

INSPER  
Instituto de Ensino e Pesquisa

RAFAEL MONNERAT NÁPOLI

**O EXERCÍCIO DO CONTROLE POR INVESTIDORES  
ATIVISTAS**

São Paulo  
2017

**INSPER**  
Instituto de Ensino e Pesquisa

**RAFAEL MONNERAT NÁPOLI**

**O EXERCÍCIO DO CONTROLE POR INVESTIDORES  
ATIVISTAS**

Dissertação apresentado ao Insper Instituto de Ensino e Pesquisa como requisito para obtenção do título de Pós-Graduação em Direito.

Campo de conhecimento: Direito Societário

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck  
Kleindienst

São Paulo  
2017

## **RESUMO**

Com o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e maior qualificação dos investidores institucionais, tem sido crescente o interesse de acionistas minoritários em ganhar influência sob a administração. Quando investidores institucionais começam a exercer influência sob a tomada de decisão da administração para direcionar a estratégia da companhia, esses acionistas são conhecidos como investidores ativistas. Em movimentos societários como este, estes investidores utilizam da influência para exercer o controle minoritário com intuito de direcionar as atividades sociais buscando a valorização de mercado desta companhia. Assim, o objetivo desse artigo é conduzir uma análise acerca da possibilidade de caracterização do controle minoritário a luz Art. 116 da Lei 6.404/76 e apresentar uma discussão com base em uma sociedade em que há a atuação de investidores ativistas (BRF S.A.). O objetivo do artigo é dissertar sobre os elementos que possam levar a caracterização do controle minoritário, seja pelo aspecto essencial ou formal, em sociedades com dispersão acionária e sem acordo de acionistas.

Palavras-chave: Exercício do controle, controle minoritário, investidores ativistas.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	1
2. O EXERCÍCIO DO CONTROLE .....	8
2.1. PERMANÊNCIA, PODER E CONTROLE MINORITÁRIO .....	9
2.2. O EXERCÍCIO DO PODER POR INVESTIDORES ATIVISTA.....	19
3. A BRF S.A. E A TARPON INVESTIMENTOS S.A. ....	29
3.1. DE MINORITÁRIO A CONTROLADOR.....	30
3.2. O PODER COMO MEIO DE “PERMANÊNCIA” .....	33
3.3. A “PERMANÊNCIA” COMO FINALIDADE.....	37
4. CONCLUSÃO.....	41
5. REFERÊNCIAS .....	44



## 1. INTRODUÇÃO

Em mercado de capitais desenvolvidos é comum observar investidores ativistas com intuito de obter influência na administração. Nesse caso, estes acionistas buscam figurar como um acionista controlador, mesmo quando detém parcela minoritária no capital social destas companhias. Esse tipo de prática ocorre quando estes investidores entendem que o valor de mercado da companhia poderia ser superior ao valor atual se adotasse uma estratégia alternativa.

Quando estes investidores, na posição de acionista minoritários, buscam exercer funções na condição de controladores para influenciar a administração e, portanto, direcionar a estratégia da companhia, estes são conhecidos como investidores ativistas. A discussão sobre esse tipo de operação ocorre quando estes acionistas utilizam da influência que possuem sobre diferentes *stakeholders* para obter o exercício do controle. Ou seja, acionistas minoritários, sem deter do exercício do controle, conseguem estabelecer direcionamentos sobre administração, influenciar na decisão de aquisições e, em casos mais extremos, incorrer na substituição de acionistas controladores.

Estes acionistas são tipicamente fundos de investimentos qualificados com maior volume de recursos e gestores com mais experiência que, conseqüentemente, também detêm maior acesso aos membros da administração da companhia. Isso ocorre tanto pelo interesse das companhias em obter maior proximidade com estes fundos de investimento por conta do volume de recursos geridos ou porque esses gestores ocupam assentos em conselhos de administração, o que acaba estreitando o relacionamento entre as gestoras de recursos e as companhias. Por isso, é comum observar que por conta dessa relação de proximidade pode existir assimetria de informação entre os diferentes acionistas em sociedades em que atuam investidores ativistas, mesmo com a Lei 6.404/76, instruções da CVM e com a regulação dos níveis de governança corporativa.

No entanto, esta provocação se acentua quando essa assimetria de informação acontece em benefício de um acionista ou grupo de acionistas minoritários que acabam direcionando a estratégia da companhia em benefício próprio, com privilégio de informação e maior acesso em relação a outros acionistas.

Ou seja, é comum observar que em alguns casos, o exercício do poder transcende a definição da legislação, tal como prevê o Art. 116 da Lei 6.404/76.

Quando essa relação entre participação e poder se distorce entre os acionistas, é comum observar duas situações:

- i) Os acionistas minoritários que se reúnem para auxiliar a administração a direcionar a estratégia da companhia ou;
- ii) Os acionistas minoritários que se reúnem para direcionar a administração da estratégia da companhia.

Ainda que sutil a diferença, do ponto de vista prático, é uma relação que difere sobre a concepção dos direitos do grupo de acionista do primeiro caso, que deseja auxiliar a administração da companhia, *vis-à-vis* aos acionistas que desejam direcionar o controle e a administração da companhia.

A primeira situação ocorre quando o acionista minoritário age em auxílio, como, por exemplo, suportando a administração com a indicação de membros do conselho de administração, formação de comitês e definição de remuneração e, neste contexto, a administração pode aceitar ou não essas sugestões dentro dos direitos e deveres desses acionistas minoritários. Por outro lado, no segundo caso, um fundo de investimento, que unicamente por meio de influência obtêm posição de relevância dentro da administração da companhia - e sem submeter-se a uma OPA de controle, por exemplo -, teria um privilégio de influência em relação aos demais acionistas.

Ainda que do ponto de vista formal a segunda condição pareça ser menos viável - já que como poderia um acionista minoritário exercer poder sobre a administração detendo uma parcela menor do capital social -, no entanto é comum que esse acionista ativista utilize da sua influência na aprovação de matérias que sejam de seu interesse em assembleias – como, por exemplo, convencendo os demais acionistas, obtendo maior proximidade aos membros da administração e de outros *stakeholders*. Por isso, é importante destacar, que apesar de previsto no aspecto formal, em que o acionista minoritário deveria deter poder proporcional as matérias a serem votadas em assembleia, do ponto de vista prático alguns acionistas minoritários conseguem exercer influência sobre a votação de matérias.

Esse tipo de situação pode ocorrer por uma série de motivos, como, por exemplo, a omissão dos demais acionistas em assembleias, a falta de proximidade do acionista controlador com a administração da companhia ou o desalinhamento na

forma pela qual é conduzida a sociedade. Ainda assim, se analisar sob o aspecto formal, a administração cumprindo com seu dever de lealdade, deveria seguir sob as recomendações da assembleia e, portanto, sob os interesses da sociedade. Apesar disso, se um grupo de acionista ou acionista em particular figura com forte influência sob a administração, este pode direcionar a administração em função de interesses individuais e não de interesses comuns a sociedade – divergindo em alguns casos inclusive do acionista controlador.

A distinção dessas duas situações serve para observar uma das perguntas que esse artigo pretende responder: qual é o limite de influência que qualquer acionista em posição de não controlador pode exercer? Note que nesse caso, o papel tradicional de defesa em relação aos direitos do acionista minoritário inverte. Ou seja, ainda que o acionista minoritário seja protegido, ao mesmo tempo, qual é o limite da sua atuação dentro da sociedade em comparação sua responsabilidade?

Nesse contexto uma das motivações do artigo é trazer um aspecto mais essencial do que formal, a luz dos aspectos da relação de direitos e deveres dos acionistas minoritários sob a relação com a administração e os demais acionistas. Com isso, um dos principais objetivos deste estudo será contribuir para a discussão acerca de movimentos societário deste tipo que já são comuns em mercados mais desenvolvidos e que cada vez mais começa a se desenvolver no Brasil.

No mercado brasileiro, tem sido cada vez mais comum que alguns investidores institucionais busquem obter influência na administração de companhias que possuem base de capital pulverizado e em sociedades em que a figura do acionista controlador é omissa. Por isso, além de fomentar a discussão, o tema tem também como propósito gerar o debate sobre formas de atuação da CVM em regular esse tipo de movimentação societária e em como proteger os direitos de acionistas.

Em mercado de capitais mais desenvolvidos, como os EUA, por exemplo, esse tipo de operação já é amplamente discutido na literatura e também há alguns casos que chegaram a trazer prejuízos bilionários a empresas americanas. Nesse sentido, o tema se mostra atual e perene por dois motivos:

- i) Atualmente a literatura sobre este tema no Brasil ainda é limitada e será uma tendência na medida em que o mercado de capitais brasileiro tende a convergir para sociedades em que o capital é mais pulverizado



e, portanto, com mais oportunidades para que fundos de investimento possam desenvolver mais influência sob a administração;

- ii) Atende uma demanda e reflexão sobre os direitos e deveres de acionistas minoritários, uma vez que a literatura sobre governança corporativa em vários casos traz mecanismos de proteção a esse tipo de investidor, mas não necessariamente regula o escopo de atuação.

No entanto, observe que nesse artigo, o objeto de estudo não é sobre os direitos e deveres dos acionistas minoritários, mas do exercício do poder de controle em empresas de capital abertos.

Ainda que atualmente no Brasil a realidade das empresas seja majoritariamente de capital de concentrado, esse tipo de preocupação não se estende apenas as empresas em que há dispersão acionária, já que é cada vez mais comum que fundos de investimentos qualificados busquem exercer operações conhecidas como “PIPE” (*Private Investment in Public Equity*). Nesses investimentos privados em empresas de capital aberto, em alguns casos, fundos de investimentos com posição minoritária buscam investidores terceiros para realizar uma operação para retirar o atual acionista controlador. Ou seja, em posição de acionista minoritário, esses investidores conseguem exercer da influência que possuem para realizar alguma transação societária.

Este tipo de exemplo, ainda sob um contexto em que as empresas brasileiras em geral possuem capital concentrado e pouca liquidez, traz não só importantes distorções em relação ao real valor de mercado, mas como também atraem fundos de investimentos para realizar operações desse tipo.

Sob este aspecto, o artigo interage em grande escopo com disciplinas relacionadas a movimentações societárias e regulação sobre empresas de capital aberto. Nesse caso, especificamente, trata-se de matérias como sociedades anônimas, acordo de acionistas e operações societárias – com objetivo de trazer um contexto original do tema dentro da literatura brasileira.

Enquanto o tema foi exaurido em grande parte no EUA, a literatura no Brasil sobre este tema ainda é pouco explorada. De forma geral, foi mais citado em artigos sobre relações envolvendo governança corporativa do que efetivamente o exercício do poder de controle do ponto de vista minoritário.

Como já mencionado, o objeto desse artigo é prático: isso é, a partir da literatura já existente – no Brasil e no EUA – o estudo irá contextualizar casos em

que ocorreram operações desse tipo e, assim, trazer a discussão para realidade brasileira. Ou seja, conjecturando a partir de diferentes literaturas acerca do exercício do poder de controle para o tema em específico.

Ao observar alguns casos práticos no Brasil, esse movimento pode ser ressaltado de forma mais nítida em algumas companhias nos últimos anos em função da crise econômica, seja por conta do resultado operacional mais fraco ou saída de investidores estrangeiros do Brasil, o que fez com que várias empresas passassem a ter um valor de mercado bastante atrativo para investidores que buscavam atuar de forma mais ativa na administração. Alguns exemplos mais recentes de empresa que passaram ou estão passando por esse processo de atuação de investidores ativistas são a CVC Brasil Operadora e Agências de Viagem S.A., BR Malls Participação S.A, Somos Educação S.A. (antiga Abril Educação S.A.) e a BRF S.A..

No caso da CVC, o antigo controlador da empresa, o fundo estrangeiro de *private equity* The Carlyle Group, vendeu à totalidade das ações que detinha na empresa por meio de uma Oferta Pública de Capital transferindo às ações para diversos investidores estrangeiros e locais de tal forma que nenhum investidor passou a deter mais de 5% do capital social da companhia – com exceção do fundador da empresa, Guilherme Paulus. Durante todo o processo de venda, um grupo de investidores ativistas passou a liderar as discussões relativo ao conselho de administração com propósito de ajustar adequar as práticas de governança corporativa. Além disso, nesse caso, em uma transação envolvendo mais de 50% do capital social, a CVM não configurou a alienação de controle, tal como poderia prever o Art. 254 da Lei 6.404/76.

Em outro exemplo, no caso da BR Malls, um outro grupo de investidores ativistas levou a saída do antigo CEO da empresa uma vez que não estava em acordo pela forma como a companhia vim sido administrada, resultando não só na saída de vários executivos chaves, mas também na substituição da maioria conselho de administração – em mais um caso que nenhum acionista detém mais de 10% do capital social da companhia.

Por fim, os dois últimos casos são mais específicos, já que ambos foram liderados pelo fundo de investimento brasileiro, Tarpon Investimentos S.A., nas empresas de capital aberto: Somos Educação S.A. e a BRF S.A..

No primeiro caso o fundo adquiriu o controle da companhia do antigo acionista controlador levando ao fechamento de capital da companhia e no segundo, que será analisado neste artigo, o caso da BRF S.A. que teve o primeiro prejuízo histórico enquanto estava sob o controle do fundo de investimento. O que distingue estes dois casos liderados pela Tarpon dos demais é que em ambas as companhias houve uma completa reestruturação na operação, bem como da administração com a entrada de vários diretores que faziam parte do fundo de investimento e que depois de alguns anos houve importante piora no resultado operacional.

A escolha da BRF é importante quando colocado em contexto a formação do seu capital social e a sua história. A atual BRF é uma das principais empresas produtoras de frango e suíno no mundo, detentora das marcas Sadia e Perdigão, mas com a sua origem vinda da antiga Brasil Foods S.A. – detentora da marca Perdigão -, que se fundiu com a empresa Sadia S.A. em 2009 após problemas com derivativos.

Anterior a fusão com a Sadia S.A., os principais acionistas da BRF S.A. são os fundos de investimento de pensão: Previ – Caixa Previdência Funcionários e Banco do Brasil - e Petros – Fundação Petrobras de Seguridade Social – que controlaram a Brasil Foods S.A. em conjunto com outras instituições e acionistas entre 2006 e 2011 por meio de um acordo de acionistas. No entanto, com o fim do acordo de acionistas, um terceiro fundo de investimento – Tarpon Investimentos S.A. – adquiriu ações ao longo dos últimos anos, na medida em que as outras instituições que compunham o acordo de acionistas vendaram a sua participação na Brasil Foods S.A.. Assim, ao fim deste processo e agora denominada por BRF S.A., a empresa passou a não ter um acionista controlador definido, sendo os principais acionistas a Tarpon, a Previ e a Petros detendo aproximadamente 30% do capital social da companhia em 2013 e que se mantem assim até o atual momento - sem a existência de um acordo de acionistas.

Após o processo de aquisição das ações, a Tarpon Investimentos S.A. com 8% do capital social em 2013, indicou e elegeu o atual presidente do Conselho de Administração, Abílio Diniz, e outros conselheiros que fazem parte do fundo de investimento, detendo assim relevância dentro do conselho de administração. Ao final do mesmo ano, o cargo de diretor global da companhia passou a ser dirigido por um dos membros fundadores da Tarpon.

Com o passar dos anos, a maioria dos principais executivos da empresa foram substituídas por pessoas diretamente ligadas ao fundo de investimento Tarpon. Isso é, ao longo de 2011 e 2013, uma companhia que ficou sem um acionista controlador definido após o fim de um acordo de acionistas, passou a deter a parte significativa dos membros do conselho de administração e das posições executivas ligadas a um fundo de investimento que detêm cerca de 8% das ações da companhia.

Em 2016, a BRF S.A. apresentou o primeiro prejuízo líquido da sua história – uma companhia que tem capital aberto desde 1994. Ou seja, diferente dos casos mencionados anteriormente, o caso da BRF se destaca porque é possível apresentar, analisar e discutir alguns dos aspectos que ocorreram durante o processo em que a Tarpon Investimentos passou exercer função de controlador em uma posição de minoritário e sem o estabelecimento de um acordo de acionistas.

Por fim, o objetivo do trabalho será realizar uma análise discutindo não só do ponto de vista prático, mas também formal, sobre a construção do processo do poder de controle na posição de minoritário na BRF.

Como o tema relativo a atuação dos acionistas investidores pode ser extensa, o artigo irá focar em entender os mecanismos e meios que os investidores ativistas utilizam para obter influência e poder de decisão, conseguindo, portanto, exercer o poder de controle.

Os exemplos citados anteriormente são apenas para distinguir brevemente diferentes formas de operação que estes investidores ativistas podem realizar, mas não sendo escopo desse artigo analisar a qualidade da alocação de capital dos investidores ativistas, e sim identificar, analisar e propor possíveis abordagens apresentados na Lei 6.404/76, conjunto a instruções da CVM, sob a luz da literatura disponível sobre o assunto e também por meio da análise prática dos movimentos societários realizados. Nessa linha, o trabalho tem como objetivo trazer uma análise prática do caso da BRF S.A. sobre a relação de investidores ativistas em obter o poder de controle em uma sociedade com capital pulverizado no Brasil.

A delimitação da temática será discutir e abordar com base no Art. 116 da Lei 6.404/76 as principais características sobre o exercício do controle, dos direitos e deveres do controlador. Nesse caso, será importante distinguir a relação entre o acionista minoritário e o acionista controlador, entendendo e buscando a relação que cada um tem como dever e direito na sociedade.

Por outro lado, o que não fará parte dessa discussão serão casos em que há atos de abuso de poder. Por mais que o acionista minoritário venha a exercer a influência de um acionista controlador, não caberá nesse artigo discutir se houve ou não atos de abuso de poder por parte do acionista controlador na BRF S.A., por exemplo. Por isso, é importante segregar o processo do fato: não é o objetivo deste artigo analisar se os atos praticados pela Tarpon Investimentos S.A. são lícitos, se houve má conduta por parte do fundo de investimento ou abuso de poder, e sim entender quais foram os mecanismos utilizados pelo fundo que permitiram usufruir de benefícios como controlador a luz dos Art. 116 da Lei 6.404/76.

A justificativa desta discussão é esclarecer, identificar e discutir se há na legislação falta de objetividade e que eventualmente venha exigir maior direcionamento para evitar que acionistas, que não são acionistas controladores, possam se eximir de responsabilidades que são de acionistas controlador. Por isso, como explicado, o objetivo não é apontar se houve falha enquanto possivelmente figurava como acionistas controlador, mas se dentro da lei, um acionista minoritário i) consegue figurar como acionista controlador e ii) se conseguir, estaria se eximindo da responsabilidade de tal posição.

O principal objetivo do artigo, além dos pontos tangentes ao tema, é tratar das relações de exercício do controle com base no Art. 116 da Lei 6.404/76, já que o resultado do ativismo estará sempre refletido na capacidade de o investidor exercer influência sobre os *stakeholders* durante a assembleia. Isso é, se for eficaz, será capaz de aprovar matérias que vão de acordo com seu interesse e conduzir as atividades sociais da companhia – seja individual ou social.

## **2. O EXERCÍCIO DO CONTROLE**

Em um contexto amplo é possível sintetizar que a essência do exercício do poder de controle de acordo com o Art.116 da Lei 6.404/76 é assegurado por um acionista ou grupo de acionistas, que por meio de um acordo de votos, detêm permanente influência nas decisões em assembleia-geral. No entanto, note que por essa interpretação, qualquer acionista ou grupo de acionistas que detêm menos da maioria das ações não seria configurado como um acionista controlador:

*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. (LEI 6.404/76)*

A objetividade do artigo traz um importante espaço para discussão sobre qual acionista não é controlador, do que propriamente aquele que é ou poderia ser caracterizado como acionista controlador. Sob esse aspecto, com base na leitura do Art. 116, é possível levar ao entendimento que:

- i) Qualquer acionista ou grupo de acionistas, que por meio de um acordo de votos, não detenha a maioria das ações não pode ser caracterizado como acionista controlador, mesmo que efetivamente use seu poder para dirigir as atividades sociedade e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia;
- ii) O uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais não garante e nem é suficiente para caracterizar o exercício do controle.

Nessa etapa a discussão será pautada em entender as características do Art.116 da Lei 6.404/76 e como se caracteriza o exercício do controle. O entendimento deste artigo é o primeiro passo para esclarecer se a legislação é eficiente em caracterizar a possibilidade de existência do controle minoritário, quando não há garantia de influência permanente sobre as decisões em assembleia-geral.

## 2.1. PERMANÊNCIA, PODER E CONTROLE MINORITÁRIO

Ainda que as afirmações acima possam parecer redundantes, há duas fundamentações para indicar que a lei possa não ser eficiente em relação a caracterização do controle minoritário. A primeira concerne ao conceito de permanência e o segundo ao conceito de poder.

Em relação ao conceito de permanência, a pergunta implícita que o Art. 116 sugere é que: o que assegura ou garante de modo permanente a maioria dos votos nas deliberações em assembleia-geral? A literatura afirma que existem dois modos comuns de garantir de forma a permanência: a titularidade da maioria dos votos ou há existência de um acordo de acionistas. Ou seja, na condição da lei não seria possível existir permanência se não há concentração acionária – seja pela formação de blocos ou por um acionista individual.

A existência desse imperativo, além de trazer reflexões sobre a estrutura acionárias das empresas de capital aberto no Brasil, indica que um acionista ou grupo de acionistas só poderia assegurar a condição de controlador a partir do aspecto econômico. Ou seja, não seria possível existir caracterização de controle sem proporcional participação no capital social.

Essa análise traz o preceito de que a legislação brasileira se firma na noção de permanência, e não na noção de poder. Nesse sentido, tanto o restante do item a, como o item b, se tornam inócuos ou redundantes, já que mesmo um acionista ou grupo de acionistas minoritários possam indicar ou eleger a maioria dos membros do conselho de administração não existiria precedentes para caracteriza-los como acionista controlador, já que não há indicação de permanência.

Outra consideração precedente da ótica da noção de permanência e não na noção de poder, é a tendência a formação de acordo de acionistas. Da forma como tal esta proposto, existe a pré-disposição para que haja formação de acordos de votos e acentuem mais há perspectiva da concentração acionária ou blocos de controle.

Nesse sentido é possível indicar que o conceito de controle minoritário perante ao Art. 116 da Lei 6.404/76 pode ser fraca, já que como um minoritário ou grupo de minoritários, que não configura de elementos permanentes para exercer influência – como um acordo de acionistas – pode garantir a precedência para ser um acionista controlador?

Do ponto de visto prático, há evidências de que várias empresas de capital aberto e com capital pulverizado em que há a atuação de um acionista minoritário, não seja caracterizado como acionista controlador. Um exemplo recente que ocorreu no segundo semestre de 2016 foi a oferta secundária realizada pelo Grupo Carlyle na CVC Brasil Operadora de Viagens S.A..

Nessa operação, o Grupo Carlyle detinha 45% das ações com maioria no conselho de administração – cinco dos nove assentos – e sem acordo de acionistas – apesar de até 2013 o bloco de controle ser formado por um acordo de acionistas com um fundador da companhia, Guilherme Paulus e o Grupo Carlyle. Enquanto o mercado e o senso comum entendiam que o Grupo Carlyle era o acionista controlador, uma vez que gerenciava as atividades operacionais e sociais da companhia e com poder sobre a administração, a oferta secundária foi realizada nos termos da nova edição da Instrução CVM nº476/09 – que permite a venda com esforços restritos para investidores qualificados. Ou seja, não houve qualquer evidência que a CVM caracterizasse ou solicitasse uma alienação de controle, mesmo em uma operação que houve movimentação de mais de 50% das ações da companhia ao considerar a venda conjunta do acionista fundador (note que nesse caso não é o objetivo avaliar a qualidade ou efetividade da nova instrução, mas evidenciar como o regulador caracteriza o exercício do poder de controle).

O caso CVC e Carlyle é um dos exemplos possíveis de apontar que o regulador preferencia a regência de permanência ao tratar do exercício do controle. Por isso, com este entendimento, é interessante contrastar o segundo aspecto identificado do Art. 116 relativo a poder e, assim, a aprofundar a discussão no sentido do exercício do controle por meio de investidores ativistas.

Ao tratar de poder, o artigo traz três aspectos: i) a maioria dos votos nas deliberações; ii) o poder em eleger a maioria da administração; iii) o poder em dirigir as atividades sociais da companhia. Interessante apontar que o Art. 116 traz elementos essenciais para caracterização do controle a partir da noção de poder, mas que de maneira geral servem mais para designar a condição de controlador, do que propriamente em caracterizar um acionista como controlador – em caso de *joint ventures* de controle compartilhado ou PPPs, por exemplo.

O primeiro ponto é uma menção relevante ao que concerne ao exercício por poder: “(...) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral (...)”. Além de ser um dos principais pontos mencionados pela literatura como a caracterização do exercício do poder de controle, traz a noção de que para o acionista – seja qual for a participação no capital social – é preciso obter influência sobre as votações dessa matéria. A ótica pela qual o acionista é capaz de influenciar a assembleia-geral é um fundamental para caracterização do controle, seja como minoritário ou como



controlador, uma vez que a parte da existência de influência de poder ao invés da participação no capital social.

Esse é um caso para separar o formalismo da essência, já que é comum observar *stakeholders* apontarem o acionista controlador pelo aspecto do poder ao invés da permanência. No próprio caso da CVC e Carlyle, citado anteriormente, apesar do regulador não entender que o Grupo Carlyle seria o controlador, o mercado entendia que este acionista teria influência e maioria sobre as votações em assembleia - sendo este o momento em que se diferencia a caracterização do acionista “ativista” em relação ao acionista “ordinário”.

Em sua essência o acionista ou investidor ativista utiliza do conceito de poder para obter controle – seja ele visto de tal forma pelo regulador ou não. Obviamente, este acionista pode almejar deter a permanência na condição de controlador, mas como finalidade para obter o poder sobre a votação das matérias, visto que o interesse final é conduzir o interesse social ou influenciar nas atividades a fim de direcionar a estratégia da companhia.

O investidor ativista tem como propósito obter o maior retorno econômico em seu investimento e, para que isso seja possível, é preciso alterar o *status quo* sobre como a atividade é gerida, por isso a condição por si só de controlador é vaga a menos que haja a capacidade de poder. Do ponto de vista econômico, se este investidor é capaz de conduzir o funcionamento da administração com menor exposição ao risco – seja financeiro ou social -, acaba sendo mais interessante fazê-lo na condição de não controlador. Esse entendimento traz assim a percepção sobre o porque a necessidade de se eleger a maioria da administração para este tipo de investidor.

O segundo ponto do item a do Art. 116 é crucial para entender a distorção entre a visão do regulador e a do investidor ativista em relação ao controle por poder, e reforçar a ideia de permanência: “(...) e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.”. Em tal caso, o regulador observa que não só é preciso obter a maioria dos votos em assembleia-geral, mas como obter a maioria da administração. Com isto posto, o exercício do controle quando feito por um acordo de votos pode influenciar a percepção do regulador sobre quem é o acionista controlador a depender de como este foi escrito.

Na prática, é o que se observa no caso da troca de controle da família Civita pela Tarpon Investimentos S.A. na Abril Educação S.A. Na primeira operação, a

Tarpon compra uma parte das ações da família Civita, que detinha mais de 50% das ações, e faz um acordo de co-controle passando a eleger a maior parte dos membros de administração. Ao ingressar no bloco de controle, a CVM entende que não há substituição de controle, mas apenas que a Tarpon teria ingressado em conjunto ao atual controlador, no entanto, na medida em que a Tarpon continua realizando sucessivas operações no mercado para obter ações da família Civita, a CVM a configura a Tarpon como controladora após obter a maioria das ações – apesar da troca de ações ter sido feita entre o bloco de controle. O objetivo da discussão nesse artigo não é quando houve a troca de controle ou se houve após sucessivas operações - que efetivamente ocorreu conforme julgado pela CVM -, mas o que caracterizou a troca de controle.

Na primeira operação, ao ingressar no bloco de controle, a Tarpon Investimentos S.A. já passaria a exercer o papel de controladora pelo acordo de votos porque poderia votar a maioria da administração – em uma visão essencial, mas que diferente a do regulador. No entanto, na visão da CVM, a Tarpon apenas garantiu a condição de permanência como acionista controlador quando efetivamente obteve a maioria das ações, contudo a CVM entendeu que agiria como controladora, a partir do momento em que determinou que o preço do *tag along* teria como base a primeira aquisição das ações. Isso é: apesar do regulador entender que existe a condição de controle quando há eleição dos membros da administração, a alienação do controle ocorreria apenas quando o adquirente obtém a condição de permanência.

Nesta visão do regulador para existir a condição de controlador, um investidor ativista necessita da condição de permanência, caso contrário não seria o acionista controlador. Ou seja, o acionista neste caso descrito: faz parte do bloco de controle, elege a maioria da administração e é capaz de direcionar as atividades da administração – uma indicação importante para caracterizar a atuação de investidores ativistas e os seus incentivos –, mas o regulador só garante a condição de controlador, apenas quando detêm mais de 50% do capital social.

Por último, o terceiro aspecto, relativo a condução das atividades sociais acaba sendo redundante no contexto de caracterização do controle minoritário: “*b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.*”. Como já sendo discutido, o item b do Art. 116 da Lei 6.404/76 é uma condição necessária, mas não suficiente para

garantir o controle. Isso é exemplificado no caso mencionado anteriormente relativo a troca de controle no caso da Abril Educação S.A., uma vez que apesar da Tarpon passar a integrar e dirigir as atividades sociais da companhia não houve qualquer indicação de que seria necessário realizar uma OPA por alienação de controle, por exemplo.

O item b do Art. 116 é uma condição importante para caracterização do controle na existência de acordos de votos, mas fraco no que tange a caracterização de controlador em sociedades com capital pulverizado. No entanto, sob outro ângulo, o item deveria ser um ponto relevante para a caracterização do controle minoritário, principalmente em sociedades de capital pulverizado. Isso, porque em sociedades com capital pulverizado não há garantia de permanência, o que deveria prevalecer, portanto, a noção de condução das atividades sociais e o funcionamento dos órgãos da companhia. Ou seja, por mais que a lei contenha importantes traços para o estabelecimento do exercício do controle por meio do poder, na prática é difícil evidenciar ou caracterizar que o regulador observe desta forma.

Nesse sentido, quando seria possível observar o exercício o controle por meio do poder? A introdução do item b serve principalmente para regular a atuação apenas quando há a introdução do acordo de votos. Por exemplo, uma sociedade em que há um acionista A que detêm 51% do total dos votos e o acionista B com o restante, se não houver acordo de votos, o acionista A permanece com acionista controlador. No entanto, se existir a introdução de um acordo de votos, relativo a condução das atividades sociais que será exercido pelo o acionista B, então este acionista será o controlador.

Esse tipo de estabelecimento é regular quando há existência de sociedades em que há concessões. Nesse caso, concessões não apenas na essência das concessões de ativos, mas no âmbito de concessões entre acionistas, como, por exemplo, *joint ventures*. Apesar de não ser o objeto de estudo esse artigo esse tipo de relação social, a forma pela qual o legislador observa esse tipo de sociedade traz mais uma percepção interessante sobre a visão de poder e permanência. Isso porque é possível observar que serão em sociedades em que há prevalência de acordo de votos ou concentração societária que pode existir a ambiguidade sobre o entendimento do exercício do poder de controle, e não em sociedades com capital pulverizado.

Em suma, com base nas discussões apresentadas acima, é possível notar que há um vácuo da regulação em sociedades em que não há blocos de controle ou um acionista majoritário. Com isso, a noção de controle minoritário torna-se difusa e com espaço para que acionistas minoritários consigam explorar essa falta de objetividade da lei principalmente em situações que não há concentração acionária. Por outro lado, é possível inferir que em sociedades em que há a presença de um acionista majoritário – a absoluta maioria na realidade brasileira –, há menor tendência para alienações haja visto a maior regulação – com exceção das sociedades em que há *poison pill*.

Na literatura há uma intensa discussão sobre permanência, poder e controle minoritário. O debate mais presente está na interpretação da possibilidade de existência do controle minoritário. Assim como apresentado por este artigo, a principal discussão é acerca da condição de permanência e a condição de poder.

De um lado há quem defenda a existência do controle minoritário porque o acionista minoritário conseguiria obter a maioria em assembleia-geral para e, por isso seria caracterizado como acionista controlador, enquanto o argumento aposto concerne na ideia de que há um vácuo no Art. 116 por não existir elementos suficientes para caracterizar um acionista que detenha menos de 51% dos votos.

Entre aqueles que defendem a possibilidade da existência do controle minoritário, Comparato (2014, p. 57) menciona que “*um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário*”. Isso é, o autor oferece uma visão de que se um acionista minoritário atua de forma ativa em assembleia-gerais e, portanto, consegue votações expressivas em favor das matérias que lhe interessam, esse teria poder de gestão de forma tão eficiente quanto a um de um acionista majoritário.

Nessa linha, Lammy e Pedreira oferece uma visão de que o acionista minoritário que por omissão dos demais acionistas poderia deter condição de permanência e, assim, assumir a posição de acionista controlador:

*E, quando o capital está disperso, o minoritário, em relação ao capital social, que tiver maioria nas assembleias gerais (por ausência dos acionistas, ou por exercício de procuratório) de modo permanente, e usar do poder que lhe*

*advém desse fato, estará no exercício do poder de controle da sociedade, e como tal, responderá como “acionista controlador” (LAMMY FILHO; PEDREIRA 1992, p. 426).*

Note, no entanto, que a linha conduzida tanto por Comparato, Lammy e Pedreira concentram-se no fato de que há a regência do controle por meio da maioria das votações em assembleia, desde que haja omissão dos demais acionistas – não existindo a noção de controle por meio de poder, mas sim por voto. Nesse sentido, Munhoz observa que o Art. 136 da Lei 6.404/76 permitiria considerar a existência do controle minoritário, uma vez que define os quóruns de instalação em assembleias em sociedades com capital pulverizado:

*Essas observações tornam indubitável o reconhecimento pela lei societária brasileira do controle minoritário (poder de fato) para a atribuição do regime de deveres e responsabilidades, estabelecido, entre outros nos arts. 116 e 117 da Lei das S.A. A possibilidade do controle minoritário decorre da definição dos quóruns de instalação e de deliberação da assembleia geral (arts. 125 e 129 da LSA), bem como da competência da CVM para reduzir o quórum qualificado de deliberação, em virtude de dispersão acionária (art. 136, §2, LSA).*

*Não é correto, portanto, o entendimento de que a lei societária brasileira, em virtude do requisito permanência, não reconheceria o controle minoritário. Na realidade, significaria um grave rompimento da estrutura de poder definida pela Lei das S.A. o não reconhecimento do controle minoritário, para efeito de atribuição do regime de deveres e de responsabilidade previsto nos arts. 116 e 117. Mais grave é a defesa dessa tese no momento em que, pela primeira vez, o controle minoritário começa a existir na realidade brasileira, tornando-se, em verdade, o padrão dominante nas companhias integrantes do Novo Mercado (MUNHOZ, 2013, p. 305).*

Entre aqueles que defendem a possibilidade de existência do controle minoritário, a fragilidade do argumento apontada por autores que divergem desta

ideia continua sendo a relação de permanência - já que o garantia a manutenção dos votos em assembleia-geral caso um acionista minoritário se manifeste contra a atual condução das atividades sociais?

No lado oposto do argumento, Caravallhosa apresenta argumentos parecidos ao discutidos nesse artigo sobre a condição de permanência. O autor se refere aos controladores como “árbitros do bem comum”, na medida em que tem a atribuição de levar a companhia a cumprir sua função social. Isso é, na presença de um acionista controlador as suas atribuições serão: i) dirigir as atividades sociais; e ii) orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Em um caso contrário, quando há dispersão acionária e sem um acionista controlador definido, o autor alerta que a dispersão acionária faz com que a figura do controlador desapareça, não havendo acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto que lhes garanta, em caráter permanente, a maioria de votos nas deliberações da assembleia geral da companhia. Isso é, reforçando a ideia da necessidade de permanência sobre o poder:

*Temos, assim, a dedução “lógica” seguinte: se nas companhias com capital disperso não existe mais controlador majoritário, o controlador passa a ser minoritário ou então “gerencial. Desse modo – simplisticamente -, se não existe controle nos expressos termos do presente artigo, outros controles surgem no seu lugar.*

*Como referido, esse raciocínio contra legem, por isso que passa ao largo da definição legal do controle contido na presente norma, advém, em primeiro lugar, da transposição tout court do direito norte-americano. Assim, no referido aspecto semântico, o termo control na prática norte-americana significa “dominação”, ou seja, a assunção do comando da sociedade por um grupo minoritário de acionistas ou diretamente pelos administradores, que autonomamente o exercem.*

*Isto posto, comando não se confunde com controle entre nós, pois este é instituído em lei como atributo de acionista titular de maioria absoluta das ações votantes. Há em nosso direito, ex vi do artigo ora estudado, um princípio de*

*governo da sociedade anônima, consubstanciado na instituição do controlador, ou seja, aquele que, por deter a maioria absoluta votante do capital social, tem permanentemente o poder de dirigi-la e o dever fiduciário de fazê-lo nos estritos termos do parágrafo único da norma.*

*Já nos Estados Unidos o chamado controle é fundado na situação de fato: se alguém logra, mesmo minoritário, eleger os administradores, ele é considerado controlador.*

*É o chamado working control (CARVALHOSA, 2011, p. 573)*

Nesse caso, Carvalhosa entende que há necessidade da caracterização do controle minoritário, mas sem que haja elementos suficientes para existir o caráter de permanência de acordo com a atual legislação brasileira. Isso é, infundado de elementos que garanta a permanência dos votos em assembleia-geral, não é possível caracterizar um acionista minoritário como controlador.

O autor ainda defende que se não há elementos suficientes para garantir permanência, mesmo entendendo que há o exercício do poder, não há como evidenciar um acionista como controlador, já que de acordo com o aspecto formal, não existem recursos suficientes para caracteriza-lo nesta condição. Nesta linha, mesmo se este acionista não majoritário, portanto, minoritário, atua de forma gerencial conduzindo as deliberações em assembleia-geral, faltariam elementos na lei que possam classifica-los na condição de controlador.

O contexto de Carvalhosa é semelhante ao argumentado por este artigo de que em mercados de capitais mais desenvolvidos, em que há majoritária dispersão acionária, a noção do poder se faz um elemento presente dentro da legislação. As presunções defendidas por autores que são a favor da ideia do controle minoritário são capazes de identificar a possibilidade da atuação de acionistas minoritários como controladores, mas, no entanto, oferecem elementos factuais frágeis para que o legislador entenda que há possibilidade de caracterizar um acionista minoritário como controlador.

Por fim, é importante sumarizar alguns dos principais aspectos relativo ao exercício do poder de controle para que em seguida seja possível contextualizar a atuação de investidores ativistas:

- i) Sobre a noção de permanência é consenso de que para que existir a figura do acionista controlador é necessário a permanência sobre as deliberações em assembleia-geral, uma vez que a obtenção de poder é condição necessária, mas não suficiente para ser um acionista controlador;
- ii) Sobre a noção de poder é possível observar que em sociedades com dispersão acionária, acionistas minoritários podem exercer influência sobre as votações de matérias, contudo existiria vácuo no Art. 116 sobre a capacidade destes acionistas em gerenciar as atividades da sociedade em caráter permanente;
- iii) Sobre a noção de controle minoritário é consenso que existe no aspecto essencial há existência do controle deste tipo, porém divergência a respeito do aspecto formal, uma vez que a luz do Art. 116 não há objetividade para se caracterizar permanência sem a existência de um acordo de acionistas.

Após a discussão sobre os elementos que envolvem a caracterização do exercício do controle, a dissertação segue com intuito de discernir o exercício do controle sobre a ótica do poder sobre o aspecto essencial. Isso é, entendo a existência de atuação do acionista minoritário como controlador, como este utiliza o poder para efetivamente conduzir as atividades sociais? Além disso, abordar como o exercício do poder pode sugerir incentivos para investidores e acionistas minoritários no Brasil e como a regulação pode diferir em diferentes mercados de capitais.

## 2.2. O EXERCÍCIO DO PODER POR INVESTIDORES ATIVISTA

Ainda que na literatura exista a discussão sobre a possibilidade de caracterizar o controle minoritário, na essência não há divergência que há a atuação do controle minoritário. É senso comum na literatura, seja entre Carvalhosa ou Comparato, que o acionista minoritário consegue atuar como controlador, ainda que não haja elementos suficientes para ser caracterizado como tal. Com isso em vista, esta sessão irá discutir três aspectos relativo ao exercício do poder de controle por investidores ativistas:



- i) Da essência pela qual ocorre o exercício do poder de controle: isso é, na prática, quais são alguns dos mecanismos pelos quais os investidores ativistas conseguem exercer o poder de controle? Como estes investidores utilizam a influência para garantir uma posição de controlador? Como condicionar a permanência do exercício do controle?;
- ii) Dos incentivos da legislação brasileira: observado quais são os mecanismos pelos quais investidores ativistas conseguem atuar no exercício do controle, será discutido os diferentes incentivos que a legislação brasileira oferece aos investidores e acionistas minoritários dentro do ambiente do investimento ativista;
- iii) Do contexto do mercado brasileiro: após a discussão sobre como ocorre o exercício do controle e os incentivos que a legislação oferece aos investidores ativistas, se faz necessário colocar em perspectiva o contexto pelo qual a legislação brasileira se insere dentro do mercado de capitais nacional, uma vez que apresentar apenas os incentivos a partir da visão do investidor ativista tornaria a argumentação míope, já que pode não trazer um contraste com o que ocorre na realidade.

Para iniciar a discussão e entender quais são os mecanismos pelos quais investidores ativistas atuam, é interessante abordar a seguinte pergunta: quando um investidor ativista emerge?

Um investidor ativista emerge quando entende que se a empresa fosse administrada de forma alternativa, seu valor de mercado poderia ser maior. Na concepção deste conceito, é possível generalizar este acionista como especulador, já que parte da ideia de que a sua entrada envolveria a especulação de mudança em algum aspecto da estratégia da companhia, ao mesmo tempo que almeja maximizar o retorno financeiro do investimento em determinado período de tempo. De maneira mais ampla, estes investidores confiam em sua capacidade de execução e influência para obter retornos acima da média do mercado.

A origem do conceito de investidor ativista vem do mercado americano da expressão “*shareholder activism*” e com relatos que datam do início do XX quando acionistas sugeriam em assembleias-gerais políticas para utilização do caixa da empresa – principalmente na década de 1920 quando houve abundância de liquidez por parte das empresas antes da crise de 1929. Em anos mais recentes, a prática do

“*shareholder activism*” ou investimento ativista ganhou relevância no mercado brasileiro a partir de 1998 após o controle da hiperinflação e desenvolvimento do mercado de capitais, quando investidores começaram a ter maior segurança jurídica e econômica do ambiente de mercado de capitais brasileiro.

A noção pela qual a prática do investimento ativista surge vem da necessidade de gestores de recursos obterem retornos acima de média de mercado reduzindo o risco do investimento. Nesse sentido, estes gestores acreditam que ao obter influência e direcionarem a estratégia da administração seria possível reduzir o risco – ou volatilidade das ações –, na medida em que detêm maior visibilidade pela forma como a companhia é gerida e conseguem direcionar a votação da assembleia-geral para práticas que acreditam que possam vir aumentar o valor de mercado da companhia.

Este tipo de investimento é uma combinação entre o *private equity* e o *public equity*. No *private equity*, como o próprio nome diz, é o investimento em capital de empresas privadas, em que o investidor oferece recursos em troca de participação do capital social, mas também por participação na administração – para compensar a menor fiscalização e regulação em investimentos em empresas privadas, estes investidores costumam exigir maior controle e participação sobre a administração da companhia. No *public equity*, o investimento é feito no ambiente de bolsa de valores em que investidores esperam a valorização das ações e com possibilidade de liquidez imediata ou no curto prazo. Assim, o investimento ativista seria uma combinação de se beneficiar da liquidez de mercado, mas também de gerenciar a administração da companhia por tempo de determinado.

Sob esta noção da origem pela qual surgem investidores ativistas, é possível apontar alguns dos elementos que estes acionistas em posição minoritária irão buscar para exercer o poder de controle, sendo eles: i) possibilidade em influenciar outros acionistas e *stakeholders*; ii) possibilidade de influenciar em decisões de assembleia-geral; iii) possibilidade de influenciar a administração. Essencialmente, todos os pontos relacionados consideram aspectos relativo ao poder, uma vez que se parte aqui da noção que o investidor acionista é sempre minoritário, no entanto, vale mencionar que existem situações em que investidores ativistas adquire o controle destas empresas-alvo. Contudo, em operações em que este acionista assume a posição de controlador, a discussão torna-se menos rica, por isso no

âmbito deste artigo, a menção ao investidor ativista sempre será em posição minoritária e não como acionista controlador.

O primeiro ponto mencionado sobre possibilidade em influenciar outros acionistas é o principal pilar para o exercício do poder de controle por parte do investidor ativista. Dado que sem a capacidade de influenciar outros acionistas da sociedade, não seria possível a formação de um bloco de voto. Veja que neste caso, o bloco de voto não é um acordo formal, tal como um acordo de acionistas, mas um compromisso entre acionistas minoritários.

Nesta linha, observa-se que a atividade ativista em geral emerge em sociedades em que há maior dispersão acionária. Isto ocorre principalmente porque quando há a pulverização acionária, a quantidade de acionistas dificulta a realização de compromissos entre vários acionistas, ao mesmo tempo que é uma oportunidade para fundos de investimento qualificados com grande volume de recursos se reunirem garantindo o controle minoritário.

Um exemplo hipotético torna essa noção mais tangível: considere uma empresa de capital aberto com um valor de mercado de R\$ 50 bilhões de reais com 200 acionistas diferentes. Na condução deste cenário, um fundo de investimento que deseja atuar como ativista tem uma estratégia para aumentar o atual valor de mercado da companhia, mas não necessariamente capital suficiente para garantir o controle minoritário. Como para deter os 30% do capital social desta empresa precisaria de R\$ 15 bilhões, um valor consideravelmente alto para apenas um ativo, este investidor apresenta uma proposta de investimentos para outros *stakeholders* (que podem ser acionistas ou não da companhia-alvo) para adquirir em conjunto participação total dos 30% - ou que considerarem suficiente para conseguir exercer o controle. Assim, outros fundos de investimento que não necessariamente querem se envolver diretamente na administração por não acreditar que detêm a *expertise* necessária, mas confiam na estratégia deste investidor ativista, adquirem as ações para formar um bloco de voto e, conseqüentemente, majorar sobre as decisões em assembleia-geral.

Nesse contexto, três grandes fundos de investimento diferentes que garantissem ao menos 30% das ações, em que cada um detivesse 10% do capital social poderiam garantir o exercício do controle minoritário. Já que se três acionistas detêm 1/3 do capital social, os outros 197 acionistas de forma proporcional deteriam

menos de 0,5% das ações – isso é, o poder proporcional destes investidores ativistas em conduzir as deliberações é superior aos dos demais acionistas.

Note que neste exemplo, por não existir objetividade na caracterização do controle minoritário ou quando não há um acionista majoritário ou acordo de votos, qualquer acionista que deter parcela significativa do capital social em uma sociedade com capital pulverizado terá garantia de maior poder. Veja que se o bloco de voto que detêm 30% do capital for contra a qualquer matéria proposta em assembleia-geral por “acionistas minoritários”, o bloco minoritário para ter aprovação da matéria teria que ter uma aprovação de cerca 70% destes acionistas. Enquanto, se o bloco de voto que detêm 30% do capital social for a favor de uma matéria, este precisaria da aprovação de apenas de 30% dos minoritários – ou seja, metade do “esforço”, em um exemplo que exige maioria qualificada.

Já na discussão deste primeiro tópico, sobre a capacidade de investidores ativistas em influenciarem outros acionistas para obter o exercício de poder de controle, suscitam algumas observações sobre os incentivos que o Art. 116 da Lei 6.404/76 oferecem a investidores ativistas e acionistas minoritário. No contexto deste exemplo, qual seria o incentivo desse investidor em se tornar acionista controlador, quando pode exercer como minoritário? Já que sem ser caracterizado como acionista controlador, o investidor ativista em compromisso com outros dois acionistas, poderia exercer influência significativa sobre a assembleia-geral, eleger a maioria da administração, bem como exercer o seu poder para efetivamente dirigir as sociedades sociais e o funcionamento dos órgãos da companhia. Nesta linha, o investidor não apenas se exime de exercer os deveres de controlador, como também se eximiria das responsabilidades, tal como prevê o Art. 117 da Lei 6.404/76, bem como dos custos de transação do Art. 254 da mesma lei – haja visto que não há caracterização alienação ou aquisição do controle.

Observe que mesmo em um contexto em que o Art. 116 oferece elementos relativos ao controle gerencial, conceito tal como apresentado anteriormente por Carvalhosa, - uma vez que se observa pontos como a predominância em votações em assembleias-gerais; eleição da administração e direcionamento das atividades sociais - a predominância da regência do conceito de permanência reduz a noção do poder. Isso é, o incentivo do investidor ativista emerge da possibilidade de atuar no vácuo da legislação em sociedades de capital pulverizado e sem acordos de votos no que diz respeito a qualificação da atuação de um acionista controlador.

Por este ponto de vista, é interessante não só pelo aspecto econômico, mas também pelo jurídico, haja visto que a regulação tende a proteger o acionista minoritário, enquanto exige maior fiscalização do acionista controlador – o que reduz o incentivo do investidor ativista em se tornar um acionista controlador.

Em sequência aos aspectos essenciais que os investidores ativistas buscam para exercer o exercício do poder de controle, é necessário abordar a possibilidade de influenciar as decisões em assembleia-geral. O segundo ponto em específico é uma condição necessária, mas não suficiente para existir uma possível caracterização do controle minoritário sob o ponto de vista essencial – já que sem influência sobre demais acionistas não seria possível a formação de um compromisso e, portanto, a garantia de votos em assembleia-geral. Mesmo assim, a necessidade de se influenciar em assembleia-geral é necessária porque apesar de obter a garantia de voto, existe a necessidade de constante manutenção para influenciar as matérias em assembleia-geral, como se fosse uma moeda de troca de permanência para exercer o papel de controlador.

Por exemplo, o investidor ativista pode até em uma primeira assembleia-geral obter a maioria nas matérias que vão lhe assegurar a posição de poder, através da capacidade de influenciar um grupo de acionistas por meio de um compromisso, mas só será capaz de garantir a permanência se obter constante hegemonia em matérias a serem votadas em futuras assembleias-geral. Transcorre que para se obter a permanência, não é necessário apenas influenciar um ou vários acionistas em pró de um acordo comum em uma assembleia-geral, mas garantir também a manutenção deste compromisso em futuras assembleias. Isso é, surge um acordo de fé, em que aqueles acionistas que inicialmente formaram o bloco de votos, se não permanecerem alinhados ao compromisso do acionista ativista, este, conseqüentemente, também não irá deter de forma permanente a manutenção do exercício do poder de controle.

Por isso, apesar de parecer óbvia, o segundo aspecto traz uma importante noção com relação a noção de permanência, mas também outras considerações sobre os incentivos que trazem para acionistas deste tipo permanecerem no poder. Note que, para exercer o exercício do poder de controle de forma permanente, a assembleia-geral se torna uma moeda de troca, haja visto que previamente às deliberações em assembleia, os acionistas que compõem um bloco de voto passam a discutir matérias que são de seu interesse. Nesse sentido, para garantir a

permanência, o investidor ativista pode compor um conselho de administração que seja do seu interesse, mas também em observância àqueles que compõem o compromisso; ou, por exemplo, com objetivo de trazer resultados de curto prazo, poderia fazer aquisições, reestruturações nas operações ou qualquer outra mudança que vise aumentar a rentabilidade de curto prazo; ou mudar a política de utilização de caixa que preferencie a remuneração no curto prazo ao invés do longo prazo a fim de satisfazer interesses que compõem ao bloco de voto.

Sob do ponto de vista econômico, essa noção pode trazer um incentivo perverso já que quando a assembleia-geral se torna um ambiente para barganha, ao invés de servir aos interesses sociais, serve para garantir a manutenção de um grupo de acionistas, que no curto prazo, pode fazer sentido, mas não necessariamente no longo prazo. Mesmo sob a noção do direito societário, como poderia ser caracterizado o abuso do poder de controle quando não há caracterização de um acionista controlador, apesar de agir como tal, e como garantir a segurança jurídica necessária em favor dos demais acionistas?

Por fim, após a aquisição do poder e “permanência”, o terceiro aspecto com relação a possibilidade influenciar a administração seria o meio para o fim da realização da estratégia. Dado que ao obter influencia sobre a administração, é a forma pela qual o controlador minoritário irá executar a mudança na estratégia da companhia. Ou seja, neste fluxograma de se obter influência sobre os demais acionistas e sobre a assembleia-geral, por fim a administração se torna uma alusão aos interesses sociais e econômicos do fundo de investimento ativista.

Neste ponto em específico, além de um elemento essencial para se conduzir o meio para o fim, é interessante discutir o possível conflito de interesse da administração. Já que a quem confere o dever de lealdade dos administradores: aos interesses da sociedade ou aos interesses do fundo de investimento controlador? Apesar de esta ser uma discussão extensa e a parte desta dissertação, vale observar o disposto no Art. 154 da Lei 6.404/76 sobre a finalidade das atribuições e desvios do poder da administração:

*Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. (LEI 6.404/76)*

Note que em vista do Art. 154, a relação ordinária entre os administradores da controlada – neste caso, empresa investida - e administradores da controladora – gestores do fundo de investimento - pode diferir do interesse social da companhia. Observe que quando o acionista controlador é um fundo de investimento, o viés da administração deste acionista em sua maioria tender a ser maximização do valor das ações, uma vez que é sua função social e determinado pelo estatuto social do fundo de investimento, e que poderá vir a divergir dos interesses sociais da companhia. Não há problema, nem ilegalidade em agir de tal forma, mas seria os incentivos do administrador o mesmo da função social da empresa ou em maximizar o valor das ações a qualquer custo mesmo que esta venha divergir aos interesses sociais?

Neste caso, volta a noção de incentivo do investidor ativista, que de se ao eximir do Art. 117 das responsabilidades do acionista controlador, o fundo de investimento, e a administração eleita por tal, não teria custos de transação ao conduzir os interesses sociais para interesse próprio ao invés do interesse social. Por outro lado, vale apontar que não é uma questão de discutir a legalidade, mas uma questão de observância, já que se a administração foi eleita e as contas aprovadas por assembleia-geral dentro dos termos da Lei 6.404/76 não existe problema. No entanto, a sucinta discussão tem como propósito eludir alguns pontos tangentes a questões envolvendo governança corporativa e o exercício do poder de controle por investidores ativistas.

Em suma, é possível sintetizar que entre os elementos característicos para o investidor ativista exercer o controle minoritário estão o poder em influenciar – os acionistas, os *stakeholders*, a assembleia-geral e a administração – e de contínua preservação do acordo de fé entre os acionistas minoritários – a fim de garantir alguma permanência no exercício do controle. Com isso em vista, foi apresentado os diferentes incentivos que investidores ativistas podem ter a luz da penumbra do Art. 116 em relação a caracterização do exercício do controle minoritário. No entanto, fazer referência sem considerar o contexto do mercado brasileiro é uma visão míope, já que o ambiente em que se insere o mercado de capitais nacional não predomina a dispersão acionária e, sim, o de concentração acionária.

Assim, ao colocar o contexto da realidade da estrutura de capital das empresas brasileiras, propor uma abordagem legislativa baseada na regência da permanência do exercício do controle em sobreposição ao exercício do controle por

poder é pertinente. Por conseguinte, o Art. 116 da Lei 6.404/76 privilegia a imposição objetiva dos deveres e responsabilidade do acionista controlador em um ambiente de mercados de capitais que há concentração acionária, tal como também apresentado Art. 117 da mesma lei, ao mesmo tempo em que age em defesa dos acionistas minoritários. Pode ser verdade que a atual legislação não preveja elementos que possam caracterizar o exercício do poder de controle por acionistas minoritários, mas é eficiente em vigorar sobre a vasta maioria das empresas de capital aberta e fechado brasileira.

Por outro lado, em um ambiente econômico em que a estrutura de capital da maioria das empresas de capital aberto é pulverizada, como no mercado de capitais americanos, é interessante a legislação preferenciar uma ótica do ponto de vista do poder. Essa necessidade de adequação do Art.116 é apontada por Carvalhosa, que entende que não há a força para sugerir a existência do controle minoritário, mas que necessita de readequação da Lei para atender uma nova realidade de mercado de capitais e estrutura de capital das companhias abertas no Brasil:

*Por isso, o jurista deve investigar e compreender a nova realidade societária subjacente às normas vigentes. Não há como normatizar ou regular um fenômeno societário sem antes analisar e compreender os novos desafios por ele colocados. Assim, a natureza específica do comando da companhia com capital disperso, exercida pelos seus administradores, deve ser o pressuposto da construção de uma nova doutrina, de uma nova normatização e de uma nova prática no direito societário brasileiro (CARVALHOSA, 2011, p. 582).*

Ou seja, por mais que atualmente a legislação preferencie a noção do controlador como majoritário, em uma visão propositiva é interessante se pensar na noção da dispersão acionária. Nesse sentido, como apresentado, o Art. 116 quando preferencia a noção do exercício do controle por meio da concentração acionária, também é um reflexo de menor proteções aos investidores de acordo com o estudo de La Porta *et al* (1998):

*We find that ownership concentration is extremely high around the world, consistent with our evidence that laws, on*



*average, are only weakly protective of shareholders. In an average country, close to half the equity in a publicly traded company is owned by the three largest shareholders. Furthermore, good accounting standards and shareholder protection measures are associated with a lower concentration of ownership, indicating that concentration is indeed a response to poor investor protection. (LA PORTA, 1998, p. 1152)<sup>1</sup>*

Nesse sentido, adequar a legislação para uma noção com base no exercício do poder, ao invés da permanência, não só oferece preferencialmente uma tendência que é a dispersão acionária no mercado brasileiro, mas também oferece maior proteção aos acionistas. Por isso, é importante ter em vista que apesar de ser um movimento discreto entre as empresas de capital aberto brasileira, a forma pela qual os investidores ativistas atuam trazem evidências interessantes sobre a fragilidade do Art. 116 da Lei 6.404/76.

A principal conclusão desta sessão é que apesar de emergir a atividade ativista, ao se levar em conta o atual contexto do mercado de capitais brasileiro, ainda é uma questão de observância e não de fragilidade com relação a caracterização do exercício do controle. No entanto, entre as lições que valem ser destacadas com objetivo de contribuir para o desenvolvimento acerca deste conteúdo e também para a discussão da literatura nesta matéria foram:

- i) A garantia do exercício do controle por investidores ativista ocorre por meio da influência sobre demais *stakeholders* e acionistas, em que a assembleia-geral se torna o ambiente de barganha destes acionistas para garantir a manutenção do poder e a administração o meio para se conduzir o redirecionamento da estratégia;
- ii) Ao vácuo do Art. 116 da Lei 6.404/76 oferece incentivos econômicos e jurídicos para que os investidores ativistas atuem a margem da legislação, uma vez que ao não serem caracterizados como acionistas controlador há menor custo de transação - tendo em vista

---

<sup>1</sup> Tradução livre: Descobrimos que a concentração acionária é extremamente alta no mundo, consistente com as nossas evidências que lei, em média, é fraca em proteger os acionistas. Em um país médio, quase a metade das ações negociadas são detidas pelos três maiores acionistas. Além disso, bons princípios contábeis e maior medidas de proteção aos investidores são associadas a menor concentração acionária, indicando que a concentração acionária está relacionada a maior fragilidade em proteger os investidores.

no que tange a responsabilidades e a alienação do controle com base no Art. 117 e Art. 254 da mesma lei;

- iii) A discussão traz uma sinalização de que a legislação deveria ser adequada para fazer maior observância sobre diferentes grupo de acionistas que devem emergir na medida em que se desenvolver o mercado de capitais brasileiro.

O próximo e último passo será a contextualização do que foi apresentado até o momento. Como já mencionado durante o artigo, o caso BRF S.A. e Tarpon Investimento S.A. evidencia vários dos aspectos discutidos e tem como objetivo propor uma visão crítica e aderente com base na atuação de um investidor ativistas em uma das principais empresas de consumo brasileira.

### **3. A BRF S.A. E A TARPON INVESTIMENTOS S.A.**

A BRF S.A. é a maior empresa produtora de carnes suína e de frango no Brasil, responsável por 15% comércio internacional de frango e detentora das marcas Sadia e Perdigão. A companhia fundada em 1934, inicialmente denominada por Ponzoni, Brandalise & Cia, ficou sob a gestão familiar até 1994 quando por conta de uma crise de liquidez teve o controle alienado para oito fundos de pensão. Neste momento, a companhia já era uma das empresas líderes no segmento de embutidos e já operava com a denominação social de Perdigão S.A..

Foi apenas em 2006, após a reestruturação acionária, que a companhia unificou a classe de ações e entrou no segmento do novo mercado, quando foi firmado o acordo de votos entre os principais fundos de investimento composto por 49% do capital social. O acordo de voto firmado em 12 de abril de 2006 teve vigência até 2011 e não sendo renovado um novo acordo. Como vários dos acionistas que compunham o acordo de voto venderam a participação que detinham na empresa, ao final do período de cinco anos apenas dois dos nove fundos de pensão que assinaram o acordo de votos permaneceram com mais de 10% do total das ações: Previ – Caixa Previdência Funcionários e Banco do Brasil – e a Petros – Fundação Petrobras de Seguridade Social. Foi neste contexto que, um terceiro acionista, a Tarpon Investimentos S.A., assumiria o vácuo deixado pelo acordo de acionistas da então denominada Brasil Foods S.A..

A partir de 2009, com a aquisição da marca Sadia S.A., a Tarpon Investimentos S.A. começou a investir na oportunidade de administrar uma empresa líder no segmento de alimentos. Já em 2010, o fundo de investimento tinha investido R\$ 700 milhões na empresa no primeiro trimestre de 2010 e detinha 5% do total de ações da companhia. Com o fim do acordo acionistas em 2011, surgiu a oportunidade para se aproximar da administração e desenhar um compromisso com os fundos de pensão remanescente para se tornar o controlador minoritário.

Atualmente, a Tarpon Investimentos S.A. é um fundo de investimento com R\$ 6,6 bilhões de reais sob gestão ao final do segundo trimestre de 2017. No final do mesmo período, o fundo possuía R\$ 2,7 bilhões em investimentos nas ações da BRF S.A. ou 40% de todo seus recursos investidos nesta companhia – detendo uma participação de 8% do total das ações.

### 3.1. DE MINORITÁRIO A CONTROLADOR

Apesar do acordo de acionistas ter encerrado apenas em 2011, já seria em 2010 quando a Tarpon Investimento S.A. começaria a ganhar influência entre os *stakeholders* e assumir posições na administração. Este ano em específico marcou o primeiro passo do fundo de investimentos em obter a primeira conquista no processo de obtenção do exercício do controle.

Em assembleia-geral deste mesmo ano, a chapa indicada e eleita do conselho de administração, elegeu dois dos principais executivos da Tarpon Investimentos S.A.. Os dois indicados eleitos pelo fundo de investimento foram José Carlos Reis de Magalhães – fundador, presidente executivo e presidente do conselho de administração da Tarpon Investimentos S.A. – e Pedro Andrade de Faria – vice-presidente executivo e membro do conselho de administração.

Com isto, após a votação em assembleia-geral, a Tarpon assumiria uma posição relevante mesmo como acionista minoritário. Isso porque ao final de 2010 o fundo de investimento seria o terceiro maior acionista, com 7% do capital social, e com dois membros entre dez do conselho de administração. Outro ponto que favoreceria a Tarpon a ganhar influência entre os *stakeholders* é que apenas dois fundos de pensão permaneceriam com uma posição relevante com mais de 10% do capital social.

Assim, com o fim de acordo de acionista e em favor da dispersão acionária, a Tarpon começaria a desenhar um acordo de gestão em conjunto com os fundos de pensão remanescente (Previ – Caixa Previdência Funcionários e Banco do Brasil – e Petros – Fundação Petrobras de Seguridade Social). Nesse sentido, outro fator que favoreceria o estabelecimento deste acordo é que ambos os fundos são fundos de previdência estatais que em geral investem em diversos títulos, mas não assumem a posição gerencial dentro das companhias. Ou seja, com o vácuo deixado pelo acordo de acionista e saída dos demais fundos de investimento, seria interessante ter um acionista como referência para assumir uma posição dentro da gestão da Brasil Foods S.A..

Foi neste contexto que em 2013, em assembleia-geral relativa a 2012, o fundo de investimento daria o segundo passo para consolidar o exercício do controle: a indicação e eleição de Abílio Diniz para o cargo de presidente do conselho de administração. Em constante menções públicas, Abílio Diniz estaria se associando a Tarpon para a liderar a nova Brasil Foods S.A., que agora seria denominada por BRF S.A., em tornar se tornar uma empresa global líder em produção de alimentos.

Além da eleição de Abílio Diniz, no conselho de administração formado em 2013, só permaneceram apenas dois conselheiros relativo aos fundos de pensão, ambos representando a Previ e a Petros, e a Tarpon Investimento manteria os dois assentos que detinham anteriormente conjunto a indicação de outros conselheiros independentes (em um conselho composto por onze pessoas). Ou seja, ainda que não tenha sido formado diretamente um acordo de votos, o alinhamento entre os membros do conselho seria liderado pela união da Tarpon Investimentos e Abílio Diniz – que detinha e detêm cerca de 3% das ações por meio do Península Investimentos.

A eleição de Abílio Diniz pode ser vista como o principal elemento para caracterizar o início do exercício do poder de controle pela Tarpon Investimentos S.A. porque: i) demonstra o poder do fundo de investimento em influenciar os demais *stakeholders* em alinhar um nome com relevância não só para os acionistas, mas também para o mercado, sinalizando que é capaz de propor matérias, indicar e eleger administradores e ii) deter confiança para desta posição efetivamente gerenciar as atividades econômicas e sociais da BRF S.A., como será discutido em seguida.

Um dos exemplos possíveis de se notar esse movimento de consolidação do controle minoritário na Tarpon fica evidente em notícias vinculadas na mídia durante a assembleia-geral de 2013:

*Há uma preocupação pelo fato de a articulação do empresário Abilio Diniz, sócio-fundador e principal minoritário do Grupo Pão de Açúcar, ter trazido à tona críticas de alguns acionistas da BRF à atual administração da empresa de alimentos. Abilio vem conversando com acionistas da BRF para assumir a presidência do conselho de administração (...). A ideia é compor um acordo de voto com a gestora de recursos Tarpon, detentora de uma participação de 8% no capital da BRF. Entretanto, ainda há acionistas relevantes que precisam se "aliar" aos objetivos de mudança na administração, pois juntos esse novo grupo teria apenas pouco menos de 13% do negócio. (VALOR ECONÔMICO<sup>2</sup>, 14/01/2013)*

Este trecho vinculado na mídia, meses antes da assembleia-geral, mostra o esforço do fundo de investimento em conseguir conciliar o interesse em torno de um compromisso comum. Com negociações envolvendo a Previ e a Petros acerca da discussão da administração da companhia, fica notório que a Tarpon foi eficaz em realizar acordo de boa fé entre os acionistas da BRF S.A., uma vez que obtiveram a eleição da chapa indicada.

Contudo, tal como discutido anteriormente, a conquista de uma votação em assembleia-geral não é uma condição suficiente para garantir a condição de permanência no controle. Ainda que, este seja a primeira etapa e, possivelmente, a mais argilosa de se concretizar, dado a necessidade da conquista da influência e confiança entre os *stakeholders*, a segunda etapa que ocorre até o presente momento vem da necessidade de utilizar o poder como meio de permanência. Isso é, após a obtenção da confiança dos acionista, a Tarpon agora deveria conduzir a agenda ativista para de fato agregar maior valor as ações da BRF S.A..

Sob a luz do Art. 116 do Lei 6.404/76, é difícil afirmar que a Tarpon poderia já poderia estar caracterizando o exercício do controle, já que deteria apenas cerca

---

<sup>2</sup> Texto disponível na íntegra: <http://www.valor.com.br/empresas/2968032/manobra-de-abilio-provoca-reuniao-de-comando-da-brf>

de 8% do total das ações, não teria maioria no conselho de administração e sem elementos objetivos que pudesse afirmar que conduzia às atividades sociais. Mesmo com um direcionamento claro de um acordo de votos entre os fundos de pensão não houve a firmação de um acordo de acionistas, mas apenas um compromisso de boa fé, e mesmo que houvesse este bloco compunha apenas 1/3 do total das ações.

Ou seja, ainda mesmo ao considerar as características do Art. 254 da Lei 6.404/76, a respeito da alienação do controle, não há transferência, de forma indireta ou direta, para assumir que houve obtenção do controle. Contudo, sob o aspecto essencial, é possível observar uma movimentação de um grupo minoritário vigorando como acionista controlador. Ainda que neste primeiro momento venha atuar apenas como indicação de alguns membros da administração, será possível observar que ao longo dos próximos anos a Tarpon conseguiu garantir de hegemonia em propor e aprovar matérias em assembleia-geral.

### 3.2. O PODER COMO MEIO DE “PERMANÊNCIA”

A partir de 2013 com a liderança no conselho de administração e com características de controlador, a Tarpon começaria executar a agenda de mudanças na nova BRF S.A.. Um exemplo notável da agenda ativista da Tarpon foi o aumento expressivo na quantidade de reuniões da administração realizada. Apenas em 2013 foram realizadas 24 reuniões da administração equivalente a mesma quantidade de reuniões de 2011 e 2012 somadas.

A primeira e mais evidente mudança seria a reformulação completa da marca da companhia. Com a aprovação em assembleia-geral, a então Brasil Foods S.A. passaria a ser denominada por BRF S.A. refletindo a nova estratégia (e administração) da companhia.

Este primeiro passo que serviria como contexto para as demais ações tomadas pela administração, ocorreu na divulgação de resultados do primeiro trimestre de 2013, dois meses após a assembleia-geral:

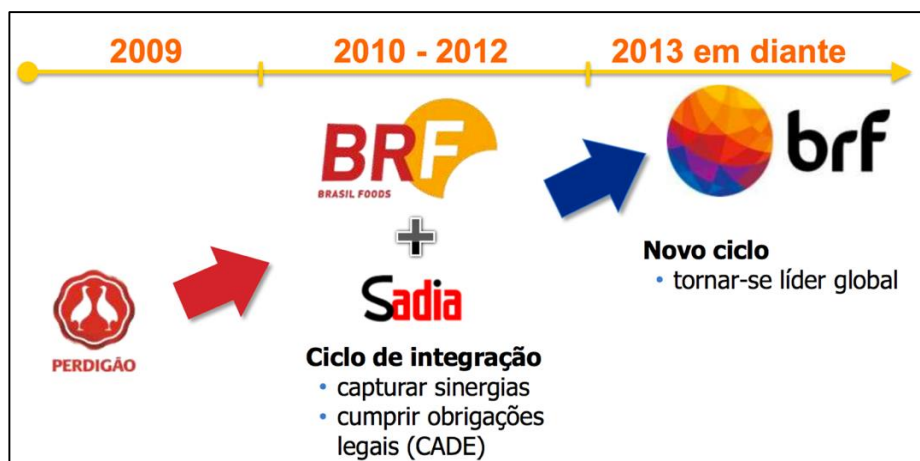


Figura 1: Apresentação de resultados do 1º trimestre da BRF S.A. em referência ao novo ciclo.

Com isto, após a apresentação da nova marca e do novo posicionamento que a companhia iria seguir, a Tarpon realizou uma série de iniciativas que garantiram a manutenção da permanência do controle até o atual momento. Entre as principais deliberações tomadas em reuniões da administração que ocorreram entre os exercícios sociais de 2013 até 2016 é possível agrupá-las em três grupos:

- i) Da administração: com a consolidação da influência no conselho de administração, a maioria das posições da diretoria executiva foram substituídas por pessoas ligadas a Tarpon;
- ii) Da estratégia: nos três anos que se sucederam, a companhia mudou seu modelo de negócio preferenciando a rentabilidade ao invés do modelo produtivo que vigorava durante a gestão Perdigão;
- iii) Da remuneração aos acionistas: em resultado da reestruturação organizacional e societária foram distribuídos R\$ 8,1 bilhões entre dividendos e programa de recompra durante o período mencionado.

O discurso mais ressaltado a partir de 2013 seria que a companhia passaria a operar sob um novo patamar de rentabilidade. Para isso, a BRF S.A. iria passar para uma reorganização societária em que sua execução seria mais enxuta e direcionada para expansão global. Assim, logo após apresentação pública sobre como se sucederia esta transformação foram anunciadas várias mudanças na diretoria executiva.

As duas principais nomeações seriam ao final de 2013 quando Claudio Galeazzi, ex-presidente do Grupo Pão de Açúcar, foi nomeado diretor global e Pedro Andrade Faria, até então presidente da Tarpon e membro do conselho de

administração da BRF, foi nomeado como diretor da divisão internacional. Foi em 2014 então, com o corpo executivo renovado, que a estrutura organizacional seria redesenhada com a venda de diversos ativos, inclusive a divisão inteira de lácteos que rendeu a companhia US\$ 700 milhões.

O mandato de Claudio Galeazzi era para tornar a companhia mais enxuta para que assim fosse possível melhorar a rentabilidade da BRF S.A.. Desde o início, o seu mandato estaria previsto até abril de 2015, mas sem definição clara de quem seria o sucessor. Com o bom resultado que a companhia vinha desempenhado e com a confiança do mercado, foi no último trimestre de 2014, e com endosso de Abílio Diniz que Pedro Faria seria nomeado como diretor global da BRF a partir de 2015:

*Antes de eu chegar aqui na BRF em Abril do ano passado, eu estudei muito essa companhia antes de vir para cá, antes de comprar minha posição. Nós analisamos bastante junto com a Tarpon, nós trabalhamos bastante juntos e aí eu conheci o Pedro, e esse estudo, esse trabalho prévio foi onde fui conhecendo o Pedro. Um dia eu cheguei para o Zeca e disse: Zeca, há uma boa notícia e uma má notícia. A boa notícia é que eu acho que temos o CEO Global ideal para a BRF que é o Pedro. A má notícia é que você vai perder o CEO da Tarpon. (ABÍLIO DINIZ NA TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS DA BRF S.A. DO 3º TRIMESTRE DE 2014)<sup>3</sup>*

Com o lucro líquido da companhia atingindo R\$ 2,1 bilhões em 2014 vindo de R\$ 1,1 bilhões em 2013, é razoável afirmar que os *stakeholders* não estavam descontentes com o resultado que a gestão Tarpon vinha entregando – além do aumento de 32% no valor da ação entre o início de 2014 até o início de 2015. Assim, após um ano da gestão Tarpon, o fundo de investimento conseguiria garantir a manutenção do controle por mais um ano. Seria sob este cenário que em 2015 a Tarpon teria pelo menos três assentos no conselho de administração, seria o maior acionista privado e com o presidente executivo vindo da gestora.

---

<sup>3</sup> A transcrição completa da teleconferência de resultados do 3º trimestre de 2014 da BRF S.A. esta disponível em: <http://ri.brf-global.com/>



Com o bom resultado, forte posição de caixa e favorável contexto de mercado, o ano de 2015 foi o melhor ano da história da companhia que teve o maior lucro líquido já reportado e com patamares de margens operacionais nunca antes superados. Neste ano ainda, as ações da companhia atingiram o maior valor histórico de R\$ 72,07 por ação com a companhia valendo mais de R\$ 60 bilhões em valor de mercado. Mesmo com este excelente resultado operacional e com o recorde em valor de mercado, pouco meses depois, ao final do ano de 2015, a ação já estaria valendo R\$ 55,40 por ação, menor em -15% do que do fim de 2014.

Antes de seguir adiante sobre o ocorreu para que a percepção do mercado viesse a mudar tão rapidamente, é pertinente discutir sobre os mecanismos que permitiram a Tarpon garantir a permanência no controle. Note que, tal como foi discutido anteriormente, após o fundo de investimento garantir em essência a condição de controlador, a Tarpon rapidamente começou a movimentar-se a fim de trazer resultados para empresa.

Logo após Abílio Diniz assumir a posição de presidente do conselho de administração, foram colocadas em prática várias ações com objetivo de garantir a manutenção da chapa do conselho eleita em 2013. Neste caso, o poder garantido pelo voto de fé pelo acordo realizado entre os fundos de pensão, só seria mantido a luz de resultados.

Apesar de ser inquestionável a melhora no resultado operacional da companhia, é possível observar importantes medidas que preferenciam melhora no resultado de curto prazo, tal como o pagamento de dividendo e venda de ativos. Nesse sentido, como a Tarpon foi eficaz em conseguir oferecer mudanças relevantes na condução das atividades sociais da BRF, tendo então o direito a manutenção de seu mandato como controlador minoritário.

É verdade que na sessão anterior caracterizar a Tarpon efetivamente como um acionista controlador seria prematuro, uma vez que faltariam elementos que pudessem indiciar a permanência, bem como efetivamente o exercício do poder. Contudo, observe que após ter garantido algum poder como controlador e efetivamente exerce-lo durante três exercícios sociais seguidos, a Tarpon poderia majorar em todas as características acerca do Art. 116.

Sob a ótica dos três pontos relativo a discussão do artigo levantados anteriormente - a maioria dos votos em deliberações em assembleia, capacidade em eleger a administração e direcionar as atividades sociais -, ao longo dos últimos três

anos é evidente que o fundo de investimento conseguiu conduzir os três pontos. Mesmo assim, volta a vigorar a questão da permanência em razão do poder, já que não existe qualquer condição passível de caracterizar o acionista neste caso como detentor da condição permanente do controle.

No entanto, a permanência neste caso foi conduzida a através do poder, visto que o direcionamento das atividades sociais com objetivo de trazer um resultado de curto prazo permitiu a garantia da obtenção da maioria dos votos em assembleia-geral. Neste ponto, observa-se o que foi mencionado, que a administração se torna o meio pelo fim, sendo o exercício do poder como forma de garantir a manutenção da permanência.

Por fim, vale destacar a relação da condição de minoritário *vis-à-vis* a condição de controlador, dado que três dos maiores acionistas ao se favorecer da dispersão acionária conseguem se beneficiar da questão aritmética para obter a aprovação das matérias que sejam em seu favor. Ou seja, pautada na discussão apresentada é razoável afirmar que há elementos para caracterizar o controle minoritário por parte da Tarpon Investimentos S.A..

### 3.3. A “PERMANÊNCIA” COMO FINALIDADE

A partir do resultado do 3º trimestre de 2015, o mercado começou a questionar algumas estratégias adotadas pela Tarpon na gestão da BRF S.A.. O principal questionamento seria acerca da condução das atividades da operação no Brasil que constantemente vinha perdendo *market share* para o principal concorrente. Após a divulgação deste resultado, alguns dos nomeados pelo conselho de administração que ingressaram na diretoria executiva em 2014 começariam a ser repensados levando há uma completa revisão no início de 2016. Como o resultado operacional continuou a se deteriorar ao longo de 2016, a preocupação em se manter no controle também viria e, conseqüentemente, em resposta a isso, novas mudanças também foram anunciadas.

Foi sob este cenário, que em 2016, com o aumento da desconfiança do mercado, um contexto de mercado conturbado pela crise econômica e pelo déficit de milho no Brasil, a empresa viria apresentar o primeiro prejuízo líquido da sua história em contraste ao recorde apresentado em 2015. No início de 2017, com a crise institucional se agravando dentro da companhia, o valor da ação da companhia

voltou para patamares antes mesmo da nomeação de Abílio Diniz e as negociações para que a Tarpon se mantivesse no exercício do controle começaram a se incentivar.

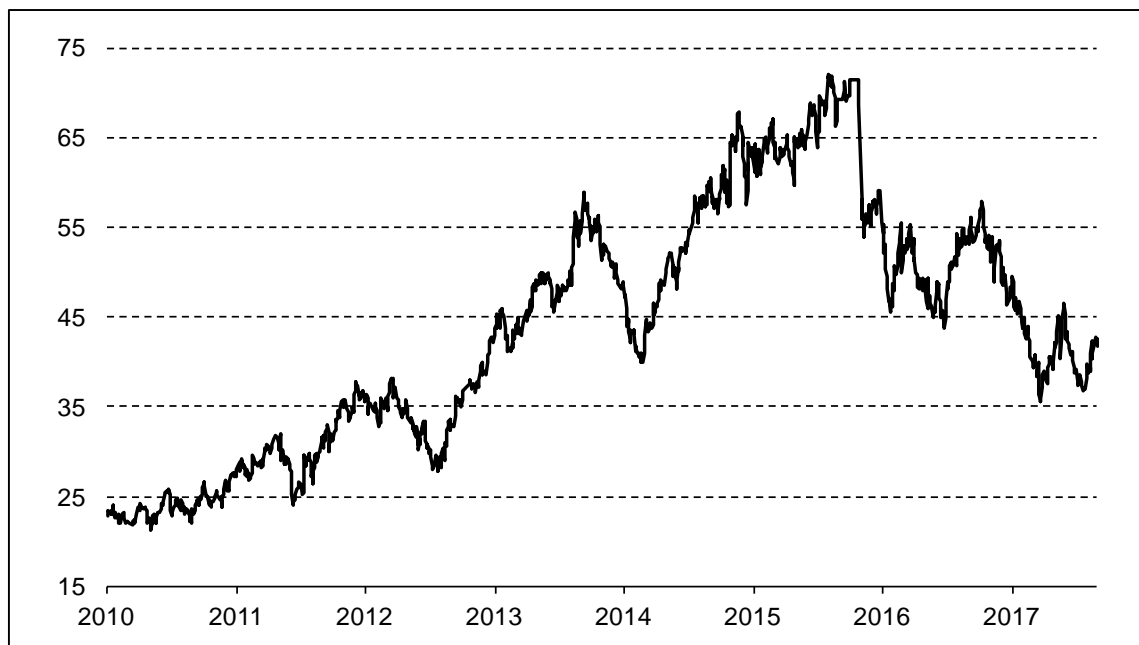


Gráfico 1: Preço da ação da BRFS3 de 04/01/10 até 31/08/17

Como não é âmbito deste artigo analisar os eventos que levaram a variação da ação, mas sim as questões societárias envolvendo a garantia do exercício do controle pela Tarpon, nesta sessão serão apresentadas as principais medidas adotadas pela gestora a fim de conseguir garantir a permanência no poder em um ambiente de crise institucional. Vale, no entanto, mencionar que até o atual momento a gestora continua exercendo o controle minoritário na BRF S.A. e que a apresentação neste artigo não tem como nenhum propósito fazer juízo de valor em relação a alocação de capital do fundo, mas analisar sob uma ótica imparcial sob os aspectos do Art. 116 da Lei 6.404/76.

Seria precoce também fazer qualquer afirmação uma vez que este é um caso que ainda não teve fim. Contudo, sob a ótica do direito societário é interessante haja visto que sugere observações sob como a legislação brasileira atua em casos que há atuação de investidores ativistas.

Nesse sentido, de volta a discussão sobre os eventos que marcaram a gestão Tarpon durante 2016 e até o atual momento, houve dois principais

movimentos possíveis de se observar. De forma resumida, as duas medidas adotadas pelo fundo de investimento seriam alterar a diretoria executiva e intensificar a agenda de aquisições.

Ainda sob o pretexto de três exercícios sociais seguidos de bons resultados, a Tarpon conseguiu obter mais vez a garantia do exercício do controle para o ano de 2016, mas, em um ano, em que a agenda de reformas se intensificaria na BRF. A primeira mudança seria a renúncia da gerente geral para as operações no Brasil. A relevância desta mudança ocorre porque este era o principal nome divulgado pelo fundo de investimento para liderar a mudança nas operações do mercado doméstico, mas que permaneceu pouco mais de um ano na posição.

A divulgação desta renúncia ocorreu no mesmo dia em que foi divulgado o resultado do 2º trimestre de 2016. Além disso, com a renúncia, o conselho de administração realizou em mesma reunião oito alterações em cargo de diretoria, sendo que a maioria eram nomes ligados a gestora de recursos, vindo de empresas que o fundo já tinha investido ou trabalharam diretamente na Tarpon Investimentos S.A – inclusive o nomeado para a posição do diretor de finanças e relação com investidores era parceiro da Tarpon. De outro lado, o fundo de investimento investiria R\$ 2,9 bilhões de reais em 2016 em aquisições para fortalecer a posição da companhia em mercados internacionais.

Como mencionado anteriormente, mesmo com os esforços da gestão em reverter a contínua tendência de deterioração de resultados, o principal concorrente continuaria tendo melhor resultado do que a BRF, além da companhia ter apresentado o primeiro prejuízo da sua história no exercício social de 2016. Com isto, o acordo de boa fé realizado com fundos de pensão e *stakeholders* seria questionado de forma mais intensa pela primeira vez em 2017 desde 2013.

A insatisfação e preocupação em garantir o controle ficaria mais evidente na teleconferência de resultado do 4º trimestre de 2016, pouco meses antes da assembleia-geral, em que Abilio Diniz viria se pronunciar de forma mais contundente:

*Provavelmente essa é a conversa com vocês mais importante de todos esses quase 4 anos que eu falo com vocês pela BRF. É preciso encarar o momento que a companhia está passando e principalmente a desconfiança que vocês estão tendo*

*em relação à companhia, em relação àquilo que nós estamos fazendo. Minha intenção não é de fazer discurso, mas é de deixar as coisas muito claras. (...) Eu quero dizer uma coisa para vocês: nós não vamos garantir resultado no curto prazo; o que nós vamos garantir é que nós não vamos fazer mais o mesmo. Coisas que nós sabemos que têm que ser modificadas nós estamos modificando - e não estamos no gerúndio, tem muita coisa feita. (ABÍLIO DINIZ NA TELECONFERÊNCIA DE RESULTADOS DA BRF S.A. DO 4º TRIMESTRE DE 2016)<sup>4</sup>*

Em 2017, mesmo com a crescente insatisfação do mercado e acionistas com a gestão da Tarpon, o fundo de investimento foi capaz de garantir a manutenção do exercício de controle. No entanto, essa a permanência viria com uma série de exigências e mudanças que levaria mais uma vez a renúncia da maioria dos diretores nomeados em 2016 – principalmente aqueles ligados a Tarpon – e, mais uma vez, com uma reforma organizacional que de certa forma se assemelha ao antigo modelo adotado de 2015. Isso é, diferente do que teria ocorrido em assembleia-gerais anteriores, para garantir a permanência, a última assembleia-geral tornou-se um ambiente de barganha para que a gestora pudesse garantir a condição de permanência entre aqueles que compunham o acordo de fé.

Por fim, quais são as observações que o caso BRF permite observar para o entendimento do exercício do controle por investidores ativistas? A fim de sumarizar as principais percepções sobre o que foi discutido anteriormente é possível apontar:

- i) No caso BRF é possível observar que há uma certa penumbra no que se diz respeito a caracterização ou aquisição do exercício do poder de controle, seja em vista do Art. 116 ou do Art. 254 da Lei 6.404/76, em sociedades que há dispersão acionária;
- ii) Acionistas podem formular um acordo de voto sem necessariamente recorrerem a existência de um acordo de acionistas e, por meio deste, ainda que não seja em caráter permanente conseguir conduzir as atividades sociais da companhia;

---

<sup>4</sup> A transcrição completa da teleconferência de resultados do 4º trimestre de 2016 da BRF S.A. esta disponível em: <http://ri.brf-global.com/>

- iii) É possível observar que no caso, por não existir garantia de permanência no exercício do controle, a administração pode tender a preferenciar ações de curto prazo para obter a manutenção do poder de controle;
- iv) Em sociedades com dispersão acionária, a administração pode se tornar um meio para se tornar o fim em se garantir o exercício do poder de controle, uma vez que o controlador minoritário tem interesse em garantir a manutenção do controle por meio da troca de votos em assembleia-geral.

Ou seja, o caso BRF é um exemplo prático e atual sobre o que pode se entender da atuação de um investidor ativista. Ainda que não haja um capítulo final nesta história, é possível verificar vários elementos discutidos neste artigo sobre a existência do controle minoritário sob o ponto de vista formal. O principal objetivo desta dissertação com a apresentação deste caso é oferecer e contribuir para a discussão da matéria dentro do direito societário, uma vez que apesar de não existir consenso na literatura sobre a caracterização do controle minoritário, é uma realidade evidente e atuante em uma das principais empresas de alimento brasileira.

#### **4. CONCLUSÃO**

O artigo primeiro discorreu sobre quais são os elementos essenciais do exercício do controle e a possibilidade de existência do controle minoritário em empresas de capital aberto brasileira com base no Art. 116 da Lei 6.404/76. Nesse contexto foi possível apontar que a condução do exercício do controle ocorre essencialmente por meio do conceito de permanência: isso é, um acionista ou grupo de acionistas, que por meio de acordo de votos, seria considerado controlador apenas se deter a maioria dos votos em assembleia-geral. Por conseguinte, a literatura e a evidência indicam que apesar de existir acionistas minoritários que atuam sobre a influência do poder para obter o exercício do controle, há poucos elementos dedutivos na lei que permitam caracterizar estes acionistas como controlador, o que fragiliza e amplia a discussão a respeito da possibilidade de existência da figura do controle minoritário no Brasil sob o aspecto formal.

A discussão existente na literatura sobre a possibilidade de se caracterizar o controle minoritário é controversa. De um lado, entre aqueles que acreditam na

caracterização do controle minoritário, como Comparato, por exemplo, defende que a noção do poder destes acionistas é capaz de prevalecer nas votações em assembleia na medida em que existem acionistas omissos permitindo que estes acionistas minoritários prevaleçam nas votações em assembleia-geral. Enquanto isso, entre aqueles que não veem elementos suficientes para caracterizar o controle minoritário, como Carvalhosa, entende que há um vácuo no Art. 116 para caracterizar qualquer acionista que não detenha a maioria das ações, uma vez que não há sinônimo de permanência fora desta condição. Apesar disso, a literatura concorda que apesar de, sob o aspecto formal, existir discussões acerca da possibilidade de configurar o controle minoritário, sob o aspecto essencial, é notável a crescente presença deste tipo de acionistas assumindo funções de controlador, principalmente em sociedades com dispersão acionária.

Ao observar que acionistas minoritários podem assumir funções de controlador por meio do exercício do poder, mas que por falta de elementos na lei que possam caracteriza-los como tal, foi discutido os diferentes mecanismos para deter o exercício do controle e os incentivos que este acionista pode obter nesta posição. É possível sumarizar que a forma pelo qual os acionistas ativistas tendem a obter controle é através da influência sobre os demais acionistas possibilitando a formação de bloco de controle para garantir o poder e, através da assembleia-geral, a manutenção da permanência em exercer o poder de controle.

Entre os incentivos foi possível observar que investidores ativistas têm incentivos econômicos e sociais para usufruir de qualidades de um acionista controlador, mas com menor exposição ao risco, uma vez que ao deter menos da maioria do capital social, este poderia usufruir da sua influência para direcionar as atividades sociais ao mesmo tempo que não estaria exposto às responsabilidades do Art. 117 da Lei 6.404/76, bem como de custos de transação envolvendo o Art. 254 da mesma lei.

Foi neste contexto, que apesar de reconhecido a possibilidade existência de um acionista minoritário majorar como controlador, é relevante colocar em perspectiva o ambiente de mercado sob qual a Lei 6.404/76 foi redigida, dado que a vasta maioria das empresas de capital brasileiro são de capital concentrado e continua sendo. Isso é, o Art. 116 apesar de não se adequar uma realidade de mercado em que há maior dispersão acionária confere uma regulação objetiva para a maioria das empresas de capital aberto brasileira. Por outro lado, é consenso na

literatura, que em um contexto de que o mercado tende a ter maior dispersão acionária, se faz necessária adequar atual regulação para um aspecto mais voltado a noção do poder do que propriamente ao de permanência, tal como já ocorre no mercado americano, por exemplo.

No caso Tarpon Investimentos S.A. e BRF S.A. foi apresentado e discutido a construção e a atuação de um acionista ativista buscando obter o controle de uma companhia com dispersão acionária. Ao longo do caso foram relacionados diferentes aspectos apresentados durante a discussão sobre o Art. 116 e a caracterização do exercício do controle.

Um ponto discorrido ao longo do caso é a distinção sobre quando há caracterização do exercício do poder de controle por parte de um acionista minoritário. Isso ocorre porque não há no caso BRF ou em casos semelhantes, elementos objetivos para clarificar quando há propriamente a alienação do controle em casos de dispersão acionária, mesmo sob a luz do Art. 254 da Lei 6.404/76. Ao longo da discussão do caso, foi possível observar que mesmo quando o minoritário em questão, Tarpon Investimentos, detem relevante influência significativa sobre os órgãos sociais, faltam pontos para majore a efetividade do Art. 116.

Por outro lado, foi possível verificar que com a frequente hegemonia frente deliberações em assembleia-geral e o controle sobre a administração, é evidente que o acionista minoritário atuou como controlador. No caso em questão, isso foi possível por dois motivos: i) seja pela construção de um acordo de boa fé entre os principais acionistas, compondo um bloco de voto, mas não um acordo de acionista, com 1/3 das ações do capital social e ii) o contínuo uso do poder em conduzir a administração em pró do interesse desses bloco de voto para garantir a manutenção do exercício do poder de controle.

Outro ponto observado é que o uso do poder para conduzir as atividades sociais por parte de um grupo minoritário com incentivos de curto prazo pode favorecer apenas o grupo interessado e não a finalidade social da companhia. Isso é, apesar da BRF ter apresentado resultados recordes ao longo dos três anos sob a gestão Tarpon, atualmente a companhia passar por uma grave crise institucional, em que a atuação deste controlador minoritário tem sido questionada e há garantia da permanência tem por meio de troca de interesses de acionistas individuais.

A principal conclusão do artigo e da análise do caso é que em vista que uma economia brasileira tende a migrar para sociedades com dispersão acionária, seria



necessário adequar o Art. 116 e Art. 254 da Lei 6.404/76 para um visão do exercício do controle por poder ao invês da noção de permanência. Essa noção é corroborada não apenas com a discussão do caso BRF, mas também defendida por vários autores da literatura nacional e estrangeira. Além de reduzir custos de transação envolvendo transações societária, coloca a legislação brasileira em patamar semelhantes a economias com mercados de mais capitais desenvolvidos.

## 5. REFERÊNCIAS

BARBIERI, FV; HENTZ, PS. O ativismo de acionistas e o papel do Conselho de Administração na condução de práticas de Governança Corporativa. Brazil, South America, 2011.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. Direito das minorias na Sociedades Anônimas. Sociedade Anônima Atual. São Paulo: Atlas, 2004

BERTOLDI, MM. O poder de controle na sociedade anônima: alguns aspectos; Brazil, South America, 2004.

RIBEIRO, Camila. Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado. 2014

CARVALHOSA, Modesto. Acordo de acionistas. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. 1º vol. São Paulo: Saraiva, 2002.

CHIU, IH. The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism. Oxford : Hart Publishing, 2010. (Contemporary Studies in Corporate Law). ISBN: 9781841136585.

ERASMO VALLADÃO A. e N., F. Atos e operações societárias em fraude à lei, visando à tomada ilícita do controle de companhia aberta - abuso do poder de controle e conflito de interesses caracterizados - invalidade. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. 2006.

EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In:

FILHO, Celso. Acordo de acionistas. Belo Horizonte: Revista Del Rey, 1993

FLORENCIO, DT. Análise do entendimento do Colegiado da CVM sobre os conceitos de alienação de controle e de poder de controle para a aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. Brazil, South America, 2014.

AUGUSTO MONTE, S. A função social e o controle do poder de controle nas companhias. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. 2004.

HARTMANN, MD. Shareholder Activism : Benefits and Drawbacks. Frankfurt am Main : Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften, 2014. (Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht). ISBN: 9783631642931.

KONDER COMPARATO, Fabio. O poder de controle na sociedade anônima. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014

LAMMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. Journal of Political Economy, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R. et al. Corporate ownership around the world. Journal of Finance, v. 54, p. 471-518, 1999.

LOMBARD-PLATET, Thaís. O Acordo de acionistas e a pulverização do mercado acionário brasileiro. 2013.

GASTÃO PAES DE BARROS, L. Restrições a transferências de ações e alteração do poder de controle. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. 2010.

MONKS, R; MILLER, A; COOK, J. Shareholder activism on environmental issues: A study of proposals at large US corporations (2000–2003). Natural Resources Forum. 28, 4, 317-330, Nov. 2004. ISSN: 01650203.

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

MORI, LK. Da concentração para a dispersão acionária no Brasil: transferências de controle minoritário e a (in)adequação da oferta pública de ações (tag along). 2013.

NORLI, Ø; OSTERGAARD, C; SCHINDELE, I. Liquidity and Shareholder Activism. Review of Financial Studies. 28, 2, 486-520, Feb. 2015. ISSN: 08939454.

MARTES, CR. Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado ; About the minority control in companies listed in the New Market segment. Brazil, South America, 2014.

DOS REIS COIMBRA DE, S. A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira. 2011.

PATELLA, Laura Amaral. Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos. 2015

PALLU, PR. O acionista e o poder de controle na sociedade anônima. Brazil, South America, 2013.

PEREIRA CÂMERA, L; CARVALHAL DA, S; SILVIA MOURTHÉ, V. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. Revista de Administração Contemporânea. Curitiba, 1, 7, 2002. ISSN: 1982-7849.

SCHREUDERS, RF. Alienação do poder de controle e obrigatoriedade de OPA. Brazil, South America, 2015.

SIKAVICA, K. Strategic Shareholder Management—Directors' Best Answer to Shareholder Activism. (cover story). Board Leadership. 2015, 137, 1-8, Jan. 2015. ISSN: 10614249

SUN, Y; et al. Shareholder Activism and Earnings Management Incentives: An Empirical Examination of Shareholder Proposals in the United States. Journal of International Financial Management & Accounting. 24, 3, 234-260, Sept. 2013. ISSN: 09541314.

TEIXEIRA, Ana Isabel Ferreira Da Silva - O dever de lealdade dos administradores [Em linha]. Lisboa: ISCTE, 2012. Dissertação de mestrado.

TRINDADE, CA. A Lei nº 10.303/2001 e a questão da proteção dos acionistas minoritários, no caso da alienação do controle. 2014.

VICENTE LIMA, C; ELEUTERIO VALLELADO, G. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil / Possible activism strategy of pension funds in Brazil. Revista de Economia Contemporânea. Rio de Janeiro, 1, 139, 2006. ISSN: 1415-9848.

VOUßEM, B; SCHÄFFER, U; SCHWEIZER, D. Top management turnover under the influence of activist investors. Journal of Management & Governance. 19, 3, 709-739, Aug. 2015. ISSN: 13853457.