

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 21**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**julho / dezembro de 2017**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

**Editores:** Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

**Conselho Editorial:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**Conselho Executivo:** Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto, Nicholas Furlan Di Biase e Viviane Perez.

**Pareceristas Deste Número:** Adem Bafti (UNIVAP), Gerson Branco (UFRGS), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Milena Donato Oliva (UERJ), Samuel Max Gabbay (IFRJ) e Tula Wesendonck (UFRGS).

**PATROCINADORES:**

**CAMPINHO**  
ADVOGADOS

**MOREIRA MENEZES . MARTINS**  
ADVOGADOS

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — nº 21 (julho/dezembro 2017)

. — Rio de Janeiro: Processo, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Moreira Menezes, Martins, Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

\* Publicada no segundo semestre de 2018.

# **A ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA COMO REMÉDIO CONCORRENCIAL: REFLEXÕES SOBRE SEUS LIMITES E A NECESSÁRIA CONCILIAÇÃO ENTRE INTERESSES PÚBLICOS E PRIVADOS<sup>1</sup>**

**SALE OF CORPORATE CONTROL AS AN ANTITRUST REMEDY:  
SOME THOUGHTS ON ITS LIMITS AND THE NECESSARY  
CONCILIATION BETWEEN PUBLIC AND PRIVATE INTERESTS**

*Alexandre Couto Silva  
Ricardo Villela Mafrá Alves da Silva*

*Resumo:* O presente estudo visa a analisar os principais aspectos da alienação do controle de companhia como remédio concorrencial, tendo em vista os interesses públicos e privados envolvidos. São levados em consideração, ainda, os limites dos remédios concorrenciais, suas características e seus parâmetros de adequabilidade, necessidade e proporcionalidade.

*Palavras-chave:* Alienação do Controle de Companhia. Remédios Concorrenciais. Política Concorrencial. Defesa da Concorrência.

*Abstract:* This study addresses the main aspects of the sale of corporate control as an antitrust remedy, taking into account the public and private interests involved. It will consider the limits of the antitrust remedies, its characteristics and parameters of adequability, necessity and proportionality.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 30.11.2018 e aceito em 13.12.2018.

*Keywords:* Sale of Corporate Control. Antitrust Remedies. Antitrust Policy. Competition Defense.

*Sumário:* Introdução. 1. Os remédios concorrenciais e o direito de propriedade. 2. Os remédios concorrenciais no mercado brasileiro. 3. A política de defesa da concorrência e propriedade privada. 4. Alienação do controle societário e direito dos acionistas. 4.1. Poder de controle. 4.2. O controle societário e sua relevância para o direito concorrencial. 4.3. Os direitos dos acionistas minoritários na alienação de controle. 4.3.1. Alienação de controle de companhia aberta e o direito de venda conjunta. 4.3.2. As reorganizações societárias e o direito de retirada. 4.3.3. Restrição à alienação de ações com base em acordo de acionistas. 5. Direitos dos acionistas na alienação de controle determinada pelo CADE e proporcionalidade do remédio concorrencial. Conclusão.

## **Introdução.**

As atividades empresariais, no início no final da década de 1990 e início dos anos 2000, possuíam dois mercados principais no mundo quanto ao relacionamento do Estado e da companhia: alguns governos liberavam as companhias e desregulavam os mercados, liberando barreiras comerciais e privatizando companhias de controle estatal; outros procuraram formas de intervir e dirigir as companhias para objetivos e interesses sociais<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Micklethwait e Wooldridge analisam a migração do capitalismo do bem-estar social para o neoliberal, com o seu característico movimento de desregulação, e os efeitos dessa transfor-

Nos mercados sujeitos a maior intervenção do Estado, principalmente na Europa, a burocracia aumentou em busca do bem comum e do interesse social. As agências reguladoras nesses mercados foram mais intrusivas<sup>3</sup>. A proteção ao social foi maior, elevando os custos de transação para a atividade empresarial. As agências reguladoras aparecem com o papel de proteção dos direitos sociais nesses mercados<sup>4</sup>.

Por outro lado, nos mercados liberais, no final da década de

---

mação sobre a companhia. Assim, “[i]n the early 1970s, big companies were expected to play a pivotal role in supporting the postwar consensus. In return for economic stability and social peace, they were expected to look after other stakeholders. But that consensus was beginning to get more burdensome. The economy in many countries was in wretched state. Unions had seldom been more powerful: in 1974, the miners toppled Britain’s Conservative government. And even in America, governments kept introducing bothersome rules. In 1971, Richard Nixon introduced controls on wages and prices. His administration also launched affirmative action and established some of the country’s most powerful regulatory agencies, such as the Environmental Protection Agency and the Occupational Safety and Health Administration. The deregulatory revolution began in Britain, where Margaret Thatcher was swept to power in 1979 by a wave of resentment over strikes and stagflation. Privatization was such a radical idea that the Tories scarcely mentioned it in their 1979 manifesto, and the government initially flirted with “corporatization” – making public companies act more like private ones. Eventually, Thatcher and her guru, Keith Joseph, rejected the idea as insufficient – like trying to ‘make a mule into a zebra by painting stripes down its back’. The mules had to be put back in the private sector” (MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short story of a revolutionary idea*. New York: Modern Library, 2005, p. 126).

3 “Nesse contexto, o exercício, no Estado Social, de uma ação sistemática do setor público sobre a economia através de planos políticos, econômicos, justiça social e desenvolvimento como ideais sociais é o que o caracteriza” (SILVA, Alexandre Couto. Anotações sobre a evolução histórica das anônimas: concentração econômica. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 407).

4 No Brasil, a preocupação com questões sociais influenciou também a visão sobre a companhia, o que resultou na ideia, utilizada por alguns, de “responsabilidade corporativa”. Alexandre Chede Travassos destaca a inclusão desse conceito no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), ressaltando, no entanto, “diferentemente da função social das empresas, a responsabilidade social corporativa não é exigível juridicamente, por tratar-se de um dever moral” (TRAVASSOS, Alexandre Chede. Responsabilidade social das empresas: um enfoque atual. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 387).

1990 e início dos anos 2000, as agências passaram a ter um papel mais relevante. Apesar de o Estado não estar presente ativamente na atividade empresarial como motor da economia, passou a regular os setores de saúde, segurança, meio ambiente, consumidores e direitos dos empregados<sup>5</sup>.

A premissa de que as companhias deviam ser geridas em proveito exclusivo do lucro dos acionistas foi relativizada em economias como Estados Unidos e Grã-Bretanha. O capitalismo regulador teve seu maior impacto no setor social. Entretanto, em períodos anteriores, as pressões populares impuseram a intervenção dos monopólios. Nos Estados Unidos, a inovação do *Sherman Act*, de 1890, estabeleceu uma definição dos monopólios, proibindo conspirações em restrição do comércio<sup>6</sup>. Em 1913, foi instituído o Banco Central – FED, reduzindo o poder do *trust* financeiro. Posteriormente, em 1914, o *Clayton Act* restringiu a interligação das administrações que prejudicasse o comércio.

Entretanto, a companhia provou sua relevância e importância no desenvolvimento da economia. Com a ascensão da escola de Chicago, que coincidiu com (e motivou) o processo de desregulação da economia americana a partir da década de 1980, muitas das práticas anteriormente tidas como anticompetitivas tiveram sua eficiência reconhecida<sup>7</sup>. Assim, os grandes conglomerados aprenderam que com

---

5 “Consumers had to be protected, safety standards had to be met, and products (including, famously, the banana) had to be defined. According to the British government’s own regulatory impact assessments, the European working-time directive alone, which set a maximum forty-eight-hour week, was costing the country’s businesses more than £2 billion a year by 2001” (MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. Op. cit. p. 149).

6 Conforme disposto na Section 1 do Sherman Act, “[e]very contract, combination in the form of trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce among the several States, or with foreign nations, is declared to be illegal”.

7 Dois dos maiores representantes, no âmbito do direito da concorrência, da Escola de Chicago são Robert Bork e Richard Posner. Bork se destacou por demonstrar que a legislação concorrencial, conforme interpretada pela Suprema Corte americana, prejudicava a própria concorrência, ao considerar ilegais determinadas práticas capazes de gerar eficiências econô-

diplomacia conseguiriam manter suas estruturas pela admiração da pujança dessas grandes corporações.

No Brasil, a defesa da concorrência foi objeto de leis e normas esparsas, preocupadas especialmente com preços abusivos<sup>8</sup>. A Lei nº 4.137/1962 foi a primeira a sistematizar normas de defesa da concorrência de forma coesa, além de ter criado o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”). O órgão foi posteriormente transformado em autarquia federal, pela Lei nº 8.884/1994, e teve seus poderes ampliados após a sua reestruturação pela Lei nº 12.529/2011.

Os remédios concorrenciais são medidas que o CADE<sup>9</sup> pode adotar para neutralizar danos ao mercado (existentes ou potenciais), resultantes de atos e contratos entre agentes econômicos<sup>10</sup>. Essas medidas são utilizadas como punição – no caso de processos administrativos de natureza sancionadora<sup>11</sup> – para eliminar os danos causados

---

micas (BORK, Robert H. *The antitrust paradox: a policy at war with itself*. 2ª. ed. New York: The Free Press, 1993). Posner, igualmente, destacou-se por defender a aplicação das normas concorrenciais com base na racionalidade econômica e teoria do preço (POSNER, Richard. *Antitrust law*. 2ª. ed. Chicago: The University of Chicago Press, 2001).

8 Com relação à evolução da legislação brasileira relacionada ao direito concorrenciais antes da década de 1960, *vide* JUNIOR, Ivo Teixeira Gico. *Cartel: teoria unificada da colusão*. São Paulo: Lex Editora, 2006, p. 29-36.

9 Conforme o art. 4º da Lei nº 12.529/2011, o CADE é autarquia federal de natureza judicante, com jurisdição em todo o território nacional.

10 Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”), “[r]emedies are used by competition agencies to resolve and prevent the harm to the competitive process that may result as a consequence of a merger. They allow for the approval of mergers that would otherwise have been prohibited, by eliminating the risks that a given transaction may pose to competition. As such, they play an essential role in the merger review process, and their careful crafting is of the utmost importance to the competition agencies carrying out the review” (OCDE. Remedies in Merger Cases. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/RemediesinMergerCases2011.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2015).

11 Na terminologia da Lei nº 12.529/2011, esses processos são denominados “processo administrativo para imposição de sanções administrativas por infrações à ordem econômica” (*vide* art. 48, inciso III).

por determinada prática concorrencial, ou como forma de neutralizar os potenciais prejuízos de um negócio jurídico entre agentes econômicos, no caso de controle de atos de concentração.

Entre os diversos remédios concorrenciais disponíveis ao CADE está a alienação do controle acionário de sociedades. Essa medida, além de afetar de forma relevante o direito patrimonial das partes, pode também afetar direitos de terceiros.

O objetivo deste trabalho será analisar a utilização da alienação do controle acionário como remédio concorrencial pelo CADE, especialmente do ponto de vista da sua efetividade e de seus efeitos na esfera patrimonial dos agentes econômicos. O estudo terá o foco voltado para a alienação do controle acionário de companhias, em razão de sua regulamentação mais minuciosa pela Lei nº 6.404/1976 (“Lei de Sociedades Anônimas” ou “LSA”); no entanto, algumas das conclusões podem também ser aplicáveis à alienação do controle de outros tipos de sociedade, como a sociedade empresária limitada.

Para a correta compreensão do tema, é necessário analisar os fundamentos públicos da política de defesa da concorrência (especificamente com relação aos remédios concorrenciais) e a sua relação com direitos de natureza privada, os direitos garantidos pela legislação societária na alienação do controle acionário, assim como as características, natureza e limites dos remédios concorrenciais.

## **1. Os remédios concorrenciais e o direito de propriedade.**

O direito da concorrência é um dos instrumentos de que o Estado dispõe para intervir no mercado e promover ações corretivas, implementando políticas públicas<sup>12</sup> com a finalidade de prote-

---

12 A política concorrencial não deve ser interpretada como um regramento do mercado – visto que a Constituição Federal de 1988 estabeleceu o livre mercado como premissa – mas sim como

ger e preservar o modelo econômico de livre mercado<sup>13</sup> disposto na Constituição Federal<sup>14</sup>. É necessário esclarecer, em primeiro lugar, que o poder de polícia conferido<sup>15</sup> aos reguladores, mais especificamente ao CADE, para intervir em relações privadas é condi-

---

um instrumento para evitar abusos de poder econômico e restrições artificiais à concorrência. Portanto, “é importante afirmar que o conceito de política de concorrência é distinto do de regramento da concorrência. Nos termos deste texto, denominamos política de concorrência a conjunção de: (i) a prática das autoridades da concorrência e tribunais que, interpretando e aplicando o conjunto de normas vigentes para perseguir determinado objetivo, confere um caráter dinâmico às regras antitruste, (ii) a edição de normas em abstrato tenham impacto sobre mercados livres ou regulados (i.e. política legislativa) e, por último, (iii) aos critérios governamentais que pautam a alocação de recursos a uma ou a outra prioridade, sobre as quais, discricionariamente, pode dispor qualquer autoridade de concorrência. Nesse contexto, define-se a política de concorrência como espécie de política pública. E, como tal, há de ter um objetivo” (GOLDBERG, Daniel. *O poder de compra e política antitruste*. São Paulo: Editora Singular, 2006, p. 28).

13 Conforme aponta José Afonso da Silva, “aqui, como no mundo ocidental em geral, a ordem econômica consubstanciada na Constituição não é senão uma forma econômica capitalista, porque ela se apoia inteiramente na apropriação privada dos meios de produção e na iniciativa privada (art. 170)” (SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 24ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 788). Para os fins deste estudo, no entanto, considerar-se-á que o sistema econômico capitalista está fundamentado na Constituição Federal de 1988 não na apropriação dos meios de produção – já que esta não é substância da proteção à propriedade privada –, mas sim nos princípios da livre concorrência e livre iniciativa, valores tipicamente identificados com a lógica da forma de produção capitalista.

14 Especialmente os princípios da livre concorrência e livre iniciativa (art. 170, inciso IV e parágrafo único, respectivamente, da Constituição Federal de 1988), assim como o princípio da repressão ao abuso de poder econômico, disposto no art. 173, § 4º, da Constituição Federal de 1988.

15 Como restará claro ao longo do presente trabalho, entende-se que o poder de atuação do CADE para intervir em relações privadas deve obedecer aos limites estritamente necessários para garantir a preservação da livre concorrência e livre iniciativa. A atuação do CADE deve ser vista, portanto, de forma funcional e condicionada. Qualquer tipo de atuação fora destes parâmetros deverá ser considerado ilegal e ilegítimo. Assim, adotar-se-á o sentido estrito de poder de polícia preceituado por Celso Antônio Bandeira de Mello, segundo o qual o poder de polícia relaciona-se “unicamente com as intervenções, quer gerais e abstratas, como os regulamentos, quer concretas e específicas (tais as autorizações, as licenças, as injunções), do Poder Executivo destinadas a alcançar o mesmo fim de prevenir e obstar ao desenvolvimento de atividades particulares contrastantes com os interesses sociais” (MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 27ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 822).

cionado à concretização dos preceitos constitucionais referentes à ordem econômica<sup>16</sup>.

O direito da concorrência é aplicado por meio do controle de estruturas, referente à análise prévia de negócios jurídicos capazes de afetar o mercado<sup>17</sup>, e pela repressão as condutas *ex post facto* que produzem ou possuem o potencial de produzir efeitos econômicos danosos<sup>18</sup>.

Com o objetivo de reestabelecer as condições de concorrência e neutralizar os efeitos danosos do poder econômico, o CADE pode adotar medidas corretivas, negociadas ou impostas<sup>19</sup>, tanto no âmbito

---

16 “Assim, pois, todos os institutos interessantes ao Direito Administrativo que dizem com a intervenção do Estado no domínio econômico e no domínio social haverá de consistir na aplicação concreta dos correspondentes comandos residentes na Constituição” (Ibidem. p. 791).

17 O controle de estruturas é fundamentado, principalmente, no art. 88 da Lei nº 12.529/2011: “[s]erão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente: I – pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e II – pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)”. A análise de atos de concentração são analisados de forma prévia, o que significa dizer que sua eficácia fica condicionada à aprovação do CADE.

18 Conforme o art. 36 da Lei nº 12.529/2011: “[c]onstituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados: I – limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa; II – dominar mercado relevante de bens ou serviços; III – aumentar arbitrariamente os lucros; e IV – exercer de forma abusiva posição dominante”.

19 Além de poder impor restrições à realização de um ato de concentração, com base no art. 61 da Lei nº 12.529/2011, o CADE pode optar por negociar as restrições com as partes por meio de Acordo em Controle de Concentrações, com fundamento no art. 125 da Resolução do CADE nº 1/2012 (Regimento Interno). A solução negociada é preferida tanto pelo CADE quanto pelas partes de atos de concentração, em razão da efetividade e segurança jurídica que o Acordo em Controle de Concentrações propicia. O mesmo ocorre no caso de punição de prática anticompetitivas, no âmbito de processos administrativos. Nesses casos, o CADE pode negociar um Termo de Compromisso de Cessação com as partes, com base no art. 85 da Lei nº 12.529/2011.

do controle prévio de atos de concentração<sup>20</sup> como no da repressão de condutas anticoncorrenciais<sup>21</sup>.

As restrições impostas pelo CADE são denominadas “remédios concorrenciais”, pois visam a remediar situações potencialmente danosas ao mercado, à sociedade e aos consumidores; os remédios concorrenciais dividem-se, conforme sua natureza, em remédios comportamentais e estruturais.

A classificação segue a racionalidade da aplicação do direito concorrencial, que tanto pode controlar estruturas (atuação preventiva, referente ao controle de estruturas de mercado) como reprimir comportamentos (atuação repressiva)<sup>22</sup>.

---

20 As seguintes medidas são passíveis de serem adotadas pelo CADE (por meio de seu Tribunal Administrativo de Defesa Econômica), conforme o art. 61, § 2º, da Lei nº 12.529/2011: “I – a venda de ativos ou de um conjunto de ativos que constitua uma atividade empresarial; II – a cisão de sociedade; III – a alienação de controle societário; IV – a separação contábil ou jurídica de atividades; V – o licenciamento compulsório de direitos de propriedade intelectual; e VI – qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica”.

21 O art. 38 da Lei nº 12.529/2011 permite que o CADE imponha as seguintes sanções: (i) a recomendação, às autoridades competentes, de concessão de licença compulsória de direito de propriedade intelectual de titularidade do infrator, quando a infração estiver relacionada ao uso desse direito; (ii) a recomendação, às autoridades competentes, para que não seja concedido ao infrator parcelamento de tributos federais por ele devidos ou para que sejam cancelados, no todo ou em parte, incentivos fiscais ou subsídios públicos; (iii) a cisão, transferência do controle societário, venda de ativos ou cessão parcial de atividade; (iv) proibição de exercício do comércio; e (v) qualquer outro ato ou providência considerado necessário para a eliminação dos efeitos danosos.

22 A similaridade das classificações não ocorre por acaso, visto que o direito concorrencial tem como foco coibir o processo de monopolização artificial, seja por meio da concentração da estrutura do mercado, seja por meio de comportamentos anticoncorrenciais, sem a criação de benefícios e eficiências econômicas (a ressalva é importante, pois a obtenção de monopólio pela superior eficiência econômica do agente é expressamente excluída do âmbito de punibilidade do direito concorrencial, por força do art. 36, § 1º, da Lei nº 12.529/2011). Nesse contexto, Hovenkamp afirma que “[a]ntitrust law’s concern with this process of monopolization, rather than merely with the outcome, is quite apparent from the statutory scheme. The law of monopolization requires not only a monopoly position, but also the commission of one or more anticompetitive ‘exclusionary practices,’ thus signaling that the process by which monopoly is to be created determines its legality” (HOVENKAMP, Herbert. *Federal Antitrust Policy: the law of competition and its practice*. 3ª. ed. St. Paul: West Publishing Co., 2005, p. 19).

Nesse sentido, os remédios estruturais têm o escopo de promover a desconcentração do mercado – por meio da cisão de sociedades, venda de ativos, licenciamento de direitos, dentre outros<sup>23</sup> – com o objetivo de criar espaço para o desenvolvimento de outros concorrentes e preservar eficiências<sup>24</sup>. Os remédios comportamentais, por sua vez, impõem obrigações de fazer ou não fazer às partes<sup>25</sup>, de modo a corrigir eventual distorção causada pelo poder de mercado<sup>26</sup>.

---

23 Assim, a OCDE define os remédios estruturais como aqueles que implicam na alienação de algum ativo. “Structural remedies may include both the sale of a physical part of a business or the transfer or licensing of intellectual property rights. They can be imposed either as a condition precedent to a merger, or their completion may be required within a certain period from the approval of the merger” (OCDE. *Remedies in Merger Cases*. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/RemediesinMergerCases2011.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2015).

24 Referindo-se aos Termos de Compromisso de Desempenho, que foram substituídos na Lei nº 12.529/2011 pelo Acordo em Controle de Concentrações, Felipe Moreira dos Santos Ferreira afirma que “[t]ais compromissos não devem mitigar as eficiências do ato de concentração, ao contrário, haja vista que a possibilidade de celebração do TCD surge exatamente como uma forma de possibilitar que a operação se concretize e, assim, essas eficiências sejam alcançadas, afastando as eventuais ofensas à concorrência, seja para preservá-la, seja para restabelecê-la” (FERREIRA, Felipe Moreira dos Santos. Caso Ambev: desinvestimento e liberdade de indicação de comprador para os ativos a serem alienados. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de; RUIZ, Ricardo Machado (Orgs.). *Remédios antitruste*. São Paulo: Singular, 2011, p. 258).

25 A Lei nº 12.529/2011 confere ao CADE relevante discricionariedade para impor remédios comportamentais, na medida em que o art. 61, § 2º, IV, e o art. 38, VII, permitem que a autarquia imponha “qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica”. O Departamento de Justiça Norte-Americano (“DOJ”), no entanto, cita alguns dos remédios mais utilizados: (i) *chinese walls*, ferramenta utilizada para evitar o vazamento de informações de uma parte à outra; (ii) vedação ao tratamento econômico discriminatório; (iii) licenciamento compulsório de direitos de propriedade intelectual; (iv) obrigações de transparência de informações; (v) vedação à retaliação; e (vi) proibição de certas práticas contratuais (DEPARTMENT OF JUSTICE; FEDERAL TRADE COMMISSION. *Antitrust Policy to Merger Remedies*. Disponível em: <http://www.justice.gov/>. Acesso em: 4 abr. 2015).

26 “Behavioural remedies, on the other hand, are always forward looking in that they consist of limits on future business behaviour or an obligation to perform a specific prescribed conduct for a given, sometimes considerable, period of time following the consummation of the merger. They often consist of non-discrimination obligations, firewall provisions or non-retaliation or transparency provisions or contracting limitations” (OCDE. *Remedies in Merger Cases*. Dispo-

Deve-se ressaltar que, assim como na aplicação do direito concorrencial – na qual as atuações preventiva e repressiva do órgão de defesa da concorrência são complementares, sem que uma exclua a outra<sup>27</sup> –, a divisão entre remédios comportamentais e estruturais não é rígida, na medida em que os dois tipos de restrição podem ser impostos em conjunto<sup>28</sup>.

Os remédios estruturais afetam diretamente o direito de propriedade de agentes econômicos. Além disso, por meio da aplicação de remédios comportamentais, a autonomia e a manifestação de vontade das partes também são afetadas, pois ficarão condicionadas ao cumprimento da obrigação imposta pelo CADE<sup>29</sup>. Portanto, os remé-

---

nível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/RemediesinMergerCases2011.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2015).

27 Calixto Salomão ressalta o caráter de complementariedade das disciplinas das condutas e das estruturas. Assim, segundo o autor, “[a] existência de um controle comportamental mais efetivo com relação a muitas empresas com poder de mercado só é possível graças ao controle estrutural. É o caso, por exemplo, das concentrações sujeitas a compromisso de desempenho. Nesses casos, a existência de um controle comportamental mais agressivo só se torna possível em função da existência de um controle estrutural” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial*. São Paulo: Malheiros, 2013, p. 134).

28 Os chamados “remédios híbridos”, que comportam tanto medidas estruturais como medidas comportamentais, aplicadas em conjunto, são também mencionadas pelo DOJ como restrições possíveis de serem utilizadas. Assim, “[i]n some circumstances, the most effective remedy will include a combination of structural and conduct provisions. This may be the case, for example, when a merger involves multiple markets or products and competition is best preserved by structural relief in some relevant markets and by conduct relief in others. Or, a merger involving one type of market may require both structural and conduct relief. For example, for certain kinds of mergers an effective remedy might involve requiring the merged firm to divest certain customers’ contracts (structural relief) and also preventing abusive contracting practices (conduct relief)” (DEPARTMENT OF JUSTICE; FEDERAL TRADE COMMISSION. *Antitrust Policy to Merger Remedies*. Disponível em <http://www.justice.gov/>. Acesso em: 4 abr. 2015).

29 “Os remédios estruturais encontram-se diretamente em confronto com uma visão absoluta de direito de propriedade. Ao se determinar o desfazimento de unidades fabris em um ato de concentração, por exemplo, ou ao se determinar o desfazimento de um ato de concentração *in totum*, o direito de propriedade do agente econômico envolvido sofre inequívoca intervenção estatal limitadora. Por sua vez, os remédios comportamentais revelam uma clara intervenção na liberdade de conduta, de iniciativa e de contratar do agente econômico” (OLIVEIRA, Amanda Flávio de. Remédios antitruste e o ordenamento jurídico brasileiro: primeiras reflexões.

dios concorrenciais afetam relações privadas, podendo causar consequências na esfera de terceiros.

Para aplicar adequadamente os remédios concorrenciais, é preciso entender quais são seus fundamentos e parâmetros balizadores. Somente quando observados esses parâmetros os remédios terão sua eficácia garantida, e o interesse público que os fundamenta poderá ser compatibilizado com os direitos privados das partes e de terceiros<sup>30</sup>.

## **2. Os remédios concorrenciais no mercado brasileiro.**

A ordem econômica disposta na Constituição Federal elegeu diversos valores fundamentais, que estruturam o sistema econômico brasileiro, dentre eles: (i) propriedade privada<sup>31</sup>; (ii) função social da propriedade<sup>32</sup>; (iii) livre concorrência<sup>33</sup>; e (iv) livre iniciativa<sup>34</sup>.

A natureza da ordem econômica estruturada pela Constituição Federal é objeto de profundas discussões doutrinárias<sup>35</sup>. Apesar de

---

In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de; RUIZ, Ricardo Machado (Orgs.). *Remédios antitruste*. São Paulo: Singular, 2011, p. 21).

30 Nesse mesmo sentido, afirma Amanda Flávio de Oliveira: “[o]s ‘remédios’ antitruste, assim compreendidos os instrumentos previstos em lei para a obtenção do valor da preservação da livre concorrência, dentro desse contexto, devem ser classificados como formas de intervenção do Estado no domínio econômico, ou de ação estatal no mercado, na modalidade indireta. Sua existência, seus limites e seus objetivos, contudo, para serem legítimos, devem fiel observância às normas da Constituição Econômica de 1988” (Ibidem. p. 18).

31 Art. 170, inciso II, da Constituição Federal de 1988.

32 Art. 170, inciso III, da Constituição Federal de 1988.

33 Art. 170, inciso IV, da Constituição Federal de 1988.

34 Art. 170, parágrafo único, da Constituição Federal de 1988.

35 Muitas dessas discussões, que fogem ao escopo do presente trabalho, são eivadas de teor ideológico. Por exemplo, conforme já mencionado, José Afonso da Silva enxerga na proteção da propriedade privada o fundamento do sistema capitalista na Constituição Federal 1988, uma

essa análise estar situada fora do escopo do presente trabalho, alguns aspectos gerais da ordem econômica são importantes para os fins deste estudo.

Em primeiro lugar, deve-se ressaltar que a ordem econômica estabelece uma economia de livre mercado, na qual a obtenção do lucro é o principal incentivo dos agentes econômicos<sup>36</sup>, ou seja, o interesse da companhia como agente econômico deve ser o lucro. No entanto, a perseguição do lucro e a propriedade privada, apesar de serem direitos garantidos pela ordem econômica constitucional, devem ser compatibilizadas com outros valores fundamentais de caráter eminentemente público, como a valorização do trabalho humano, o direito à existência digna<sup>37</sup> e a redução das desigualdades regionais e sociais<sup>38</sup>. Desse modo, direitos como a proteção da propriedade privada, livre concorrência e livre iniciativa são funcionalizados, na me-

---

vez que esse valor permitiria a apropriação dos meios de produção pela classe dominante, conclusão pautada essencialmente na ideia marxista da luta de classes (SILVA, José Afonso da. *Op cit.* p. 788). Embora seja necessário discordar dessa fundamentação – uma vez que o sistema capitalista parece estar representado de forma mais clara nos princípios da livre concorrência e livre iniciativa –, este estudo não tem a pretensão de discutir a real natureza da ordem econômica constitucional, limitando-se a analisar alguns dos princípios estabelecidos no art. 170 da Constituição Federal de 1988 que são relevantes para o objeto ora analisado.

36 Conforme aponta Eros Roberto Grau, a obtenção do lucro como incentivo comum aos agentes econômicos promove certo grau de ordem e previsibilidade nos comportamentos. Consequência direta dessa constatação é que, via de regra, os agentes econômicos agem de forma racional do ponto de vista econômico, buscando cenários que maximizem os seus ganhos. “Essa uniformidade de condutas permite a cada desses agentes desenvolver cálculos que irão informar as decisões a serem assumidas, de parte deles, no dinamismo do mercado. Ora, como o mercado é movido por interesses egoísticos – a busca do meio lucro possível – e a sua relação típica é a relação de intercâmbio, a expectativa daquela regularidade de comportamentos é que o constitui como uma ordem” (GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 15ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 30).

37 Segundo o art. 170, *caput*, da Constituição Federal de 1988, “[a] ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social”.

38 Art. 170, inciso VII, da Constituição Federal de 1988.

dida em que – respeitados os interesses privados que lhes são inerentes<sup>39</sup> – servem como meio para a consecução de objetivos de interesse público<sup>40</sup>.

Ademais, percebe-se que o sistema econômico da Constituição Federal aproxima-se do modelo capitalista de bem-estar social<sup>41</sup>, adotando como regra a liberdade de iniciativa, mas permitindo a atuação do Estado na economia e sobre a economia em determinados casos<sup>42</sup>, que se caracterizam como exceção, e não como regra.

---

39 A afirmação de que a propriedade deve atender à sua função social não significa impor limites negativos ao seu gozo, mas sim direcionar a sua concretização a determinados objetivos. Nesse sentido, “[q]uando se fala em função social não se indicam as restrições ao uso e ao gozo dos bens próprios. Estas últimas são limites negativos aos direitos do proprietário. Mas a noção de função, no sentido em que é empregado o termo nesta matéria, significa um poder, mais especificamente, o poder de dar ao objeto da propriedade destino determinado, de vinculá-lo a certo objetivo. O adjetivo social mostra que esse objetivo corresponde ao interesse coletivo e não ao interesse do próprio *dominus*; o que não significa que não possa haver harmonização entre um e outro” (COMPARATO, Fabio Konder. Função social da propriedade dos bens de produção. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 130, p. 71-80, 1986, p. 75).

40 A funcionalização do direito de propriedade se faz presente em diversos diplomas legislativos diferentes, muitas vezes sob a mesma forma. Por exemplo, cessar as atividades de sociedade próspera pode configurar tanto ilícito concorrencial, conforme o art. 36, § 3º, XVII, da Lei nº 12.529/2011, como abuso de poder de controle, nos termos do art. 117, § 1º, *b*, da Lei nº 6.404/1976.

41 Nesse sentido, Eros Grau, negando que a ordem econômica constitucional brasileira dê suporte ao capitalismo neoliberal, afirma: “[a] Constituição do Brasil, de 1988, define, como resultará demonstrado ao final desta minha exposição, um modelo econômico de bem-estar. Esse modelo, desenhado desde o disposto nos seus arts. 1º e 3º, até o quanto enunciado no seu art. 170, não pode ser ignorado pelo Poder Executivo, cuja vinculação pelas definições constitucionais de caráter conformador e impositivo é óbvia” (GRAU, Eros Roberto. Op. cit. p. 46).

42 “Visualiza-se inicialmente a atuação do Estado como agente econômico (atuação na economia) e como regulador do processo econômico (atuação sobre a economia). Após, a atuação estatal mediante a imposição de comandos imperativos, cogentes, a serem suportados pelos agentes econômicos (atuação por direção), e, de outra parte, mediante a utilização de mecanismos do direito premial” (Idem. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8ª. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 29).

Nesse contexto, o papel do Estado passa a ser o de um agente incumbido da tarefa de implementar políticas públicas<sup>43</sup> que assegurem o respeito – ao mesmo tempo – ao modelo de economia estruturado pela ordem econômica constitucional e aos valores fundamentais de caráter eminentemente público.

A afirmação de que o Estado deve implementar políticas públicas não significa dizer que haverá planejamento ou planificação da economia. O modelo econômico de livre mercado está claramente posto na Constituição Federal, que se fundamenta, dentre outros, nos valores da livre concorrência e livre iniciativa. Assim, as políticas públicas promovidas por agentes estatais têm o objetivo de fazer com que a garantia do livre mercado seja compatível com os interesses de ordem pública, ora direcionando o comportamento de agentes econômicos, ora induzindo determinados resultados<sup>44</sup>.

É nesse contexto que a aplicação dos remédios concorrenciais deve ser analisada. Os remédios concorrenciais são instrumentos de atuação do Estado sobre a economia (por meio da administração pública indireta<sup>45</sup>), que devem ser utilizados para direcionar (com relação às partes sujeitas às restrições) e induzir (com relação a terceiros potencialmente afetados, como concorrentes e agentes verticalmente relacionados às partes sujeitas às restrições) comportamentos em

---

43 "No desempenho de seu novo papel, o Estado, ao atuar como agente de implementação de políticas públicas, enriquece suas funções de integração, de modernização e de legitimação capitalista. Essa atuação, contudo, não conduz à substituição do sistema capitalista por outro. Pois é justamente a fim de impedir tal substituição – seja pela via da transição para o socialismo, seja mediante a superação do capitalismo e do socialismo – que o Estado é chamado a atuar sobre e no domínio econômico" (Ibidem. p. 43).

44 Eros Grau cita, como formas de atuação estatal sobre a economia, a atuação por direção e a atuação por indução, sendo a atuação por direção "quando o Estado exerce pressão sobre a economia, estabelecendo normas de comportamento compulsório para os agentes econômicos" e a atuação por indução "quando o Estado dinamiza instrumentos de intervenção em consonância e na conformidade das leis que regem o funcionamento dos mercados" (Ibidem. p. 28).

45 Tendo em vista a natureza do CADE de autarquia federal, conforme o art. 4º da Lei nº 12.529/2011.

consonância com os valores da livre concorrência e da livre iniciativa, com o objetivo de preservar o adequado funcionamento do mercado. Adicionalmente, os remédios concorrenciais somente podem afetar direitos privados na medida em que for estritamente necessário para a proteção e consecução dos interesses de natureza pública que visam a tutelar. Sob nenhuma hipótese a aplicação dos remédios concorrenciais pelo órgão concursal deverá eliminar ou substancialmente reduzir o protagonismo dos agentes privados no mercado<sup>46</sup>.

### **3. A política de defesa da concorrência e propriedade privada.**

A política de defesa da concorrência, como forma de atuação estatal sobre a economia, deve se conformar às garantias individuais, em especial a propriedade privada.

O direito de propriedade, em sua acepção tradicional, comporta os direitos de usar, gozar e dispor de um bem<sup>47</sup>, assim como o de reivindicá-lo daquele que injustamente o detenha<sup>48</sup>. O direito de usar refere-se à faculdade de o proprietário dar ao seu bem a finali-

---

46 “Se, por um lado, os direitos fundamentais envolvidos na realização da atividade econômica, como os direitos de propriedade, de iniciativa e de contrato, não são absolutos, por outro, não podem ser reduzidos a uma mínima existência, sob pena de se malferir a economia de mercado, assegurada pela Constituição Econômica. Assim é que não se pode reduzir o direito de iniciativa à mera autorização para existência de agentes econômicos privados, mas deve-se lhes assegurar o protagonismo e a preferência de atuação. É nesse ponto que se releva os limites da intervenção estatal na economia, em todas as suas modalidades e, em especial neste texto, os limites dos remédios antitruste a serem definidos no caso em concreto” (OLIVEIRA, Amanda Flávio de. Op. cit., p. 21 e 22).

47 Conforme o art. 1.228 da Lei nº 10.406/2002, “[o] proprietário tem a faculdade de usar, gozar e dispor da coisa, e o direito de reavê-la do poder de quem quer que injustamente a possua ou detenha”.

48 “Fixando a noção em termos analíticos, e mais sucintos, dizemos, como tantos outros, que a propriedade é o direito de usar, gozar e dispor da coisa, e reivindica-la de quem injustamente a detenha. E ao mesmo tempo nos reportamos ao conceito romano, igualmente analítico: *dominium est ius utendi et abutendi, quatenus iuris ratio patitur*” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 20ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012. v. 4, p. 75).

dade que desejar<sup>49</sup>, desde que não seja contrário à substância econômica da coisa e que não haja abuso de direito<sup>50</sup>. O direito de gozar, por sua vez, “[r]ealiza-se essencialmente com a percepção dos frutos, sejam os que da coisa naturalmente advêm (*quidquid nasci et renasci solet*), como ainda os frutos civis”<sup>51</sup>. Outra vertente da propriedade é o direito de dispor, isto é, atingir a substância da coisa, por meio da sua venda, doação, permuta, oneração, transformação ou qualquer outro meio de disposição<sup>52</sup>. O direito de propriedade comporta, ainda, o direito de reaver a coisa, isto é, reivindicá-la daquele que a possui injustamente.

A visão tradicional da propriedade incorporou, ao longo do século XX<sup>53</sup>, a ideia de sua funcionalização, o que significa dizer que a propriedade passou a ser não só fonte de direitos para o proprietá-

---

49 Segundo Caio Mário da Silva Pereira, o direito de usar “[c]onsiste na faculdade de colocar a coisa a serviço do titular, sem modificação na sua substância. O dono a emprega no seu próprio benefício, ou no de terceiro. Serve-se da coisa. Mas é claro que também pode deixar de usá-la, guardando-a ou mantendo-a inerte. Usar não é somente extrair efeito benéfico, mas também ter a coisa em condições de servir” (Ibidem. p. 77).

50 Conforme o art. 1.228, § 1º, da Lei nº 10.406/2002: “[o] direito de propriedade deve ser exercido em consonância com as suas finalidades econômicas e sociais e de modo que sejam preservados, de conformidade com o estabelecido em lei especial, a flora, a fauna, as belezas naturais, o equilíbrio ecológico e o patrimônio histórico e artístico, bem como evitada a poluição do ar e das águas”. Além disso, o § 2º do mesmo dispositivo determina: “[s]ão defesos os atos que não trazem ao proprietário qualquer comodidade, ou utilidade, e sejam animados pela intenção de prejudicar outrem”.

51 Ibidem. p. 78.

52 “O *ius abutendi*, no sentido de *disponendi*, envolve a disposição material que raia pela destruição (De Page), como a jurídica, isto é, o poder de alienar a qualquer título – doação, venda, troca; quer dizer ainda consumir a coisa, transformá-la, alterá-la; significa ainda destruí-la, mas somente quando não implique procedimento antissocial. Em suma: dispor da coisa vai dar no fato de atingir a sua substância, uma vez que no direito a esta reside a essência mesma do domínio” (Ibidem. p. 79).

53 “A ideia da função social da propriedade entrou a fazer parte do Direito Positivo com a promulgação da primeira Constituição Republicana Alemã, em Weimar, 1919. A disposição do art. 153 desse texto constitucional foi retomada *ipsis verbis* pela Constituição da República Federal da Alemanha, de 1949 (art. 14, 2ª. alínea): ‘A propriedade obriga. Seu uso deve, ao mesmo tempo, servir o interesse da coletividade’” (COMPARATO, Fabio Konder. Op. cit. p. 75).

rio, mas também deveres, visto que o seu exercício deveria ser conformado à função social do bem<sup>54</sup>.

Não obstante, embora tenha incorporado o conceito de função social, a propriedade privada permanece plenamente protegida no ordenamento brasileiro, sendo direito fundamental elencado no artigo 170 da Constituição Federal. Portanto, qualquer ato que afetar a propriedade de uma pessoa deve: (i) ser justificado pela proteção de outro valor fundamental garantido constitucionalmente; e (ii) limitar-se ao estritamente necessário para a proteção de tal valor.

Os remédios concorrenciais justificam-se na medida em que sua aplicação seja necessária para proteger a ordem econômica, garantindo o respeito à livre concorrência e à livre iniciativa, ou subsidiando a repressão ao abuso de poder de mercado. Nesse contexto, o remédio concursal, em casos concretos, deve ser escolhido tendo como base: (i) a adequabilidade, pois deve ser suficiente para a neutralização do dano ou potencial dano concursal; (ii) a necessidade de sua adoção para neutralizar do dano ou potencial dano identificado; e (iii) a proporcionalidade, no sentido de ser a medida menos restritiva possível<sup>55-56</sup>.

---

54 O caráter instrumental do direito é que distingue a sua visão funcional, segundo Norberto Bobbio. Nesse sentido, “[a] função do direito na sociedade não é mais servir a um determinado fim (aonde a abordagem funcionalista do direito resume-se, em geral, a individualizar qual é o fim específico do direito), mas a de ser um instrumento útil para atingir os mais variados fins”. (BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função – novos estudos de teoria do direito*. São Paulo: Manole, 2007, p. 57).

55 Conforme o voto do Conselheiro Carlos Ragazzo no ato de concentração nº 08012.004423/2009-18: “[e]ssas eventuais restrições devem ser informadas pelo princípio da proporcionalidade, observando critérios de adequação no sentido de sanar os problemas identificados, de necessidade, no sentido de efetivamente atingir esse objetivo, da forma menos gravosa possível às partes e, em especial, à coletividade, e de proporcionalidade *stricto sensu*, de maneira que o resultado final implique o máximo de benefícios à sociedade, com a geração do mínimo de danos possível (nesse sentido casando perfeitamente com o objetivo da análise de atos de concentração no âmbito da Lei de Defesa da Concorrência, que requer um resultado líquido não negativo à sociedade, em decorrência da operação)”. (CADE, ato de concentração nº 08012.004423/2009-18, Relator Conselheiro Ricardo Machado Ruiz, aprovado mediante assinatura de Termo de Compromisso de Desempenho em 13 de julho de 2011).

56 Adicionalmente, César Mattos menciona os seguintes parâmetros para garantir a adequação

Portanto, de forma geral, para que o remédio concorrencial se justifique do ponto de vista da proteção à propriedade privada (assim como à autonomia privada, caso o remédio proposto tenha caráter comportamental) e da sua finalidade, é necessário que sua utilização obedeça aos parâmetros gerais de proporcionalidade, adequabilidade e necessidade.

Não obstante, além de afetar os direitos das partes diretamente envolvidas em um ato de concentração ou processo administrativo, os remédios concorrenciais também podem gerar efeitos na esfera de terceiros. Essa afirmação é especialmente verdadeira no caso da alienação do controle de companhia, situação na qual a legislação societária garante diversos direitos aos acionistas minoritários.

#### **4. Alienação do controle societário e direito dos acionistas.**

A alienação do controle societário<sup>57-58</sup> é prevista expressamen-

---

do remédio concorrencial: (i) existência de nexo de causalidade entre o dano à concorrência e o ato de concentração; (ii) ausência de efeitos líquidos negativos causados pela aplicação do remédio; (iii) consistência do remédio proposto com o dano concorrencial; (iv) suficiência do remédio para endereçar todos os problemas concorrenciais; (v) proporcionalidade do ônus gerado às partes do ato de concentração em relação ao dano que se pretende corrigir; (vi) confirmação de que o remédio é o menos restritivo possível; (vii) não utilização do remédio como instrumento de regulação ou planejamento setorial; (viii) alta probabilidade de os efeitos positivos do remédio ocorrerem; (ix) possibilidade de implementação do remédio do ponto de vista prático; (x) possibilidade de implementação do remédio no menor período de tempo possível; (xi) transparência dos remédios; e (xii) ausência de problemas em outros mercados gerados pela aplicação do remédio (MATTOS, César. Remédios em atos de concentração: a experiência internacional e o Brasil. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de; RUIZ, Ricardo Machado (Orgs.). *Remédios antitruste*. São Paulo: Singular, 2011, p. 62-66).

57 Adota-se, para fins deste estudo, o significado amplo de alienação preceituado por Pontes de Miranda: “[a]lienar é tornar de outrem, passar de mãos alheias. Quem renuncia pratica apenas metade disso; tal como quem abandona. Quem aliena pratica todo o ato, transfere” (MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. 14, p. 212).

58 Apesar de, neste estudo, utilizar-se a expressão “alienação de controle”, com o objetivo de aproximar-se da expressão utilizada pela Lei nº 12.529/2011 (“transferência do controle socie-

te como remédio concorrencial passível de ser utilizado pelo CADE para neutralizar os efeitos danosos de um ato de concentração ou conduta<sup>59</sup>.

Conforme já visto, no entanto, a imposição da alienação do controle pela autoridade concorrencial deve: (i) obedecer aos limites legais e constitucionais aplicáveis aos remédios concorrenciais (como forma de atuação estatal sobre a economia), em especial os parâmetros de adequabilidade, necessidade e proporcionalidade; e (ii) respeitar os direitos patrimoniais de terceiros eventualmente afetados pela medida da autoridade concorrencial.

No caso da alienação do controle, a legislação societária concede aos acionistas minoritários algumas garantias, que não podem ser ignoradas pelo direito concorrencial.

Desse modo, cumpre analisar brevemente: (i) a relevância do controle societário para o direito concorrencial, que justifica a determinação de sua alienação como remédio concorrencial; e (ii) as garantias conferidas pelo direito societário a acionistas minoritários na alienação do poder de controle.

#### **4.1. Poder de controle.**

O poder de controle é de fato e não jurídico, garantido a uma pessoa ou grupo de pessoas pela quantidade de ações com direito a

---

tário”), é necessário esclarecer que, nesses casos, o bem alienado é o conjunto de ações que asseguram o controle da companhia, pois “o poder de controle não é bem do patrimônio que possa ser alienado – somente pode ser transferido mediante alienação da propriedade das ações que constituem o bloco de controle (ou de parte do conteúdo dessa propriedade pela constituição de usufruto com atribuição do direito de voto ao usufrutuário)”. (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2, p. 1999).

59 Vide o artigo 38, V, da Lei nº 12.529/2011: “Art. 38. Sem prejuízo das penas cominadas no art. 37 desta Lei, quando assim exigir a gravidade dos fatos ou o interesse público geral, poderão ser impostas as seguintes penas, isolada ou cumulativamente: [...] V – a cisão de sociedade, transferência de controle societário, venda de ativos ou cessação parcial de atividade”.

voto formadora da maioria nas deliberações da assembleia geral. Não é bem do patrimônio, objeto de direito apreciável economicamente; é resultante apenas pela reunião de número suficiente titularidade de direitos de voto para assegurar a maioria nas deliberações da assembleia geral<sup>60</sup>.

Não há na LSA qualquer dispositivo que confira ou assegure o poder de controle. Este existe em razão do bloco de controle. O acionista controlador não tem tutela jurisdicional para obter o poder de controle, a não ser se exercido através do voto nas deliberações sociais<sup>61</sup>. Posto isso, o acionista controlador não é sujeito ativo de poder de controle que o deterá enquanto “titular (sujeito ativo) de direitos de voto em número suficiente para lhe assegurar a maioria nas deliberações da assembleia geral”<sup>62</sup>.

A aquisição do poder de controle está ligada à existência prévia do bloco de controle, conceitos dissociáveis, pois adquirir o poder de controle é ter o poder de fato de controlar a companhia, enquanto adquirir o bloco de controle é se tornar titular dos direitos das ações que o compõe<sup>63</sup>.

Assim, a aquisição do poder de controle poderá ser originária

---

60 O poder de controle “nasce do fato da reunião na mesma pessoa (ou grupo de pessoas) da quantidade de ações cujos direitos de voto, quando exercidos no mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações da assembleia geral. Não é, portanto, bem do patrimônio no sentido de objeto de direito subjetivo apreciável economicamente” (Ibidem. p. 827).

61 “Essa natureza do poder de controle fica evidente quando considera que (a) não há norma que confira ou assegure o poder de controle: ele nasce do fato da formação do bloco de controle e deixa de existir com a sua dissolução; (b) o poder de controle não é objeto de direito: não pode ser adquirido, nem transferido independentemente do bloco de controle, que é sua fonte e (c) o poder de controle não é direito subjetivo: o acionista controlador não pode pedir a tutela do Estado para obter que esse poder seja respeitado, a não ser quando se manifesta por meio de exercício regular do direito (ou poder jurídico) de voto nas deliberações da Assembleia Geral”. (Idem. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 827-828).

62 Ibidem. p. 828.

63 Loc. cit.

ou derivada. A aquisição será originária quando o poder de controle adquirido é resultante da formação – no patrimônio de uma pessoa ou grupo de pessoas – de bloco de controle que, antes, não existia no patrimônio de outra. Acrescenta-se que a aquisição de ações adicionais à quantidade de ações que passa a atribuir o poder de controle que não existia, bem como a celebração de acordo de acionistas ou a constituição de sociedade *holding*, são modos de aquisição originária de controle<sup>64</sup>.

Já a aquisição derivada ocorrerá quando o poder de controle adquirido é resultante de determinado fato jurídico, cujo efeito seja a transmissão da propriedade do bloco de controle detido anteriormente por uma pessoa (ou grupo de pessoas)<sup>65</sup>.

A perda do controle do poder de controle ocorrerá, por exemplo, pela repartição da propriedade das ações, ou pela modificação de situação de fato (i.e., o acionista que controla a companhia de forma minoritária, com menos da metade mais uma das ações com direito de voto, pode se transformar em minoritário, independentemente de negócio jurídico de transmissão de ações, se a parcela majoritária é adquirida originalmente para a formação do bloco de controle por

---

64 Nesse sentido, formação do grupo controlador por acordo de acionistas também é aquisição originária, tal como na subscrição de aumento de capital ou na oferta pública para aquisição de controle como negócio de formação originária de bloco de controle. “A aquisição originária pode ocorrer, por exemplo, quando o acionista que possuía ações em número insuficiente para assegurar o poder de controle adquire quantidade adicional de ações que, também consideradas separadamente, não atribuem esse poder, mas cuja agregação às anteriormente possuídas cria o bloco de controle. Nesse caso, as ações adicionais são adquiridas como coisas singulares, e não como bloco de controle, e este nasce – originalmente – no patrimônio do acionista pelo fato de agregação das ações novas e antigas”. (Loc. cit.).

65 “A aquisição derivada do poder de controle pressupõe sua transferência por pessoa que o detenha, e como o controle é poder de fato fundado no bloco de controle, sua transferência entre pessoas pressupõe a transmissão da propriedade do conjunto de ações, que é a fonte desse poder. Para que possa ocorrer a transferência do poder de controle é indispensável, portanto, (a) a existência do bloco de controle, como universalidade, no patrimônio de uma pessoa (ou grupo de pessoas), e (b) fato jurídico cujo efeito seja a transmissão da propriedade desse conjunto de ações” (Ibidem. p. 829).

meio de concentração dessas ações no patrimônio de uma pessoa ou grupo de pessoas, como no caso de celebração de acordo de acionistas ou constituição de *holding*).

A aquisição, transferência e perda do poder de controle “são reconhecidos e conceituados pela lei para efeito de enunciar normas de comportamento cujos destinatários são pessoas que ocupam as posições jurídicas da estrutura da sociedade”<sup>66-67</sup>.

Algumas discussões podem surgir quando ocorre a alteração no bloco de controle ou a formação do bloco de controle no que tange à modificação da estrutura da companhia. Por estrutura da companhia pode-se entender a orientação para um objetivo ou fim comum, de forma hierarquizada, mediante sistema de órgãos e papéis sociais organizados, compreendendo relações de subordinação ao exercício de poder dos órgãos ou cargos sobre os de outro, com o dever de cumprir as ordens recebidas. A estrutura é a organização social do contrato associativo da companhia, que compreende os sócios e membros dos órgãos sociais, bem como os empregados<sup>68</sup>.

Nesse passo, a formação do bloco de controle não acarreta modificação na estrutura formal da companhia; da mesma maneira, as alterações das participações acionárias dentro desse bloco de controle não acarretam modificação na estrutura da sociedade. Entretanto

---

66 Loc. cit.

67 “Aquisição, transferência e perda do poder de controle são expressões que têm significado jurídico preciso e unívoco: o bloco de controle é um conjunto de ações, e as ações da companhia – como valores mobiliários – são consideradas pela lei objetos de direito, na categoria das coisas móveis. Adquirir, transferir ou perder o bloco de controle é adquirir, transferir ou perder a propriedade das ações, coisas singulares que forma o bloco de controle, como universalidade de fato” (Ibidem. p. 889).

68 “A organização social criada pelo contrato da companhia é um sistema de ação coletiva, ou conjunto organizado de atos de diversos agentes (os acionistas e os ocupantes dos papéis dos órgãos da companhia), e órgãos da companhia são os subconjuntos de papéis desse sistema com funções especializadas definidas normativamente pelo sistema jurídico da companhia”. (Ibidem. p. 775).

to, tanto a formação do bloco de controle quanto as alterações da composição acionária dentro desse bloco modificam de fato a distribuição do poder na companhia<sup>69</sup>.

#### **4.2. O controle societário e sua relevância para o direito concorrencial.**

A LSA claramente buscou disciplinar a figura do acionista controlador tomando por base o controle majoritário<sup>70-71</sup> ao buscar a maioria pré-constituída às reuniões dos órgãos sociais. “A lei define como acionista controlador a pessoa, ou grupo de pessoas, titulares de direito de sócio que formam essa maioria pré-constituída, e o poder exercido pelo acionista controlador é designado poder de controle”. Destarte, destaca-se na LSA a importância da definição do acio-

---

69 “A formação do bloco de controle não modifica a estrutura formal da companhia, na qual o poder político continua a ser exercido pela Assembleia Geral, deliberando pela maioria dos sócios. Nada obstante, modifica de fato – e de modo importante – a distribuição do poder na companhia, pois: (a) o poder político, que segundo a lei somente se manifesta por ocasião das reuniões da Assembleia Geral, passa a ser exercido – de modo permanente – pelo acionista controlador; (b) o acionista controlador passa a exercer – de fato – a função de administrador supremo da companhia, ainda que não ocupe cargo dos órgãos de administração; e (c) o acionista controlador pode tomar decisões sobre os negócios da companhia independentemente da reunião da Assembleia Geral porque a titularidade dos direitos de voto lhe asseguram que suas decisões serão formalmente ratificadas pela Assembleia”. (Ibidem. p. 830).

70 “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. [...] Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder”.

71 “Nas companhias em que a propriedade das ações com direito de voto se acha pulverizada entre grande número de pessoas, a maioria dos acionistas somente existe e pode ser identificada durante as reuniões da Assembleia Geral; e seus membros variam em função da polarização dos acionistas ao exercerem o direito de voto a favor ou contra cada proposta submetida à deliberação do órgão” (Ibidem. p. 826).

nista controlador baseado na maioria pré-constituída para exercício do poder de controle<sup>72</sup>.

A LSA qualifica como controlador o acionista ou grupo de acionistas que é titular de ações com direito a voto que lhe assegurem (a) prevalecer, de modo permanente<sup>73</sup>, nas votações das assembleias gerais e (b) eleger a maioria dos administradores, contanto que tais poderes sejam efetivamente utilizados para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia<sup>74</sup>. Nesse contexto, o controlador é quem determina a orientação dos negócios do agente econômico, “fazendo prevalecer, de modo permanente, sua vontade nas decisões assembleares, elegendo a maioria dos administradores da companhia e utilizando o seu poder para determinar, efetivamente, os rumos da sociedade”<sup>75</sup>.

Perceba-se que o acionista controlador é a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, definido a partir da presença, cumulativa, de quatro requisitos: 1) titularidade de direitos de sócio que lhe assegurem, 2) de modo permanente, 3) a maioria de votos nas deliberações da assembleia geral e a eleição da maioria dos membros dos órgãos de administração da companhia; e 4) uso efetivo do poder

---

72 Ibidem. p. 813.

73 A doutrina geralmente caracterizava a prevalência em assembleias de modo permanente conforme a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 401/1976, atualmente revogada. Tal resolução, em seu item IV, definia como controlador “a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia”. Esse respeito, cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1, p. 669.

74 Conforme o artigo 116 da LSA: “Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

75 Ibidem. p. 668.

para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O requisito da titularidade de votos abrange a hipótese de esses direitos serem exercidos por usufrutuário de ações que garantam o exercício do direito de voto<sup>76</sup>. Assim, pode-se concluir que o controlador tem a qualidade de acionista, pois os direitos de voto são conferidos pelas ações a seus proprietários, mas a LSA usa “titular” de ações para abranger o usufrutuário. A LSA adota o princípio da indivisibilidade da ação e da incidibilidade da ação (separação dos direitos decorrentes da ação), sendo nulo o negócio jurídico pelo qual o acionista cede a terceiros um dos direitos que integram a ação, ressalvadas as exceções expressas como no caso do usufruto. Por seu turno, no mútuo de ações, o domínio (propriedade) é transferido ao mutuante, que se compromete a devolvê-las no vencimento do contrato<sup>77</sup>.

---

76 “O direito de voto não pode ser transferido separadamente da propriedade de ação, mas a lei admite que o instrumento que institui usufruto possa atribuir o direito de voto ao usufrutuário, ao nu-proprietário, ou distribuí-lo entre ambos; e como é controvertido se o usufrutuário é acionista, a lei refere-se a titular dos direitos de sócio para não deixar dúvida de que o usufrutuário que exerce o direito de voto (e o poder de controle) tem os deveres e responsabilidades de acionista controlador” (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 815-816).

77 O empréstimo de ações representa um contato de mútuo, regido pelos artigos 586 a 592 do Código Civil, em que devem ser restituídas ao mutuante em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade, em que o domínio (propriedade) das ações é transferido ao mutuante, que se compromete a devolver ao dador do empréstimo títulos da mesma espécie, emissor e classe ao final do prazo do contrato. A transferência de propriedade é fundamental no empréstimo de ações, permitindo ao tomador do empréstimo vender a ação sem possuí-la originalmente e sem precisar adquiri-la no mercado. O empréstimo não pode ser confundido com contrato de locação de coisas, não fungíveis (artigos 565 a 578, do Código Civil), ou com o comodato, empréstimo gratuito de coisas não fungíveis (artigos 579 a 585 do Código Civil). Em ambos os casos a propriedade da coisa não é transferida, mas apenas o uso e gozo, diferente do mútuo. O tomador celebra contrato de mútuo de ações, nos termos dos artigos 586 e 587 do Código Civil, e assume a posição de proprietário das ações, que lhe permitiria delas dispor livremente desde que as restituam, na mesma qualidade e quantidade, na data de vencimento do contrato de mútuo ou do “aluguel” de ações, como é conhecido no mercado.

O segundo requisito – também previsto na alínea *a* do artigo 116 – exige que o titular do controle possua este poder em caráter permanente. O poder de modo permanente nas assembleias gerais exclui do conceito de acionista controlador a maioria eventualmente formada nas deliberações de uma ou algumas assembleias gerais. O fato de diversos acionistas votarem no mesmo sentido não os caracterizam como acionista controlador. “[P]ermanente significa contínuo, ininterrupto ou constante”<sup>78</sup>. Porém, não é sinônimo de eternidade<sup>79</sup>. O que a LSA pretende sinalizar é que para haver controle é necessária certa *habitualidade* no seu exercício, a qual não pode ser fruto de convergências esporádicas de interesse, mas sim da formação de um autêntico centro autônomo de imputação de direitos e deveres, correspondente à figura do acionista controlador. Em se tratando de controlador majoritário, a identificação desse centro autônomo é relativamente fácil, pois basta checar quem possui a maioria absoluta dos direitos de sócio<sup>80</sup>.

O que importa destacar, neste momento, é que a LSA não fixa critérios para aferir a permanência do controle, limitando-se a impor esse requisito. Coube então à realidade prática a busca dessa definição pelos reguladores: Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

---

78 Ibidem. p. 816.

79 “Não se exige que o poder de controle seja eterno, incontrastável ou imune a qualquer ameaça. Nenhum poder social possui essas características. É, sim, requisito da definição o fato de o poder não ser conjuntural ou esporádico, caso em que de poder não se cuidaria. O poder exige estabilidade, mas não imutabilidade”. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 305).

80 “O controle é dito absoluto quando o acionista controlador possui a maioria absoluta (metade mais um) dos votos conferidos por todas as ações do capital social, e relativo quando o número de votos de que o acionista é titular, embora não assegure a maioria absoluta, é suficiente para garantir a maioria dos acionistas que comparecem às reuniões da Assembleia, uma vez que, em regra, nem todos participam das reuniões. Para a lei é acionista controlador tanto o titular da maioria absoluta de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembleias”. (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 816-7).

A Resolução do CMN nº 401/1976, que regulamentou o antigo artigo 254 da LSA, no que tange à alienação do controle de companhia aberta, considerou como acionista controlador, caso haja maioria absoluta de votos:

A pessoa, ou grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia.

No mesmo sentido, a CVM, na Instrução nº 229/1995, artigo 2º, § 3º, definiu como controlador (i) aquelas pessoas pertencentes a grupo vinculado por acordo de votos, (ii) controle comum, ou (iii) representantes de um mesmo grupo de interesses, que nas três últimas assembleias detinha a maioria dos votos dos acionistas presentes, ou tenha adquirido o controle da companhia conforme previsto nos artigos 254, 255 e 257 da LSA. Assim, a CVM tem utilizado para caracterização do acionista controlador a necessidade da prevalência em três assembleias por uma pessoa ou grupo de pessoas que tenha obtido a maioria nas deliberações, mesmo que sem o atributo da permanência. Há a formação de uma maioria na deliberação, apesar de formada por uma minoria dos acionistas que efetivamente comparece à assembleia.

Cabe ressaltar que é inevitável o reconhecimento da maioria relativa, que possa ser caracterizado por alguns como “controle minoritário”. Por seu turno, não estaria sujeito ao disposto no artigo 254-A, pois o bloco de controle objeto de alienação funda-se na permanência do controle, que somente pode ser garantida com a metade mais uma das ações votantes em linha com a definição utilizada pelo artigo 116 da LSA. Portanto, o conjunto de ações que não garanta a permanência do controle não poderia ser objeto de alienação.

Assim, não seria objeto a OPA de alienação de controle, a alienação que não garanta ao comprador a prevalência de modo permanente nas deliberações sociais de forma a dirigir as atividades sociais

e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Por seu turno, caso o legislador entenda por bem estender a obrigação de realização de oferta pública na alienação de controle minoritário, deverá estabelecer um percentual limite mínimo inferior à metade mais uma das ações votantes, por exemplo, 30% ou 20% das ações votantes, conforme algumas legislações estrangeiras. Por consequência, o artigo 254-A da LSA deveria ser alterado, estabelecendo esse percentual inferior e evitando o uso da definição de bloco de controle atualmente utilizada.

Outro ponto de relevo é o requisito de exercício do poder de controle por pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas que efetivamente exerçam o poder de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Há pessoas naturais, titulares da maioria, que efetivamente não exercem o poder de controle, pois o poder de controle constitui um fato jurídico<sup>81</sup>. Nem todo titular desse poder o exerce efetivamente. Pode haver situações em que o acionista controlador se omite, fazendo com que os rumos da companhia passem a ser ditados por outros sujeitos, como os acionistas minoritários ou os próprios administradores. Porém, mesmo quando não atua, a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, controladora não perde esse *status*. Pode voltar a exercê-lo, a qualquer tempo, inclusive para eventualmente destituir os administradores. Entretanto, no caso de o controle ser exercido por pessoa jurídica, o artigo 243, § 2º, da LSA não exige o exercício desse poder, pois se presume que a pessoa jurídica irá exercer o controle inerente à sua atividade<sup>82</sup>.

---

81 “Fato jurídico é o nome que se dá a todo fato do mundo real sobre o qual incide norma jurídica. Quando acontece, no mundo real, aquilo que estava previsto na norma, esta cai sobre o fato, qualificando-o como jurídico; tem ele, então, existência jurídica”. (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 7ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 23).

82 Exposição de Motivos da LSA: “O conceito de sociedade controladora corresponde ao de acionista controlador, do parágrafo único do artigo 116, com as adaptações necessárias para compreender quaisquer formas de sociedades controladas (e não apenas a de companhia) e a

[O] conceito de sociedade controladora e controlada assemelha-se ao de acionista controlador, com a peculiaridade de que, entre [pessoas jurídicas], não se exige o uso efetivo do poder de controle para caracterizar a sociedade controladora exige-se, de modo permanente, a titularidade do direito de eleger a maioria dos administradores e de assegurar a preponderância nas deliberações da assembleia geral, mas não se exige o exercício efetivo de tais direitos<sup>83</sup>.

Tal constatação é importante para elucidar dois pontos. Primeiro, o de que o controlador omissor, pessoa natural ou jurídica, pode transferir o poder de controle a terceiros, sujeitando-se a regras especiais que regulam essa transferência. Segundo, o controlador omissor, pessoa natural, não pode ser responsabilizado por eventual abuso de poder cometido contra os acionistas minoritários. E aqui se ingressa na alínea *b* do artigo 116. Por outro lado, o controlador, sendo pessoa jurídica, não há que se falar em omissão, pois a pessoa jurídica existe para realizar seu objeto social (participação em outras sociedades) e exerce seus direitos de acionista. Destarte, assume as responsabilidades inerentes do acionista controlador.

Com efeito, o requisito do efetivo exercício do poder de controle não é necessário para caracterizar a existência do controlador, já que, como visto, pode haver controlador omissor. Tal requisito é necessário apenas para responsabilizá-lo. Explique-se. Para a generalidade dos acionistas, o exercício do direito de voto deve se dar para satisfazer os interesses sociais e não o do próprio acionista. Deve-se buscar o interesse social mesmo que haja interesses antagônicos dos sócios. O interesse social é a vontade manifestada em assembleia,

---

possibilidade de controle indireto, através de cadeia ou pirâmide de sociedades. Além disso, não se requer, no caso de sociedades, o efetivo exercício do poder de dirigir as atividades das sociedades controladas, que se presume nas relações intersocietárias”.

83 SILVA, Alexandre Couto; BARBI, Otávio Vieira. Influência significativa em coligada à luz do artigo 243 da lei n. 6.404/76. In: ROCHA, Sergio André (Coord.). *Direito tributário, societário e a reforma da lei das S/A*. São Paulo: Quartier Latin. 2010. v. 2, p. 30.

sustentada pela vontade coletiva dos sócios. O interesse social serve como balizador do dever de voto e de atuação dos sócios, desde que não seja antagônico com o interesse social<sup>84</sup>. Para o acionista controlador, porém, o regime é diverso. Justamente porque detém o poder de influir diretamente sobre os rumos da companhia, seu regime de deveres e responsabilidades é mais acentuado, como se percebe da leitura do artigo 116, parágrafo único, da LSA<sup>85</sup>. Porém, a incidência desse regime mais gravoso pressupõe que o acionista controlador efetivamente se comporte como tal, conduzindo de fato os rumos da companhia. Afinal, não faria sentido responsabilizar a pessoa natural que não agiu e, conseqüentemente, não participou do nexo causal. Ou seja, mesmo que a pessoa natural detenha o poder de controle societário em caráter estável e permanente, não pode ser responsabilizada, de maneira mais gravosa, quando não houver exercido efetivamente esse poder.

Em suma, uma coisa é a existência do poder de controle societário, outra é o seu efetivo exercício. Para caracterizar a existência do poder de controle, como fato jurídico, basta a presença cumulativa dos requisitos previstos na alínea *a* do artigo 116 da LSA (maioria de votos nas deliberações assembleares, capaz de eleger a maioria dos administradores, o exercício desse direito de modo permanente). Porém, para responsabilizar o controlador, pessoa natural, em decorrência de ilícitos cometidos na condução da companhia, é preciso provar também o requisito da alínea *b* (efetivo exercício do poder de contro-

---

84 *Vide* a redação do artigo 115, *caput* e § 3º, da LSA: “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. [...] § 3º O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido”.

85 “Art. 116. [...] Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

le). O exercício desse poder não é requisito para o controlador pessoa jurídica<sup>86-87</sup>.

Por todo o exposto, cabe salientar que o controle societário se caracteriza como fato, que deve ser verificado no caso concreto, tendo em vista que a própria LSA estabelece o critério do uso efetivo do poder de controle para a caracterização do controlador<sup>88</sup>.

Adolf Berle e Gardiner Means identificam três formas pelas quais o controle pode influenciar os negócios da companhia. Segundo os autores, o controlador pode: (i) influenciar ou induzir a administração na orientação dos negócios da companhia; (ii) exercer direitos inerentes ao controle, como o direito de eleger a maioria dos membros da administração (diretoria ou conselho de administração, se houver); e (iii) afetar a companhia em razão de negócios e atos jurídicos não diretamente ligados às suas atividades, como a alienação do controle<sup>89</sup>.

A LSA, como já mencionado, tratou apenas duas modalidades de controle, direto (artigo 116) e indireto (artigo 243), apesar de algu-

---

86 "Art. 243. [...] § 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores".

87 Veja-se, a propósito, a Nota de Esclarecimento nº 4 do CAF: BRASIL. Comitê de Aquisições e Fusões – CAF. Notas de Esclarecimentos. São Paulo: Comitê de Aquisições e Fusões – CAF. Disponível em <http://www.cafbrasil.org.br/website/normas.asp#notas>. Acesso em 16 maio 2014. "O conceito de Acionista Controlador também compreende a 'Sociedade Controladora' entendida como a sociedade que é titular de direitos de sócio que lhe assegure, diretamente ou através de outras controladas, o Poder de Controle sobre outra(s) sociedade(s)".

88 "Dessa forma, não será considerado acionista controlador, para os efeitos da Lei das S.A., a pessoa que, embora detendo quantidade de ações que, em tese, lhe assegure a maioria dos votos em assembleia geral, não utiliza efetivamente tal poder para impor sua vontade na condução direta dos negócios sociais e na eleição da maioria dos administradores" (EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 669).

89 BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. 10ª. ed. New Jersey: Transaction Publishers, 2005, p. 212.

mas de legislações estrangeiras e de a doutrina utilizarem essa distinção, tratando apenas da modalidade de controle interno, na figura do acionista controlador (arts. 116 e 117) e de alguns aspectos do controle gerencial (arts. 153 a 160), sem, contudo, abordar o controle externo<sup>90-91-92</sup>.

Por outro lado, nos termos do artigo 243 da LSA, a influência significativa subjetiva ocorrerá quando a investidora detiver ou exercer o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. A influência significativa será presumida de forma objetiva quando a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

Em razão da capacidade de determinar e orientar a conduta da companhia, o poder de controle possui especial relevância na análise concorrencial de um negócio jurídico. Nesse sentido, a jurisprudência do CADE<sup>93</sup> indica que as participações societárias podem ser classificadas da seguinte forma: (i) participação societária ativa, quando o acionista detém o poder de controle ou influência relevante nas atividades da companhia; e (ii) participação societária passiva, nos casos em que a participação societária tiver caráter meramente financeiro (isto é, recebimento de dividendos)<sup>94</sup>.

A participação societária passiva, ainda que pouco relevante no ponto de vista da tomada de decisão no âmbito da companhia, é

---

90 Veja também CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª. ed. São Paulo: Saraiva, 1998. v. 2, p. 431.

91 FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 831-832.

92 Ibidem. p. 833-834.

93 *Vide*, principalmente, o caso referente à aquisição indireta de participação societária na Telecom Itália S.p.A. pela Telco S.p.A. (CADE, ato de concentração nº 53500.012487/2007, Relator Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, aprovado com restrições em 28 de abril de 2010).

94 Conforme demonstrado no ato de concentração nº 53500.012487/2007, o CADE ainda classifica participações societárias passivas segundo a sua capacidade de permitir ou não o acesso a informações relevantes da companhia.

capaz de gerar efeitos anticompetitivos, especialmente no caso de aquisição de participação no capital social de um agente pelo seu concorrente<sup>95</sup>. Portanto, não há dúvidas de que o controle societário (ou mesmo da participação minoritária, que confere ao seu detentor influência relevante) é um fator de grande importância na dinâmica concorrencial, o que justifica a possibilidade de o CADE determinar sua alienação como medida para remediar uma operação potencialmente danosa.

#### **4.3. Os direitos dos acionistas minoritários na alienação de controle.**

A organização da atividade econômica sob a forma de sociedade anônima gera certo grau de dissociação entre o poder de controle e a propriedade da sociedade. Por força do princípio majoritário<sup>96</sup>, o acionista ou grupo de acionistas detentor da maioria das ações com direito a voto tem o poder de controlar a companhia e orientar suas atividades. Consequentemente, o acionista controlador administra patrimônio que, em parte, pertence a terceiros<sup>97</sup>.

---

95 “Participações societárias minoritárias desprovidas de controle e de influência relevante (ou seja, passivas), em alguns casos, podem gerar graves efeitos anticoncorrenciais, especialmente quando envolverem a aquisição de capital acionário de rivais” (parágrafo 60 do voto proferido pelo Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no ato de concentração nº 53500.012487/2007).

96 “Princípio majoritário é a regra do regime de funcionamento dos órgãos de deliberação colegiada da companhia segundo a qual as deliberações são tomadas por maioria de votos e, quando conformes com a lei e o estatuto social, vinculam todos os membros, ainda que ausentes ou dissidentes” (Ibidem. p. 808).

97 O fenômeno da separação entre controle e propriedade foi notado por Berle e Means, que estudaram tal fenômeno nas companhias abertas norte-americanas no começo da década de 1930. Os autores identificaram que a separação seria inerente à organização societária, mas sua intensidade poderia variar em função da dispersão da estrutura societária da companhia. De um lado, haveria o controle majoritário, no qual o controlador detém a maioria das ações com direito a voto. De outro, haveria o controle gerencial, nas companhias em que a estrutura societária é tão pulverizada que nenhum acionista detém participação relevante individualmen-

A LSA confere grande importância ao acionista controlador, o “verdadeiro empresário, o criador de riquezas”<sup>98</sup>. Se de um lado a lei societária garantiu ao controlador poderes para administrar e orientar os negócios da companhia, de outro estabeleceu instrumentos de proteção aos acionistas minoritários<sup>99</sup>.

Nesse contexto, a legislação societária busca proteger o acionista minoritário também no caso de alienação do controle. Os direitos do acionista minoritário, de natureza privada, podem conflitar com os interesses públicos relacionados à alienação de controle forçada, com base na aplicação de remédio concorrencial. Nesses casos, é necessário conciliar os interesses públicos e privados, de forma que ambos sejam adequadamente atendidos.

Desse modo, cumpre analisar brevemente as principais prote-

---

te, ficando o controle societário a cargo dos administradores (que não necessariamente têm participação na companhia). O controle minoritário seria uma hipótese minoritária; neste caso, um acionista minoritário, com participação relevante, seria capaz de se coordenar com outros acionistas para formar a maioria do capital votante. Neste contexto, os autores afirmam: “[i]n each of these types, majority control, minority control, and management control, the separation of ownership from control has become effective – a large body of security holders has been created who exercise virtually no control over wealth which they or their predecessors in interest have contributed to the enterprise” (BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. Op. cit. p. 6).

98 FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 3ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1, p. 154.

99 “Os sistemas legislativos e as construções jurisprudenciais, relativamente às sociedades anônimas, adotam normas e conceitos, visando à proteção das minorias, substancialmente equivalentes. A vasta bibliografia existente sobre o assunto evidencia que, de par com certos direitos chamados ‘intangíveis’ assegurados aos acionistas individuais e que a Assembleia não pode violar, são consagradas restrições às deliberações majoritárias com fundamento em ‘abuso de direito’, ‘desvio’ ou ‘excesso de poder’, ‘relatividade de voto’, ‘fraud on the minority’, ‘fairness’, e ‘fiduciary relationship’, ou, ainda, com base na doutrina ‘ultra vires’ ou na teoria institucional. Todos esses fundamentos invocados para a proteção dos minoritários – em que pesem as especificidades dos respectivos sistemas jurídicos – são permeados pela mesma noção básica de que o comportamento da maioria deve ser balizado por boa-fé e no interesse comum dos sócios, ou da companhia, vale dizer, da razão pela qual se associaram; tal interesse comum é definido no momento em que se constitui a sociedade – e, pois, no seu estatuto – pelo qual todas as deliberações, máxime as que alteram o estatuto, só são lícitas se visam ao interesse da sociedade” (Idem. *A Lei das S.A.* 2ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2, p. 230).

ções conferidas a acionistas minoritários pela LSA nos seguintes casos: (i) venda de ações pertencentes ao bloco de controle de companhia aberta; (ii) reorganização societária (fusão, cisão e incorporação)<sup>100</sup>; e (iii) alienação de controle de companhia cujo acordo de acionistas restrinja a transferência de ações.

#### **4.3.1. Alienação de controle de companhia aberta e o direito de venda conjunta.**

O artigo 254-A da LSA determina que a alienação do controle da companhia aberta seja condicionada, de forma suspensiva ou resolutiva<sup>101</sup>, à realização de oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de minoritários, assegurando preço equivalente a no mínimo de 80% daquele pago às ações integrantes do bloco de controle<sup>102</sup>. O adquirente das ações do bloco de controle pode oferecer, alternativamente, a opção para que os acionistas minoritários perma-

---

100 A cisão é prevista expressamente como remédio concorrencial no artigo 61, § 2º, II, da Lei nº 12.529/2011. Apesar de a incorporação, incorporação de ações e fusão não serem expressamente previstas, elas podem ser utilizadas com base no artigo 61, § 2º, VI, da Lei nº 12.529/2011, que permite ao CADE adotar “qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica”.

101 A condição suspensiva é definida pelo artigo 125 da Lei nº 10.406/2002, que determina: “[s]ubordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa”. Já no caso da condição resolutiva, conforme o artigo 127 da Lei nº 10.406/2002, “enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido”.

102 “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta 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% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle”. O § 1º deste dispositivo esclarece que a alienação de controle é entendida como a “transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade”.

neçam na companhia, “mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle”<sup>103</sup>.

O direito de venda conjunta para acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto, estabelecido no artigo 254-A, é aplicável no caso de companhias abertas que têm um acionista controlador definido. Sendo assim, a alienação do controle ocorre por negócio de natureza privada, entre o acionista controlador e o adquirente do controle acionário<sup>104</sup>.

A oferta pública de aquisição decorrente da alienação de controle tem como objetivo permitir o compartilhamento do ágio (prêmio) auferido na venda do controle acionário. Segundo Nelson Eizirik<sup>105</sup>, esta proteção fundamenta-se, principalmente, nos seguintes fatos: (i) os acionistas minoritários também contribuem para a valorização patrimonial representada pelo prêmio do poder de controle; e (ii) o valor pago pela venda de controle inclui o pagamento por intangíveis que também pertencem aos minoritários. Além disso, há casos em que os acionistas minoritários possuem uma relação de confiança com o controlador, e, portanto, a simples mudança de comando pode motivar o seu desejo de se retirar da companhia<sup>106</sup>.

Assim, a oferta pública de aquisição disposta no artigo 254-A da LSA tem o objetivo de garantir tratamento equitativo<sup>107</sup> aos acionis-

---

103 Artigo 254-A, § 4º, da Lei nº 6.404/1976.

104 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3, p. 413.

105 *Ibidem*. p. 416.

106 “A realização da oferta pública obrigatória baseia-se no entendimento de que não se pode impor ao acionista minoritário um novo controlador, com o qual ele não mantém uma relação fiduciária. Dessa forma, também sob este aspecto, é justificável a possibilidade concedida ao acionista minoritário de se desligar da sociedade, alienando suas ações por ocasião da OPA”. (*Ibidem*. p. 417).

107 Conforme o artigo 4º, II, da Instrução CVM nº 361/2002, “a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma

tas minoritários com direito a voto na alienação onerosa do controle acionário.

#### **4.3.2. As reorganizações societárias e o direito de retirada.**

Nas operações de reorganização societária (consideradas neste estudo como as operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações) não há negócio jurídico de alienação do controle acionário, do ponto de vista do direito societário, mas sim versão de patrimônio de uma sociedade para outra<sup>108</sup>, que pode causar a mudança de controle.

---

decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA". O tratamento equitativo, no entanto, não deve ser confundido com o tratamento igualitário, que não foi resgatado pela alteração da Lei nº 6.404/1976 efetivada pela Lei nº 10.303/2001. Nesse sentido, Nelson Eizirik afirma: "ao invés de obrigar o adquirente do controle a oferecer aos minoritários as mesmas condições contratadas com o antigo controlador, a Lei n. 10.303/2011, ao introduzir na Lei das S.A. o artigo 254-A, determinou que ele deve pagar aos minoritários preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle. Dessa forma, não se restaurou o princípio do tratamento igualitário contido, originalmente, no artigo 254, mas, ao contrário, consagrou-se, expressamente, a atribuição de um valor econômico ao bloco de controle da companhia aberta, justificando-se, pois, que as ações que integram tal bloco recebam um preço superior ao dos acionistas minoritários, por ocasião de sua alienação" (Ibidem. p. 421).

108 "Na incorporação, fusão e cisão não há operação de alienação de ações do bloco de controle: as ações são transferidas como um dos elementos do patrimônio da sociedade controlada participante da operação. Não há preço de alienação das sociedades do bloco de controle, pois os patrimônios das sociedades objeto da operação são avaliados como universalidades, para determinação da relação de troca entre as ações emitidas em virtude da operação e as ações que serão extintas e substituídas. Na avaliação de cada patrimônio, como acontece em universalidades, a soma algébrica dos elementos ativos e passivos geralmente não corresponde ao valor do patrimônio, pois o fato de estarem reunidos e organizados lhes acrescenta valor; além disso, o valor do bloco de controle também constitui intangível. Acresce que o adquirente do controle através de incorporação, fusão ou cisão pode estar participando da operação não porque tenha por objetivo adquirir o controle, mas porque procura a reestruturação das empresas envolvidas. Nesse caso, a aquisição do controle é um efeito paralelo, sendo possível que o adquirente nunca aceitasse pagar o valor (seja qual fosse atribuído) para adquirir isoladamente as ações do bloco de controle". (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. Op cit. p. 2.014).

Para fins deste estudo, no entanto, deve-se levar em consideração a questão da neutralidade do direito societário com relação a questões concorrenciais<sup>109</sup>. Ainda que as hipóteses de transferência de controle por meio da alienação de ações integrantes do bloco de controle e por meio da realização de operações de reorganização societárias – que implicam a versão de patrimônio de uma sociedade para outra – sejam essencialmente distintas na perspectiva societária, elas podem ser interpretadas de forma semelhante pelo direito concorrencial. O direito da concorrência tem seu foco voltado para a estrutura de mercado; portanto, a transferência do controle acionário é relevante para o direito concorrencial independentemente da modalidade societária pela qual ela se realizou. A defesa da concorrência preocupa-se com “o domínio do agente econômico sobre a organização empresarial alheia”<sup>110</sup>.

Diferentemente da alienação do controle acionário, as operações de reorganização societária não conferem aos acionistas minoritários o direito ao compartilhamento do prêmio de controle, pois não existe pagamento de ágio no preço das ações integrantes do bloco de controle pela sociedade que recebe o patrimônio versado<sup>111</sup>. A proteção do acionista minoritário, neste caso, se dá por meio do direito de retirada, que confere ao acionista dissidente (ou que se absteve ou se

---

109 Fabio Konder Comparato analisa as diferenças de perspectiva do direito societário e do direito concorrencial, ressaltando, no entanto, a existência de pontos de contato e a necessidade de coerência, de forma que os dois sistemas não sejam antagônicos. “Seria com efeito paradoxal o ordenamento jurídico que, de um lado, avaliasse negativamente um comportamento (direito da concorrencial) e, de outro, incentivasse sua prática do ponto de vista organizativo (direito societário)”. (COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 450).

110 Ibidem. p. 451.

111 Deve-se ressaltar, no entanto, a possibilidade da ocorrência de espécie de prêmio, por meio da relação de troca desproporcional em operações de incorporação, fusão e incorporação de ações. Para endereçar a possibilidade de obtenção de benefício particular pelo acionista controlador em incorporações, fusões e incorporações de ações com relações de troca desproporcionais, a Comissão de Valores Mobiliários emitiu o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 e o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.

ausentou da deliberação) “o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações”<sup>112</sup>.

Assim, o acionista minoritário que não votar a favor da fusão da companhia ou sua incorporação em outra<sup>113</sup> ou, ainda, da cisão da companhia<sup>114</sup> pode pleitear o seu direito de retirada no prazo de trinta dias contados da publicação da ata da assembleia geral ou especial que aprovou a matéria<sup>115</sup>.

O valor do reembolso para fins do direito de retirada não pode ser inferior ao valor do patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia geral, exceto se o estatuto social permitir que ele seja “estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação”<sup>116</sup>.

Dependendo da quantidade de acionistas que exercerem o direito de retirada e do valor de reembolso determinado de acordo com o estatuto social da companhia, nos parâmetros do artigo 45 da LSA, o direito de retirada poderá ser excessivamente oneroso. Nesse caso,

---

112 Artigo 137 da Lei nº 6.404/1976. O direito de retirada é estendido aos acionistas que se abstiveram ou se ausentaram na deliberação em questão por força do art. 137, § 2º, da Lei nº 6.404/1976.

113 Deve-se ressaltar que, segundo o artigo 137, II, da Lei nº 6.404/1976, não terá direito de retirada “o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação”.

114 Nos termos do artigo 137, III, da Lei nº 6.404/1976, a cisão só dará ensejo ao direito de retirada se houver: “a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; b) redução do dividendo obrigatório; ou c) participação em grupo de sociedades”.

115 Artigo 137, IV e V, da Lei nº 6.404/1976.

116 Artigo 45, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

a administração da companhia pode convocar assembleia geral para reconsiderar a deliberação que deu ensejo ao direito de retirada, se entender que o pagamento do valor de reembolso aos acionistas dissidentes porá em risco a estabilidade financeira da empresa<sup>117</sup>.

#### **4.3.3. Restrição à alienação de ações com base em acordo de acionistas.**

Além das proteções legais, os acionistas podem ainda ter direitos e proteções na alienação do controle acionário previstos em acordo de acionistas, no caso de haver regras sobre a compra e venda de ações e preferência para adquiri-las<sup>118</sup>.

As regras que impõem restrições à transferência de ações, também denominadas acordos de bloqueio, “têm por função restringir a transmissibilidade das ações, presentes e futuras, dos acionistas convenientes”<sup>119</sup>. Embora as partes tenham liberdade para estipular as restrições à transferência de ações em seu acordo, a prática demonstra que elas geralmente tomam a forma de<sup>120</sup>: (i) direito de primeira oferta, por meio da qual o acionista deve ofertar suas ações aos demais acionistas antes de oferecê-las a terceiros, caso pretenda vendê-las; (ii) direito de primeira recusa, segundo a qual o acionista que receber oferta de terceiros pelas suas ações deve conceder o direito

---

117 Artigo 137, § 3º, da Lei nº 6.404/1976. Esse mecanismo “constitui um instrumento de preservação da continuidade da companhia nas hipóteses em que um grande número de acionistas manifesta interesse em exercer o recesso e o preço do reembolso das ações ponha em risco a sua continuidade ou o seu equilíbrio econômico-financeiro”. (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2, p. 235).

118 *Vide* o artigo 118 da Lei nº 6.404/1976: “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede”.

119 CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 274.

120 Um estudo destas e outras restrições à transferência de ações geralmente encontradas em acordos de acionistas pode ser encontrado em CARVALHOSA, Modesto. *Op. cit.* p. 287 e ss.

de os demais acionistas as adquirirem nos mesmos termos e condições; (iii) direito de venda conjunta (*tag along*), segundo o qual os demais acionistas têm o direito de vender suas ações em conjunto no caso de venda por uma das partes do acordo; e (iv) direito de obrigar a venda conjunta (*drag along*), que permite ao acionista obrigar os demais a vender suas ações em conjunto com as dele.

A LSA confere grande eficácia ao acordo de acionistas, assegurando a execução específica de suas disposições<sup>121</sup>. Assim, o acionista que transferir as suas ações em infração ao acordo de acionistas poderá ser forçado a desfazer seu negócio jurídico; o acionista prejudicado poderá, ainda, opor os termos do acordo de acionistas ao terceiro adquirente, caso estes tenham sido averbados no livro de registro de ações<sup>122</sup>.

## **5. Direitos dos acionistas na alienação de controle determinada pelo CADE e proporcionalidade do remédio concorrencial.**

Ao longo do presente estudo, constatou-se que os remédios concorrenciais podem afetar direitos fundamentais de agentes econômicos, como o direito à propriedade privada, protegido constitucionalmente. Nesse sentido, viu-se que os remédios concorrenciais, para que tenham legitimidade – tendo em vista seus possíveis efeitos em direitos fundamentais –, devem obedecer aos parâmetros de adequabilidade, necessidade e proporcionalidade.

A utilização da alienação de controle societário como remédio concorrencial pode afetar não só o direito das partes diretamente envolvidas na operação ou prática sob análise do CADE, mas também de terceiros. Dependendo das circunstâncias do caso e da forma como o remédio concorrencial será implementado, poderá haver a

---

121 Artigo 118, §3º, da Lei nº 6.404/1976.

122 Conforme artigo 118, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

obrigação de realização de oferta pública de aquisição pelo adquirente, exercício de direito de retirada por acionistas minoritários ou a necessidade de observar os termos de eventual acordo de acionistas.

Os diferentes tipos de remédios concorrenciais são classificados em função de sua natureza e seus objetivos. Diversas classificações já foram propostas por autoridades e organismos especializados<sup>123</sup>.

Para os fins do presente estudo, é especialmente relevante a classificação proposta pela Comissão Europeia. Segundo estudo realizado pelo órgão<sup>124</sup>, os remédios devem ser classificados pelos seus objetivos. Nesse sentido, os remédios podem ter como escopo impor obrigação a agente econômico de transferir sua posição de mercado (*commitments to transfer market position*)<sup>125</sup>, retirar-se de acordos de associação ou *joint venture* (*commitments to exit from a JV*)<sup>126</sup>, garan-

---

123 A descrição sobre as classificações utilizadas pela OCDE, International Competition Network (ICN) e Comissão Europeia podem ser encontradas em MATTOS, César. Op. cit. p. 69-70.

124 COMISSÃO EUROPEIA. Merger Remedy Studies. Disponível em: “[http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies\\_study.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies_study.pdf)”. Acesso em: 4 de abril de 2015.

125 Os remédios para transferir posição de mercado seriam estruturais por natureza, pois demandariam a transferência de ativos de um agente para o outro. A exceção seria na hipótese de licenciamento de direitos de propriedade intelectual, que envolvia não só um componente estrutural, mas também comportamental (isto é, obrigação de manter licenciamento de direitos sob determinadas condições por um certo período de tempo). Assim, segundo o estudo, os remédios de transferência de posição de mercado “aimed at re-creating the competitive strength of a business in the hands of a suitable purchaser who exercises a sufficient competitive constraint on the merging parties” (COMISSÃO EUROPEIA. Merger Remedy Studies. Disponível em: “[http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies\\_study.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies_study.pdf)”. Acesso em: 4 de abril de 2015).

126 Um dos casos mais importantes na jurisprudência brasileira acerca de remédios estruturais refere-se à aplicação de remédio que impôs à saída de um agente econômico de uma joint venture. No caso referente à aquisição, por sociedade do grupo Coca-Cola, do controle da Leão Júnior S.A. (CADE, ato de concentração nº 08012.001383/2007-91, Relator Conselheiro Paulo Furquim de Azevedo, aprovado com restrições em 17 de junho de 2009), o CADE condicionou a realização da operação à saída do Grupo Coca-Cola da joint venture com o Grupo Nestlé – responsável pela produção de bebidas da marca Nestea –, um dos principais concorrentes da Leão Júnior S.A.

tir acesso a concorrentes (*commitment to grant access*)<sup>127</sup> e outros tipos obrigação<sup>128</sup>.

Dentre os remédios que têm como objetivo transferir a posição de mercado de agente econômico, a Comissão Europeia destaca: (i) alienação do controle de sociedades que já possuem um negócio viável; (ii) alienação de unidade de negócio retirada de uma estrutura empresarial mais ampla; (iii) alienação de combinação de ativos de mais de um agente econômico (estratégia denominada “*mix and match*”); e (iv) licenciamento de longo prazo de direitos de propriedade intelectual.

Os remédios estruturais referentes à transferência de posição de mercado podem apresentar problemas que limitam a sua eficácia, como a insuficiência dos ativos do ponto de vista da viabilidade econômica, dependência de agentes verticalmente relacionados (clientes ou fornecedores), limitações geográficas, questões referentes ao ciclo do produto, dentre outros<sup>129</sup>. Esses problemas são menos prováveis

---

127 Este tipo de remédio foi utilizado recentemente pelo CADE na operação referente à incorporação de ações da América Latina Logística S.A. pela Rumo Logística Operadora Multimodal S.A. (CADE, ato de concentração nº 08700.005719/2014-65, Relator Conselheiro Gilvandro Vasconcelos Coelho de Araújo, aprovado com restrições em 11 de fevereiro de 2015). No caso, o CADE condicionou a realização da operação, dentre outras obrigações, à garantia de “acesso e utilização das atividades relacionadas à Operação de maneira isonômica e não discriminatória, seja na oferta, na contratação e na prestação de (i) serviços de transporte ferroviário, (ii) serviços de transbordo, (iii) serviço de armazenagem e (iv) serviço de elevação portuária”.

128 No Brasil, o CADE já aplicou remédios que poderiam ser enquadrados nesta categoria, como: (i) a obrigação de utilizar ativos observando índices mínimos de eficiência (CADE, ato de concentração nº 08012.008378/2011-95, Relator Conselheiro Ricardo Machado Ruiz, aprovado com restrições em 10 de outubro de 2012); (ii) a obrigação da companhia para que não forneça informações relevantes a concorrente que adquiriu participação minoritária em seu capital social (CADE, ato de concentração nº 53500.012487/2007, Relator Conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, aprovado com restrições em 28 de abril de 2014); e (iii) a obrigação de garantir a portabilidade de clientes no período de quatro anos após a realização de uma operação (CADE, ato de concentração nº 08012.011736/2008-41, Conselheiro Relator César Costa Alves de Mattos, aprovado com restrições em 4 de agosto de 2010).

129 O estudo realizado pela Comissão Europeia identificou determinados problemas referentes ao escopo e à suficiência do remédio que podem limitar a sua efetividade. Assim, o estudo

de ocorrer quando se transfere o controle de uma sociedade já operacional e viável economicamente.

Não obstante, a experiência do CADE demonstra que o tipo de remédio estrutural mais utilizado é, justamente, a alienação de pacote de ativos<sup>130</sup>, sendo que um quarto dessas medidas corresponde à modalidade *mix and match*, que é mais suscetível de erros e limitações com relação à sua eficácia<sup>131</sup>. Até o momento, não há decisão de aplicação do remédio referente à venda do controle de sociedades pelo CADE, apesar de haver registros acerca da determinação da venda de participações minoritárias.

A alienação de participações societárias minoritárias já foi utilizada pelo CADE tanto para corrigir problemas estruturais do mercado (concentração) quanto para endereçar questões comportamentais de agentes econômicos.

Em caso referente à formação de cartel, no qual os seus mem-

---

aponta os seguintes potenciais problemas: “(1) insufficient consideration of upstream and/or downstream dependence (vertical relationships); (2) insufficient consideration of geographic limitations; (3) insufficient consideration of what constituted the ‘critical mass’ necessary to create a viable divested business; (4) insufficient consideration of ‘product cycle effects’; and (5) failure to delineate the proper scope of IPRs” (COMISSÃO EUROPEIA. Merger Remedy Studies. Disponível em: “[http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies\\_study.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies_study.pdf)”. Acesso em: 4 de abril de 2015).

130 Conforme recente estudo de Patricia Semensato Cabral, “33% dos remédios foram do tipo ‘venda de um pacote de ativos’; 28% do tipo ‘venda de uma unidade de negócios’; 13% do tipo ‘venda/licenciamento de ativos intangíveis’; e 20% compreendem outros tipos de remédios estruturais. Cerca de 6% dos remédios foram classificados como indisponíveis/confidenciais” (CABRAL, Patricia Semensato. Remédios em atos de concentração: uma análise da prática do CADE. Disponível em: “<http://www.seae.fazenda.gov.br>”. Acesso em: 4 de abril de 2015).

131 “Dos casos de venda de um pacote de ativos ou de venda/licenciamento de ativos críticos intangíveis, 25% envolveram remédio do tipo mix-and-match, ou seja, remédios que combinam, ou permitem que as firmas decidam combinar ou não, ativos de ambas as empresas envolvidas na fusão. As soluções mix-and-match, portanto, são minoritárias, o que é positivo dado que tais soluções em geral estão associadas a maiores riscos de erros” (CABRAL, Patricia Semensato. Remédios em atos de concentração: uma análise da prática do CADE. Disponível em: “<http://www.seae.fazenda.gov.br>”. Acesso em: 4 de abril de 2015).

bros utilizaram participações minoritárias cruzadas para dar estabilidade ao acordo<sup>132</sup>, o CADE determinou o desfazimento de tais relações, obrigando as partes a alienar as participações que detinham no capital social de seus concorrentes<sup>133</sup>. Desse modo, a autarquia utilizou a alienação de participação societária para corrigir um problema de natureza estrutural, mas que tinha resultado essencialmente de caráter comportamental, pois facilitava a uniformização de condutas dos agentes.

No âmbito do ato de concentração, o CADE também já utilizou a alienação de participação societária minoritária de concorrente para remediar concentração excessiva de mercado e a possibilidade de atuação concertada<sup>134</sup>. Segundo entendimento da autarquia, o risco de dano concorrencial permaneceria ainda que a participação minoritária tivesse propósito meramente financeiro<sup>135</sup>.

---

132 CADE, processo administrativo nº 08012.011142/2006-79, Relator Conselheiro Alessandro Octaviani Luis, julgado em 28 de maio de 2014.

133 Conforme o voto do Conselheiro Alessandro Octaviani Luis, “tais participações devem ser, absoluta e totalmente, desfeitas, tornando essas antigas ‘parceiras’ obrigatoriamente livres das cartelizadoras, criando-se mais um ponto de pressão ao cartel, gerando outro elemento de dinâmica onde o cartel quis estática, trazendo mais possibilidades de preços e estratégias distintos onde o cartel quis uniformização”.

134 CADE, ato de concentração nº 08012.009198/2011-21, Relator Conselheiro Eduardo Pontual Ribeiro, aprovado mediante a assinatura de Termo de Compromisso de Desempenho em 9 de abril de 2014.

135 Como decidido no ato de concentração nº 53500.012487/2007, mesmo a participação minoritária passiva pode causar danos concorrenciais. Neste sentido, o Conselheiro Eduardo Pontual Ribeiro afirmou em seu voto no ato de concentração nº 08012.009198/2011-21: “[a] extensa análise deste caso, incorporando as informações da longa instrução e do significativo volume de dados trazidos pela Requerente permite uma conclusão embasada de alta probabilidade de exercício de poder de mercado induzido pela participação minoritária na CSN, rival no extremamente concentrado mercado aços planos, na USIMINAS, maior empresa deste mercado relevante. Esta probabilidade se mantém mesmo que consideremos a participação minoritária geradora de, apenas, um interesse financeiro na investida. É exatamente esta participação minoritária que conduz a conclusão deste voto. Desta forma a posição da CSN sobre a USIMINAS deve ser reduzida, para retornar o mercado a patamar concorrencial compatível com aquele anterior à operação”.

Ainda que prefira a solução pela venda de conjunto de ativos, é provável que o CADE utilize a alienação do controle em casos futuros cuja complexidade justifique tal medida, tendo em vista a recomendação de órgãos de defesa da concorrência de outras jurisdições e de entidades especializadas em política concorrencial para que haja preferência pela alienação de unidades independentes e autônomas (*stand-alone business*)<sup>136</sup>.

O motivo de o CADE preferir a combinação de ativos à alienação do controle acionário – que resultaria, na maior parte das vezes, no desinvestimento de uma unidade autônoma e operacional – provavelmente tem relação com o parâmetro da proporcionalidade dos remédios concorrenciais, pois a venda de uma unidade inteira pode ser excessiva com relação ao problema que se pretende solucionar<sup>137</sup>. Ademais, tendo em vista os possíveis ônus impostos ao alienante do controle – sejam eles decorrentes da LSA, sejam decorrentes de acordo de acionistas –, soluções menos intervencionistas são preferidas pelo CADE<sup>138</sup>.

---

136 “Assim, recomenda-se sempre alienar uma combinação de ativos que seja capaz de operar de forma independente de transações/relações com o alienante, os chamados negócios autônomos (*stand-alone*). Assim, é desejável que o pacote de desinvestimentos dependa o menos possível do alienante, o que inclui o fornecimento de insumos, assistência técnica, pessoal ou outras formas de cooperação do alienante. A capacidade de atuação autônoma do negócio ou desinvestimento é bastante favorecida pela alienação de uma entidade de negócio preexistente e que já opere no mercado de forma independente” (MATTOS, César. Op cit. p. 73).

137 Este fundamento é ressaltado por César Mattos. Conforme o autor, “[o] principal problema da alienação de uma unidade de negócio preexistente e autônoma, no entanto, são os princípios 5 da proporcionalidade e 6 da intervenção minimalista, haja visto que o mercado no qual se constatou problema competitivo pode ser uma parte bem menor que aquele negócio” (Ibidem. p. 74).

138 Os impactos do remédio concorrencial na esfera de terceiros foram alvo de preocupação pelo CADE no ato de concentração nº 08012.009198/2011-21. Neste caso, o Conselheiro Eduardo Pontual Ribeiro adotou, no item 219 de seu voto, algumas precauções para evitar a volatilidade do valor das ações que seria resultante da alienação de um grande número de ações por um acionista com participação minoritária relevante. “Para minimizar o impacto gerado pela retirada de volume significativo de ações do giro diário por parte da aquisição de posição pela CSN, será permitido o aluguel de ações em condições fragmentadas, anônimas concor-

Assim, não obstante a recomendação, pela doutrina especializada e prática internacional, de que seja dada preferência à venda da unidade de negócio autônoma na aplicação de remédios estruturais com o objetivo de transferir posição de mercado, no Brasil a alienação do controle acionário como forma de transferir a titularidade de uma empresa existente, estruturada e independente deve ser vista como um último recurso, em razão do parâmetro da proporcionalidade dos remédios concorrenciais. A proporcionalidade, neste caso, não deve ser entendida somente em termos econômicos – no que diz respeito à suficiência do remédio proposto para corrigir o problema concorrencial identificado –, mas também em termos jurídicos, de modo a minimizar os impactos da medida no direito de propriedade privada das partes.

Nesse sentido, o CADE deve levar em consideração, em sua decisão, o impacto do remédio concorrencial no patrimônio de terceiros. A alienação do controle acionário de modo forçado pode resultar na depreciação de seu valor, prejudicando acionistas minoritários que possam ter direito à venda conjunta<sup>139</sup> como a única possibilidade de saída do investimento que possa garantir uma liquidez que efetivamente ficaria prejudicada com a alienação forçada do controle. Além disso, condições adicionais que podem eventualmente ser impostas pelo órgão de defesa da concorrência, como a venda do controle acionário em determinado prazo<sup>140</sup> e a necessidade da apresentação imediata de um comprador (*upfront buyer*), podem reduzir ain-

---

renciais, através da CBLC. Esta minimização do impacto também orienta o prazo para alcance da redução do interesse financeiro e também permite que interessados em utilizar ações da CSN para composição de quórum em Assembleias tenham uma oportunidade de alcançar algumas das ações da CSN, sem induzi-la a contradição de participação nestas Assembleias”.

139 Por força do acordo de acionistas ou pela aplicação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976.

140 A imposição de um prazo – geralmente curto – para a realização da venda justifica-se pela depreciação natural dos ativos, especialmente se permanecerem inoperantes durante o período da alienação.

da mais o preço das ações do bloco de controle; no limite, as ações podem ser alienadas a um valor de liquidação forçada (*fire sale*)<sup>141</sup>.

Desse modo, a alienação do controle acionário como remédio concorrencial, conforme previsto no artigo 38, V, e no artigo 61, § 2º, III, da Lei nº 12.529/2011, somente poderá ser utilizada pelo CADE se atendidos os seguintes critérios: (i) se a medida for proporcional, necessária e adequada para a correção do problema concorrencial identificado; (ii) se não houver medida menos gravosa e intervencionista do ponto de vista do direito de propriedade das partes envolvidas; e (iii) se a medida não afetar de forma substancial os direitos patrimoniais de eventuais acionistas minoritários, tanto no caso de direitos decorrentes da LSA (ou do mercado autorregulado como Bovespa) como no daqueles decorrentes de acordos de acionistas, se houver.

Caso esses critérios não sejam atendidos, o CADE não poderá utilizar a alienação do controle acionário como remédio concorrencial e deverá optar por outros tipos de medidas, como o de combinação de ativos.

---

141 A Comissão Europeia e os órgãos de defesa da concorrência norte-americanos – DOJ e *Federal Trade Commission* (“FTC”) –, inclusive, determinam ou recomendam que os ativos a serem transferidos sejam alienados a valor de liquidação forçada, caso haja dificuldade em se obter comprador. Assim, o DOJ e FTC afirmam: [a] purchaser’s interests are not necessarily identical to those of the public, and so long as the divested assets produce something of value to the purchaser (possibly providing it with the ability to earn profits in some other market or to produce weak competition in the relevant market), it may be willing to buy them at a fire-sale price regardless of whether they cure the competitive concerns” (DEPARTMENT OF JUSTICE; FEDERAL TRADE COMMISSION. *Antitrust Policy to Merger Remedies*. Disponível em: <http://www.justice.gov/>. Acesso em 4 abr. 2015). Da mesma forma, a Comissão Europeia afirma que a cláusula de fire sale é prática comum da Comissão: “[b]ecause of these serious negative consequences, the Commission systematically insists that divestiture deadlines are conditions to its clearance decisions and, if time runs out, it expects the parties to pass on the divestiture process to an independent divestiture trustee who has the task of selling the business within a short extra period of time, if necessary, at no minimum price in a so-called ‘fire-sale’. Nowadays, the Commission considers firesale provisions standard practice for divestiture commitments” (COMISSÃO EUROPEIA. *Merger Remedy Studies*. Disponível em: “[http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies\\_study.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/legislation/remedies_study.pdf)”. Acesso em: 4 de abril de 2015.).

## **Conclusão.**

O direito da concorrência tem fundamento eminentemente público, tendo em vista que a coletividade é titular dos bens protegidos pela legislação concorrencial<sup>142</sup>. Não obstante as decisões do CADE incidam sobre atos e negócios jurídicos de natureza privada, podem afetar direitos fundamentais das partes envolvidas. Nesse sentido, o regulador deve proteger os valores da livre concorrência e livre iniciativa e, ao mesmo tempo, respeitar os direitos privados dos agentes econômicos, observando, em todas as suas decisões, os parâmetros de proporcionalidade e razoabilidade, de modo a minimizar os efeitos de sua atuação sobre tais direitos.

Os remédios concorrenciais são medidas utilizadas pelo órgão concorrencial para corrigir determinado dano, potencial ou existente, ao mercado. Os remédios se dividem, conforme sua natureza e finalidade, entre estruturais e comportamentais. Em ambas as modalidades, os remédios concorrenciais afetam diretamente a propriedade privada ou a autonomia da vontade dos agentes econômicos. Desse modo, tais medidas devem observar os parâmetros da proporcionalidade, adequabilidade e necessidade.

No caso da alienação do controle acionário, o remédio concorrencial pode afetar direitos patrimoniais de terceiros. Por esse motivo, o CADE deve levar em consideração, na verificação da proporcionalidade da medida, os efeitos que a imposição da venda do controle acionário como remédio concorrencial pode causar na esfera de terceiros. Caso o ônus seja excessivo, a autarquia deverá dar preferência a soluções menos intervencionistas, como a alienação de combinação de ativos.

---

142 Conforme o parágrafo único do artigo 1º da Lei nº 12.529/2011: “Art. 1º [...] Parágrafo único. A coletividade é a titular dos bens jurídicos protegidos por esta Lei”.