas a possiblidade de que os acionistas possam se manifestar diante das matérias deliberadas em assembleia, como também indicar representantes para os órgãos revestidos dos poderes de decisão na companhia.

● É importante ressaltar que, no ambiente das companhias fechadas, cujo controle, como regra, é concentrado, dificilmente os minoritários conseguirão influenciar no conteúdo das deliberações ou eleger os membros da administração, uma vez que tais poderes estarão nas mãos dos controladores. Ainda assim, o voto e a participação na assembleia têm importância como forma de fiscalização e de limites ao poder do controlador.

● As operações de alienação de controle de companhias fechadas não estão sujeitas à aprovação dos acionistas em assembleia geral, uma vez que a negociação pelo controle ocorre diretamente entre seus titulares e o terceiro interessado. Conclui-se que, muito embora o direito de voz constitua um importante instrumento de proteção dos minoritários nas assembleias gerais da companhia, uma vez que as operações de transferência não estão sujeitas ao crivo desse órgão, ele é inapropriado para promover a proteção dos minoritários em operações dessa natureza.

– Dever de informar

● Nos termos do presente estudo, viu-se que a passagem do controle de um acionista para terceiro afeta o próprio centro de orientação e administração da companhia, podendo tanto mantê-la do modo como estava, como propiciar-lhe melhorias ou conduzir à ruína os seus principais negócios. Nesse contexto, ao se tratar das companhias fechadas, reconheceu-se que acionistas geralmente considerariam qualquer alteração no controle da companhia uma mudança fundamental, sobre a qual esperam ser protegidos.

● Nesse contexto, conclui-se que cabe ao controlador divulgar, aos minoritários, informações que possam impactar no valor das ações, em particular quando há potencial transferência do controle em curso. Nesse caso, deve o controlador fornecer-lhes informações sobre os termos da venda e, sobretudo, a respeito da figura que irá assumir os comandos da companhia.

● Com isso quer-se dizer que uma vez informados sobre a existência de um negócio em curso ou até mesmo das intenções de venda das ações pelo controlador, os demais acionistas poderão decidir permanecer na companhia, vender suas ações a terceiro ou a outro acionista ou até mesmo tentar incluir suas ações no mesmo negócio em que haja a venda das ações de controle.

● Mais ainda, caso os não controladores sejam informados das bases do negócio, deverão ter um relato atual acerca da situação econômico-financeira da empresa, bem como das expectativas de seu desempenho futuro. Desse modo, certamente os

acionistas que não integrem o controle terão melhor aparato para decidirem sobre o rumo de sua participação na companhia.

– Look back Provision

● Conclui-se que com a ferramenta da *loock back provision*, em que se estabelece a obrigação de ressarcimento pelo vendedor do controle aos demais acionistas que tiverem suas ações adquiridas em momento imediatamente anterior à venda do controle, da diferença entre o preço pago pelo controlador original por essas ações e do valor obtido com a venda do controle, é possível evitar que o controlador arquitete maliciosamente a compra das ações dos não controladores a preço baixo, tendo como propósito primordial reunir o maior número de ações possível, para então vendê-las a preço mais elevado, guardando para si todo o sobrevalor que for pago pelo terceiro investidor.

– Actio pro socio

● Conforme verificado, a proteção efetiva dos minoritários não está plenamente assegurada nos mecanismos de responsabilização previstos na LSA, porque o legislador brasileiro optou por um sistema de responsabilização no qual, em princípio, não é permitida a propositura de *ação individual* por um acionista contra outro para obrigá-lo ao cumprimento de obrigações pessoais resultantes do contrato de sociedade e de seus negócios (*actio pro socio*).

● Conclui-se que é possível cogitar, ao menos no plano das sociedades anônimas fechadas personalistas e das sociedades limitadas, a propositura da *actio pro socio*, com base no Código Civil, art. 981, que estabelece a reciprocidade do dever de cumprir as obrigações a que se comprometeu cada membro que constitui a sociedade.

– Transferência de controle em companhias fechadas: uma teoria em construção

Após percorrer o longo caminho traçado no presente estudo, espera-se ter alcançado o propósito inicial assinalado no início do trabalho, qual seja, comprovar que a limitação dos legítimos poderes do controlador em operações de transferência de controle de companhias fechadas constitui mecanismo eficaz de proteção à minoria em transações dessa natureza.

Na análise do assunto, discutiu-se essa limitação dos poderes do controlador como o núcleo dos mecanismos de proteção das minorias, tendo em vista principalmente que as decisões nas companhias fechadas brasileiras são tomadas, como regra, por uma maioria estável, ficando os demais acionistas em uma posição de mera subordinação às decisões tomadas pelos controladores.

Essa teoria ainda encontra-se em construção no plano nacional, e a sua cristalização pressupõe o aprimoramento de estudos relacionados não apenas aos direitos subjetivos dos acionistas e das técnicas protetivas que podem ser inseridas nos estatutos sociais e em acordos de acionistas, mas, sobretudo, de deveres laterais que possam efetivamente contrabalancear o legítimo poder do qual o controlador deve se revestir para que possa comandar a companhia, com os direitos dos minoritários, que merecem tutela em função do fato de que parte de seu patrimônio fica submetida a uma organização alheia.

Nessa acepção, destacam-se os deveres de investigar o adquirente do controle, lealdade, consideração e os princípios fundamentais que devem reger as relações societárias, como o da coordenação (correspondência entre poder e responsabilidade) e o da organização de poderes materializado no princípio majoritário.

Associado ao desenvolvimento doutrinário da matéria, seria desejável que o legislador introduzisse regras destinadas em especial às companhias fechadas, notadamente no que diz respeito às operações de transferência de controle, tendo em conta as recorrentes discussões em torno da proteção à minoria.

Com isso não se quer relegar o minoritário à condição de injustiçado, tampouco rotular o controlador como uma figura perversa, que sempre estará pronto para cometer abusos e tirar proveito de sua posição, angariando benefícios em detrimento dos demais acionistas. Isso porque o minoritário, ao ingressar na companhia, tem plena ciência

do modelo estabelecido pelo legislador para as companhias fechadas – *e.g.*, baixa ou nenhuma liquidez das ações; possibilidades reduzidas de recesso; direito de venda do controle sem a necessidade de deliberação; inexistência de obrigação do controlador de repartir o sobrevalor pago pelas ações de controle em caso de venda, bem como de incluir as ações dos minoritários na mesma operação etc.. Ao revés, o que se defendeu foi a necessidade de que sejam estabelecidas em acordo ou no estatuto social medidas protetivas adicionais àquelas previstas em lei, pelos próprios acionistas, no momento de ingresso na companhia, em função das características peculiares de que se revestem as companhias fechadas, que frequentemente geram impasses nas relações societárias, sobretudo em operações que impliquem em mudança do eixo central da companhia, como a transferência de controle.

Como observado, por diversos motivos as partes deixam de estabelecer as referidas proteções ao ingressarem nos quadros sociais e acabam por enfrentar os mais variados percalços durante o período em que permanecem na companhia, uma vez que a tutela passa a ser aquela prevista exclusivamente na lei, pendendo sempre para o uso de normas destinadas precipuamente às companhias abertas ou até mesmo às sociedades limitadas, com poucas regras endereçadas especificamente para as companhias fechadas, mais ainda, para as companhias fechadas dotadas de traço personalista. Ainda, ante a conjuntura brasileira, em que o sistema jurídico nem sempre é eficaz para impedir que os benefícios privados sejam aproveitados pelo controlador, os custos de agência serão tão maiores quanto mais escassas forem as regras de proteção estabelecidas pelos próprios acionistas em acordos ou no estatuto da companhia.

Nesses termos, teve-se o propósito chamar atenção para a necessidade do estabelecimento de regras pelo legislador que despertem nas partes a preocupação de melhor se informar e conhecer as condições a que estarão sujeitas ao ingressar em uma companhia fechada, especialmente na qualidade de acionista minoritário. Em outros termos, reconhecer que uma lei que não estabeleça proteções efetivas aos minoritários, mas que lhes garanta o direito de estipular regras nesse sentido – seja no estatuto, seja em acordo de acionistas – é substancialmente diferente de uma lei que estipule tais proteções e que faculte aos acionistas removê-las por meio de contratos.

Em face da relevância dos problemas apontados, o presente trabalho tem por escopo servir de estímulo para que outros estudos sobre o tema possam ser desenvolvidos,

contrastando ou até mesmo aprofundando as ideias aqui desenvolvidas, as quais podem ter apresentado imperfeições ou desacertos em razão do grande desafio de estudar assunto pouco explorado no Direito Brasileiro.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

_____. Anotações sobre a exclusão de sócios por falta grave no regime do Código Civil. In: _____ (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Notas sobre a sociedade perpétua. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 50, n. 157, p. 112-114, Jan. 2011.

_____. Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "fim social". In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo* – I (obra coletiva). São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 156-159.

AKERLOF, A. George. Procrastination and obedience. *The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Hundred and Third Annual Meeting of the American Economic Association*, v. 81, Issue 2, p. 1-19, May 1991.

_____. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, Issue 3, p. 488-500, Aug. 1970.

ALDRIGHI, Dantes M.; OLIVEIRA, Vinícius M. de. The influence of ownership and control structures on the firm performance: evidence from Brazil. Disponível em: <http://www.usp.br/facon/biblioteca.php?a=16>. Acesso em: 10 abr. 2013.

AMARAL, Luiz Fernando de Camargo Prudente do. *A função social da empresa no direito constitucional econômico brasileiro*. São Paulo: SRS, 2008.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. Managing closely held corporations: a legal guidebook [notes]. *Business Lawyer (ABA)*, Chicago, v. 58, n. 3, p. 1.110-1.114, May 2003.

ANDREWS, William D. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. *Harvard Law Review*, v. 78, p. 505-563, 1965.

ARISTÓTELES. *The politics of Aristoteles*. London: Oxford University Press, 1971.

ASCARELLI, Tullio. Confusione del patrimonio della società e del socio; società con una società anonima e società anonima simulata. In: _____. *Studi in tema di società*. Milano: Giuffrè, 1952.

_____. Limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie. In: _____. *Saggi di diritto commerciale*. Milano: Giuffrè, 1955.

_____. O contrato plurilateral. In: _____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

_____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

ASQUINI, Alberto. I battelli del Reno. *Rivista delle società*, n. 4, 1959.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Princípios do novo direito contratual e desregulamentação do mercado – direito de exclusividade nas relações contratuais de fornecimento – função social do contrato e responsabilidade aquiliana do terceiro que contribui para inadimplemento contratual. In: _____. *Estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 137-147.

BAMONTE, Thomas J. Expanding the fiduciary duties of close corporation shareholders: the dilemma facing Illinois Corporate Law. *Northern Illinois University Law Review*, v. 15, p. 257-270, 1995.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Código civil comentado*. Coordenação de Min. Cezar Peluso. São Paulo: Manole, 2006.

BAYNE, D. Corporate control as a strict trustee. *Georgia Law Review*, n. 53, 1965.

_____. The sale-of-control premium: the definition. *Minessota Law Review*, n. 53, 1969.

_____. Investment value of control stock. *Minnesota Law Review*, n. 54, 1969.

_____. Sale-of-control premium: the intrinsic illegitimacy. *Texas Law Review*, n. 215, 1969.

_____. *The philosophy of corporate control*: a treatise on the law of fiduciary duty. Chicago: Loyola University Press, 1986.

BEBCHUK, Lucian. The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, v. 118, n. 3, p. 833-914, Jan. 2005. Disponível em: <http://ssrn.comQabstract=387940>. Acesso em: 28 nov. 2012.

_____. Efficient and inefficient sales of corporate control. *Quarterly Journal of Economics*, v. 109, p. 957-992, 1994.

_____; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights. In: MORCK, Randall K. (Ed.). *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

BERLE, Adolf. “Control” in corporation law. *Cornell Law Review*, n. 58, p. 1.212-1.257, 1958.

_____. The price of power: sale of corporate control. *Cornell Law Review*, n. 50, 1965.

BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. Reprint Edition. Buffalo: William S. Hein & Co., Inc, 1982.

_____. _____. Rev. ed. New York: Brace & World Inc, 1969.

BERNHEIM, B. Douglas; WHINSTON, Michael Dennis. *Incomplete contracts and strategic ambiguity*. Cambridge: Harvard Institute of Economic Research, 1997.

BEVILAQUA, Clóvis. *Opúsculos*. Rio de Janeiro: Pongetti, 1941. 3ª série.

BEZERRA, Andréia Cristina et al. Conflito de interesses. Impedimento de direito de voto e conflito material. Interpretação do artigo 115, § 1º da Lei das Sociedades por Ações. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Mercado de capitais brasileiro*: doutrina, case & material. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. Trust, trustworthiness, and the behavioral foundations of corporate law. *University of Pennsylvania Law Review*, June 2001.

BRADLEY, Edwin J. An analysis of the model close corporation act and a proposed legislative strategy. *The Journal of Corporation Law of Georgetown Law University*, v. 10, p. 830-840, 1985.

BRANSON, Douglas M.; PINTO, Arthur R. *Understanding corporate law*. 3. ed. New York: LexisNexis, 2009.

BROOME, John. Discounting the future. *Philosophy and Public Affairs*, v. 23, Princeton University Press, p. 143-154, 1994.

BULGARELLI, Waldirio. *O conselho fiscal nas companhias abertas*. São Paulo: RT, 1988.

_____. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*: de acordo com a reforma Lei nº 6.404/76. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CAMPBELL, David. Relational contract and the nature of private ordering: a comment on Vincent-Jones. *Indiana Journal of Global Legal Studies*, v. 14, p. 279-300, 2007.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 34, out.-dez. 2006.

_____. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXIV, n. 59, 1985.

CAPATANI, Márcio Ferro. Os contratos associativos. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Org.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CARVALHAL DA SILVA, André; LEAL, Ricardo. *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*. New York, 2003. (Coppead working paper series, n. 390).

_____. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ-DE-SILANES, F.; CHONG, A. (Eds.). *Investor protection and corporate governance*: firm level evidence accross Latin America. Stanford: Stanford University Press, 2007.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954. v. IV.

_____. *Tratado de direito comercial brasileiro.* 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1963. v. II.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas.* São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.* São Paulo: Saraiva, 1977. v. 1.

CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions.* Paris: Sirey, 1962.

CLAESSENS, Stijn et al. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v. LVII, n. 6, p. 2.741-2.771, 2002.

CLARCKSON, Kenneth et al. *West's Business Law*: text and cases. 10. ed. Mason: Thomson West Mason, 2006.

CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

COMPARATO, Fábio Konder. "Insider trading": sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 2, 1971.

_____. *Direito empresarial*: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Notas de texto de Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

_____. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: "nova et vetera". *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 36, 65, 1979.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima.* 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COOPER, Arnold C.; FOLTA, Timothy B.; WOO, Carolyn. Entrepreneurial information search. *Journal of Business Venturing*, Florida: Elsevier, v. 10, p. 114-118, 1995.

CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito das sociedades*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007. v. II.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994.

COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo. do. *A obrigação como processo*. São Paulo: Bushatsky, 1976.

CUNHA, Carolina. A exclusão de sócios em particular nas sociedades por quotas. In: VVAA. *Problemas de direito das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2002.

DALMARTELLO, Arturo. *L´esclusione dei soci delle società comercialle.* Padova: Cedam, 1939.

DAVIES, Paul L. *Gower and Davies´ Principles of modern company law*. 7. ed. London: Sweet & Maxwell, 2003.

_____; HOPT Klaus. Control transactions. In: HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2006.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy,* v. 93, 1985.

DENT, George. *Lawyers and trust in business alliances*. *The Business Lawyer*, v. 58, n. 1, p. 45-82, Nov. 2002.

DONADIO, Giuseppe. *Il recesso del socio*. Milano: Giuffrè, 1940.

DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, n. 2, 2004.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Corporate control transactions. *Yale Law Journal*, n. 91, 1982.

_____. Close corporations and agency costs. *Stanford Law Review*, v. 38, p. 284-285, 1986.

_____. Close corporations. In: _____. *The economic structure of corporate law*. London: First Harvard University Press, 1996.

_____. *Contract and fiduciary duty*. Chicago: The University of Chicago Press, 1993. v. 36.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. London: First Harvard University Press, 1996.

_____. *The fiduciary principle.* Chicago: The University of Chicago Press, 1993. v. 36.

EIZIRIK, Nelson. Acordo de acionistas. Invalidade de cláusula que impõe obrigação à companhia. Prevalência do interesse social sobre os termos do acordo de acionistas. Invalidade de contrato acessório que obriga a companhia a adquirir as próprias ações. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. *Aspectos modernos do direito societári*o. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. O mito do controle gerencial – alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 66, p. 103-106, 1987.

ELY, John Hart. *Democracy and distrust*: a theory of judicial review. New York: Harvard University Press, 1980.

ERICKSON, John R.; GOLDBERG, Victor P. Quantity and price adjustment in long-term contracts: a case study of petroleum coke. *Journal of Law and Economics*, v. 30. n. 2, p. 369-398, 1987.

FERRARI, Aldo. *L'abuso del diritto nelle società*. Padova: CEDAM, 1998.

FERREIRA, Waldemar. *O direito insurrecional do acionista* (memorial). São Paulo: Revista dos Tribunais, 1939.

_____. *Tratado de direito comercial*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 1963. v. 4.

FERRI, Giuseppe. *Manuale di diritto commerciale*. 5. ed. Torino: Unione Tipografico-Editoriale Torinese, 1981.

FERRO-LUZZI, Paolo. *I contratti associativi*. Milano: Giuffrè, 2001.

FISCHEL, Daniel R. The appraisal remedy in corporate law. *American Bar Foundation Research Journal*, v. 8, n. 4, p. 875-902, 1983.

FOLK, Ernest L. *Folk on the Delaware general corporation law*: a commentary and analysis. 2. ed. Delaware: Little Brown & Co Law & Business, 1987.

FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A dissolução parcial inversa nas sociedades anônimas fechadas. Temas atuais sobre direito comercial. *Revista do Advogado*, São Paulo: AASP, ano XXVIII, n. 96, p. 107-114, 2008.

_____. A exclusão de sócio da sociedade por quotas de responsabilidade limitada no direito brasileiro. In: FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da; BOTALLO, Eduardo Domingos (Coord.). Sociedades *por quotas de responsabilidade limitada*. São Paulo: AASP, 1987.

_____. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

_____; SZTAJN, Raquel. *Código civil comentado*. São Paulo: Atlas, 2008. v. XI.

FORGIONI, Paula Andrea; MESSINA, Paulo de Lorenzo. *Sociedades por ações*: jurisprudência, casos e comentários. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

_____. Dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle – dever de maximização do valor das ações dos acionistas não controladores – interpretação de estatuto de companhia aberta – possibilidade de cumulação de OPAS. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 158, abr./jun. 2011.

_____. *O projeto de código comercial*: um arremedo de projeto de lei, 3.5.2012. Disponível em: <www.migalhas.com.br>. Acesso em: 12 ago. 2012.

GALGANO, Francesco. *La forza del numero e la legge della ragione*: storia del principio di maggioranza, Bologna: Il Mulino, 2007.

GARRIDO, Manuel Jesús García. *Diccionario de la jurisprudencia romana*. Madrid: Dykinson, 2008.

GARRIGUES, Joaquín. *Hacia un nuevo derecho mercantil*. Madrid: Tecnos, 1971.

_____. *Problemas atuais das sociedades anônimas*. Tradução de Norberto da Costa Caruso MacDonald. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 1982.

GIERKE, Otto von. *Über die Geschichte des Majoritätsprinzips*. Separata do Schmollers Jahrbuch. Berlin: Duncler & Humblot, 1915. Tradução italiana sob o título Sulla storia del principio di maggioranza, *Rivista delle Società*, 1961.

GILBERT, Daniel T.; EBERT, Jane E. J. Decisions and revisions: the affective forecasting of changeable outcomes. *Journal of Personality and Social Psychology*, v. 82, 2002.

GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. *The law and finance of corporate acquisitions*. New York: Foundation Press, p. 714-722, 1995.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, 2003.

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439-554, 2009.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das minorias na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 25, n. 63, 1986.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009.

_____. Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 29, n. 77, 1990.

_____; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2.

HAMILTON, Robert W. Private sale of control transactions: where we stand today. *Canada-United States Law Journal*, v. 13, p. 229-262, 1988.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. *The end of history for corporate law*. New Haven: Yale Law School Working Paper, n. 235. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=204528>. Acesso em: 10 out. 2011.

_____. The basic governance structure. In: KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2006.

HART, Herbert L. A. *The concept of law*. Edited by Penelope A. Bulloch and Joseph Raz. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 1994.

HART, Oliver. *Firms, contracts, and financial structure*: clarendon lectures in economics. Oxford: Oxford University Press, 1995.

_____; MOORE, John. *Incomplete contracts and renegotiation*. New York: The Econometric Society, 1988. v. 56.

HEINBERG, John Gilbert. History of the majority principle. *The American Political Science Review*, Washington: American Political Science Association, v. 20, n. I, p. 52-68, 1926. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1945098>. Acesso em: 18 fev. 2012.

HIRSCHMAN, Albert O. *Exit, voice, and loyalty*: responses to decline in firms, organizations, and states. New York: Harvard University Press, 1970.

IVEY, Gary C. Standards of management conduct in close corporations: a transactional approach. *Stanford Law Review*, v. 33, p. 1.141-1.160, 1981.

JENNINGS, R. W. Trading in corporate control. *California Law Review*, v. 44, n. 1, p. 1-39, MAR., 1956.

_____; MARSH, H.; COFFE, J. C. *Securities regulation. Cases and materials*. 5. ed. New York: The Foundation Press, Inc., 1990.

JOERGES, Christian. Relational contract theory in a comparative perspective: tensions between contract and antitrust law principles in the assessment of contract relations between automobile manufacturers and their dealers in Germany. (Symposium: Law, private governance and continuing relationships). *Wisconsin Law Review*, n. 3, p. 581-613,1985.

KAHAN, Marcel. Sales of corporate control. *Journal of Law, Economics and Organization*, Oxford University Press, v. 9, n. 2, p. 368-79, Oct. 1993.

KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. The appraisal remedy and the goals of corporate law. *UCLA Law Review*, v. 32, p. 429-473, 1985.

KENNEDY, Duncan. Distributive and paternalist motives in contract and tort law, with special reference to compulsory terms and unequal bargaining power. *Maryland Law Review,* v. 563, p. 566-568, 1982.

KLEINDIEK, Detlef. Protection of minority shareholders under German Law. *International Company and Commercial Law Review*, London: Sweet & Maxwell, p. 144-145, 1993.

KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2006.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.*: exposições: pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1995-1996. v. 1.

_____. *A Lei das S.A.* 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. II.

_____. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 810-811.

_____. *Fundamentos da reforma das S/A*. Rio de Janeiro: AEDE-SBERJ, 1976. p. 22-23. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 76, 1989.

_____. Responsabilidade do controlador. In: _____. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 842-843.

LAUTENSCHLAGER JR., Nilson. Notas sobre a história do princípio da maioria de Otto Friedrich von Gierke (1841/1921). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros [no prelo].

LEAL, R.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ-DE-SILENES, F.; CHONG, A. (Eds.). *Investor protection and corporate governance*: firm level evidence accross Latin America. Stanford: Stanford University Press, 2007.

LETSOU, Peter V. The role of appraisal in corporate law. *Boston College Law Review*, v. 39, n. 1, p. 1.121-1.174, 1998.

LOEWENSTEIN, George; SCHKADE, David. A visceral account of addiction. *Getting hooked*: rationality and addiction. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

MACAULAY, Stewart. Non-contractual relations in business: a preliminary study. *American Sociological Revie*w, Wisconsin: American Sociological Association, v. 28, n. 1, p. 55-67, 1963. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2090458>. Acesso em: 3 fev. 2013.

MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

_____. Contratos relacionais no direito brasileiro. *Revista USP*, São Paulo, v. 1, n. 1, 1999.

MANKIW, Gregory N. *Principles of economics*. 5. ed. New York: Lightning Source Inc. 2009.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Politics and Economics*, 1965.

MANNING, Bayless. *The shareholder's appraisal remedy*: an essay for Frank Coker. New Haven: The *Yale Law Journal Inc.*, v. 72, n. 2, p. 223-265, 1962.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

MATIAS, João Luis Nogueira. *A função social da empresa e a composição de interesses na sociedade limitada*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MEANS, Benjamin. A voice-based framework for evaluating claims of minority shareholder oppression in the close corporation. *Georgetown Law Journal*, v. 97, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1285204>. Acesso em: 21 jan. 2012.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro.* 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, v. 2, 1963.

MENEZES CORDEIRO, António. *Manual de direito das sociedades*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007. v. I.

MILLER, Sandra K. Minority shareholder oppression in the private company in the European Community: a comparative analysis of the German, United Kingdom, and French "close corporation problem". *Cornell International Law Journal*, v. 30, n. 2, p. 381-428, 1997.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1965. t. L.

MOLL, Douglas K. *Minority oppression & the limited liability company*: learning (or not) from close corporation history. The University of Houston Law Center, 2010.

MOLL, Douglas K. Reasonable expectations v. implied-in-fact contracts: is the shareholder oppression doctrine needed?. *Boston College Law Review*, v. 42, p. 989, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1663487>. Acesso em: 25 mar. 2013.

_____. University of Houston Law Center. Of Donahue and fiduciary duty: much Ado about… ?, 33 *W. New Eng. L. Rev*., n. 471, 2011.

MOLL, Douglas K.; RAGAZZO, Robert. *Closely held business organizations*: cases, materials, and problems (introduction). Minnesota: West Publishing, 2006.

MOTA, Nelson Cândido. Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da lei das S.A. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXI, n. 46, 1982.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: ARAGÃO, Leandro Santos de; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Org.). *Direito societário* – desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e capital disperso: eficiências e ineficiências. In: ADEMAK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003.

O'KELLEY JR., Charles R. T. Filling gaps in the close corporation contract: a transaction cost analysis. *Northwestern University Law Review*, v. 87, p. 218-219, 1992.

O'DONOGHUE, Ted; RABIN, Matthew. Doing it now or later. *American Economic Review*, p. 105-106, 1999.

O'NEAL, F. Hodge. *O'Neal's oppression of minority shareholders.* New York: Clark Boardman Callaghan, 1989.

_____. Close corporations: existing legislation and recommended reform. *The Business Lawyer*, 1978.

_____. Sale of a controlling corporate interest: bases of possible seller liability. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 38, 1976.

_____. *Resolving disputes in closely held corporations*: intra-institutional arbitration. Cambridge: Harvard Law Review Association, 1954.

_____. Restrictions on transfer of stock in closely held corporations: planning and drafting. *Harvard Law Review*, v. 65, p. 773-816, Mar. 1952.

O'NEAL, F. Hodge; DERWIN, Jordan. *"Squeeze-outs" of minority shareholders*: expulsion or oppression of business associates. New York: Clark Boardman Callaghan, 1975.

_____. *Expulsion or oppression of business associates.* Durham: Duke University Press, 1964.

_____. *Expulsion or oppression of business associates*: "squeeze-outs" in small enterprises. Durham: Duke University Press, 1961.

_____; THOMPSON, Robert B. *O'Neal's oppression of minority shareholders*: protecting minority rights in squeeze-outs and other intracorporate conflicts. New York: Clark Boardman Callaghan, 1986.

_____. *Close corporations, law and practice*. New York: Clark Boardman Callaghan, 1958.

PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Forense, 2002.

PASTERIS, Carlo. *Il controllo*. Milano: Giuffrè, 1957.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 76, 1998.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972. t. L.

POSNER, Richard. *Economic analysis of law*. 3. ed. Boston: Little Brown and Company, 1986.

_____. The ethical and political basis of the efficiency norm in common law adjudication. *Hofstra Law Review*, v. 8, p. 488-497, 1980.

PRADO, Roberta Nioac. Análise crítica do instituto da oferta obrigatória, em decorrência da alienação de controle de companhia aberta, em face da realidade brasileira (artigo 254-A da Lei n. 6.404, de 1976). 2004. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

_____. Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedades por ações de capital aberto fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei n. 6.404/76 e Resolução 401/76 – é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 106, 1997.

PRADO, Roberta Nioac. Fundamentos jurídicos e econômicos da OPA a posteriori (tag along) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa. *Revista Direito GV*, v. 2, n. 1, p. 172-173, jan.-jun. 2006.

RANDS, William. Closely held corporations: restrictions on stock transfers. *Commercial Law Journal*, v. 84, p. 461-469.

_____. Do sistema acionário – uma análise negocial. Tradução e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil*, ano XLI, n. 128, out./dez. 2002.

_____. *Vom Aktienwesen* – Eine geschäftliche Betrachtung. Berlin, 1917. Tradução italiana La realtà della società per azioni – riflessioni suggerite dall' esperienza degli affari. *Rivista delle Società*, anno V, fasc. 4-5, luglio-ott. 1960.

REQUIÃO, Rubens. A oclusão da representação da minoria por manobra da maioria. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*, São Paulo: Saraiva, 1980. v. II.

_____. A proteção da minoria no caso de alienação e aquisição do controle. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. II.

_____. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 1.

_____. O "*intuitus personae*" nas sociedades anônimas. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. II.

_____. Responsabilidade das maiorias e proteção das minorias nas sociedades anônimas. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 2.

RIBEIRO, Renato Ventura. A Lei de Sociedade por Ações e as companhias intuitus personae. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima* – 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

RIBSTEIN, Larry E. Are partners fiduciaries?. University of Illinois Law Review, Symposium Issue, v. 2005, n. 1, Feb. 2005; Illinois Public Law Research Paper No. 04-20; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=596585>. Acesso em: 18 maio 2012.

ROCK, Edward; WACHTER, Michael L. Waiting for the omelet to set: match-specific assets and minority oppression. In: MORCK, Randall K. *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

ROPPO, Enzo. *O contrato.* Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 1988.

ROSE, Carol M. *Trust in the mirror of betrayal.* Faculty Scholarship Series. Paper n. 1.811, 1995, p. 531. Disponível em: <http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_ papers/1811>. Acesso em: 13 abr. 2012.

SALAMA, Bruno Meyerhof; PRADO, Viviane Muller. Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas. *Direito GV*, São Paulo, n. 63, dez. 2010, p. 11. (Coleção de Artigos direito GV (*working papers*)).

SALOMÃO FILHO, Calixto. Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas. In: _____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 131-136.

_____. Deveres fiduciários do controlador. In: _____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

_____. Direito societário e o novo mercado. In: _____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

_____. Introdução do Co-autor. Poder econômico: a marcha da aceitação. In: COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Notas de texto de Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

_____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SANTONI, Roland J. The developing duties of controlling shareholders and appropriate restraints on the sale of corporate control. *The Journal of Corporation Law*, n. 2, v. 4, 1979.

SANTORO-PASSARELLI, Francesco. *Dottrine generali del diritto civile*. 9. ed. Napoli: Dott Eugenio Jovene, 2002.

SANTOS, J. M. de Carvalho. *Código civil brasileiro interpretado*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1938. v. XIX.

SCHMIDT, Dominique. *Conflits d'interêt dans la société anonyme*. Paris: Joly, 2004.

_____. *Les droits de la minorité dans la société anonyme*. Paris: Sirey, 1970.

SCOGIN, Hugh T. Jr. Withdrawal and expulsion in Germany: a comparative perspective on the close corporation problem. *Michigan Journal of International Law*, v. 15, p. 127-188, 1993.

SCOTT, Robert E. Conflict and cooperation in long-term contracts. *California Law Review,* v. 75, n. 6, p. 2.005-2.054, 1987.

SPIER, Kathryn E. Incomplete contracts and signalling. *RAND Journal of Economics*, v. 23, n. 3, p. 432-443, 1992.

STORM, Timothy J. Remedies for oppression of non-controlling shareholders in Illinois closely-held corporations: an idea whose time has gone. *Loyola University Chicago Law Journal*, Chicago, v. 33, n. 2, p. 388-389, 2002.

SZTAJN, Rachel. *Direito de recesso*. 1982. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1982.

THOMPSON, Robert Blashel. *The shareholder's cause of action for oppression.* New York: Business Lawyer, 1993. p. 699-745.

TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e aquisições*: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002.

UTSET, Manuel A. A theory of self-control problems and incomplete contracting: the case of shareholder contracts. *Utah Law Review*, 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=597143>. Acesso em: 15 mar. 2012.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. II.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. 3. ristampa. Milano: Casa Editrice Dottore Francesco Vallardi, 1935. v. 3.

WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge. Os poderes manifestos no âmbito da empresa societária e o caso das incorporações: a necessária superação do debate pragmático-abstracionista. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

WEBSTER'S Ninth New Collegiate Dictionary. Massachusetts: Merriam-Websters Inc., 1991.

WHITFORD, William C. Contract law and the control of standardised terms in consumer contracts: an American report. *European Review of Private Law*, n. 2, p. 193-210, 1995.

_____. Contracts and the new formalism: commentary. *Wisconsin Law Review*, n. 2, p. 631-643, 2004.

_____. Ian Macneil's contribution to contracts scholarship. *Wisconsin Law Review*, n. 3, p. 545-560, 1985.

WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht,* Band I: Grundlagen. München: C. H. Beck, 1980.

_____. *Gesellschaftsrecht,* Band II: Recht der Personengesellschaft. München: C. H. Beck, 2004.

_____. Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

WILHELMSSON, Thomas. Questions for a critical contract law and a contradictory answer: contract as social cooperation. In: _____ (Ed.). *Perspectives of critical contract law*. Aldershot: Dartmouth, 1993.

WILLIAMSON, O. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

_____. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2, 1979.

ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 36, n. 109, p. 137-149, jan./mar. 1998.

ZINGALES, Luigi. The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience. *The Review of Financial Studies*, v. 7, n. 1, p. 125-148, 1994.

_____. What determines the value of corporate votes? *Quarterly Journal of Economics*, CX, p. 1.047-1.073, 1995.

Sites

www.bmfbovespa.com.br

www.dnrc.gov.br

www.ssrn.com