

**A ANATOMIA DO
DIREITO SOCIETÁRIO:
Uma Abordagem
Comparada e Funcional**

Terceira edição

Reinier Kraakman

John Armour

Paul Davies

Luca Enriques

Henry Hansmann

Gerard Hertig

Klaus Hopt

Hideki Kanda

Mariana Pargendler

Wolf-Georg Ringe

Edward Rock

Com contribuições de Sofie Cools e Gen Goto

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Lucas Carlos de Oliveira Silva CRB-8/9824

KRAAKMAN, Reinier et al.

A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional / Reinier Kraakman et al.; tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018. 518p.

Título original: "The Anatomy of Corporate Law, a Comparative and Functional Approach. Third edition.

ISBN 978-85-53066-07-0

1. Direito societário - Direito comparado. 2. Governança corporativa - Direito comparado. 3. Transação entre partes relacionadas - Direito comparado. I. Autores. II. PARGENDLER, Mariana, tradutora III. Título

CDU 347.7

Cutter K89a

Karina Borsari

CRB-8/4951

THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH, THIRD EDITION, was originally published in English in 2017. This translation is published by arrangement with Oxford University Press. Editora Singular Ltda and PGTRUST Planejamento Empresarial Ltda are responsible for this translation from the original work and Oxford University Press shall have no liability for any errors, omissions or inaccuracies or ambiguities in such translation or any losses caused by reliance thereon.

(a) Oxford University Press

(a) da edição brasileira

Editora Singular e PG Trust

Coordenador editorial	José Carlos Busto
Diagramação	Dorival Lopes Junior
Tradução	Mariana Pargendler
Capa	Haydée Murgel Marangoni
Revisão	Paola Morsello
Formato	16 x 23 cm
Papel	Offset 75g/m ²
Tipologia	Times New Roman
Número de páginas	518

Editora Singular

Telefone: 11 3862-1241

www.editorasingular.com.br

singular@singular.com.br

1133917

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	5
Apresentação	7
Prefácio	11
Lista de autores	25
1. O que é o direito societário?	31
<i>John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman e Mariana Pargendler</i>	
1.1 Introdução	31
1.2 O que é uma sociedade anônima?.....	38
1.2.1 Personalidade jurídica.....	38
1.2.2 Responsabilidade limitada.....	44
1.2.3 Ações transferíveis	46
1.2.4 Administração delegada com estrutura de conselho	49
1.2.5 Propriedade de investidores	52
1.3 Fontes do direito societário.....	55
1.3.1 Tipos societários especiais e parciais	56
1.3.2 Outros ramos do direito.....	57
1.4 Lei ou contrato em assuntos societários	59
1.4.1 Normas cogentes ou dispositivas	60
1.4.2 Os benefícios das normas jurídicas	63
1.4.3 Escolha do regime jurídico.....	65
1.5 Qual é o objetivo do direito societário?.....	68
1.6 Quais forças moldam o direito societário?	72
2. Problemas de agência e estratégias jurídicas	79
<i>John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman</i>	
2.1 Três problemas de agência.....	79
2.2 Estratégias jurídicas para reduzir custos de agência.....	82
2.2.1 Regras e standards.....	85
2.2.2 Determinação dos termos de entrada e saída	86
2.2.3 <i>Trusteeship</i> e recompensa.....	89
2.2.4 Eleição e destituição.....	92
2.2.5 Iniciação e ratificação.....	93
2.2.6 Estratégias <i>ex post</i> e <i>ex ante</i>	93
2.3 Divulgação de informações.....	95
2.4 Cumprimento e efetivação (<i>enforcement</i>)	96
2.4.1 Efetivação e intervenção	97
2.4.2 Iniciadores da efetivação.....	98

A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional

2.4.2.1	Efetivação pública	99
2.4.2.2	Efetivação privada	100
2.4.2.3	Controle por guardiões (<i>gatekeepers</i>).....	102
2.4.3	Sanções	103
2.5	Estratégias jurídicas no contexto societário.....	106
2.6	Diferenças sistemáticas.....	108

3. A estrutura de governança básica: os interesses dos acionistas como classe

111

John Armour, Luca Enriques, Henry Hansmann e Reinier Kraakman

3.1	Administração delegada e conselhos societários	112
3.2	Direitos de eleição e decisão	115
3.2.1	Eleição de conselheiros	118
3.2.2	Destituição de conselheiros	122
3.2.3	Direitos de decisão	125
3.2.4	Coordenação dos acionistas	128
3.3	Incentivos aos agentes	134
3.3.1	A estratégia de <i>trusteeship</i> : conselheiros independentes.....	135
3.3.2	A estratégia de recompensa: remuneração dos executivos.....	142
3.4	Restrições jurídicas e direitos de afiliação.....	147
3.4.1	A estratégia de restrições	147
3.4.2	Divulgação de informações relacionadas à governança corporativa....	152
3.5	Explicando a variação entre os países	154

4. A estrutura de governança básica: acionistas minoritários e grupos não acionistas.....

163

Luca Enriques, Henry Hansmann, Reinier Kraakman e Mariana Pargendler

4.1	Proteção dos acionistas minoritários	163
4.1.1	Direitos de eleição dos acionistas e desvios do princípio “uma ação, um voto”	164
4.1.2	Direitos de decisão dos acionistas minoritários	171
4.1.3	A estratégia de incentivo: <i>trusteeship</i> e tratamento igualitário	173
4.1.3.1	A estratégia de <i>trusteeship</i> e conselheiros independentes.....	173
4.1.3.2	A norma de tratamento igualitário	176
4.1.4	Restrições e direitos de afiliação	178
4.2	Proteção dos empregados	180
4.2.1	Estratégias de direitos de eleição e decisão.....	182
4.2.2	As estratégias de incentivos e restrições	185
4.3	Proteção dos grupos externos	187
4.3.1	Estratégias de afiliação	189

4.3.2	Estratégias de direitos de eleição e decisão.....	191
4.3.3	As estratégias de incentivos e restrições	195
4.4	Explicando diferenças e semelhanças entre países.....	201
4.4.1	O direito nos livros (“ <i>law-on-the-books</i> ”)	201
4.4.2	O direito na prática.....	204
4.4.2.1	Acionistas minoritários	204
4.4.2.2	Proteção dos empregados	208
4.4.2.3	Grupos externos	212
5.	Operações com credores.....	215
	<i>John Armour, Gerard Hertig e Hideki Kanda</i>	
5.1	Separação patrimonial e problemas de agência.....	216
5.1.1	Separação patrimonial e credores sociais.....	216
5.1.2	Problemas de agência acionista-credor	218
5.1.2.1	A iminência da insolvência (<i>vicinity of insolvency</i>).....	224
5.1.2.2	Grupos.....	225
5.1.2.3	Externalidades.....	227
5.1.3	Coordenação credor-credor e problemas de agência.....	229
5.2	Empresas solventes.....	233
5.2.1	A estratégia de afiliação: divulgação obrigatória de informações.....	233
5.2.1.1	Companhias fechadas	235
5.2.1.2	Companhias abertas.....	236
5.2.1.3	Grupos.....	237
5.2.1.4	O papel dos guardiões (<i>gatekeepers</i>).....	238
5.2.2	A estratégia das regras: capital social.....	242
5.2.2.1	Capital mínimo	242
5.2.2.2	Restrições à distribuição.....	244
5.2.2.3	Perda de capital.....	247
5.3	Empresas em dificuldades	248
5.3.1	A estratégia dos standards	249
5.3.1.1	Conselheiros	250
5.3.1.2	Acionistas.....	255
5.3.1.3	Credores e outros terceiros	261
5.3.2	Estratégias de governança	263
5.3.2.1	Direitos de eleição	263
5.3.2.2	Direitos de decisão.....	267
5.3.2.3	Estratégia de incentivos	269
5.4	Regimes de propriedade acionária e proteção dos credores.....	271
5.4.1	Controles regulatórios ou contratuais para empresas solventes?	273
5.4.2	O papel do direito das empresas em crise	276

A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional

6. Transações entre partes relacionadas	279
<i>Luca Enriques, Gerard Hertig, Hideki Kanda e Mariana Pargendler</i>	
6.1 Por que as transações entre partes relacionadas são permitidas?.....	281
6.2 Estratégias jurídicas para transações entre partes relacionadas.....	282
6.2.1 A estratégia de afiliação.....	283
6.2.1.1 Divulgação obrigatória de informações.....	283
6.2.1.2 Dissolução e direitos de saída.....	292
6.2.2 Estratégias de incentivos aos agentes.....	293
6.2.2.1 Deixar o conselho decidir.....	294
6.2.3 A estratégia dos direitos de decisão: votos dos acionistas.....	300
6.2.4 A estratégia das regras: proibição de transações com conflito de interesses.....	303
6.2.5 A estratégia dos standards: dever de lealdade e controle de transações intragrupo.....	309
6.2.5.1 Conselheiros e diretores.....	310
6.2.5.2 Acionistas controladores.....	311
6.2.5.3 Grupos.....	312
6.2.5.4 Efetivação.....	314
6.3 Regimes de propriedade acionária e transações entre partes relacionadas	317
7. Mudanças fundamentais	325
<i>Edward Rock, Paul Davies, Hideki Kanda, Reinier Kraakman e Wolf-Georg Ringe</i>	
7.1 O que são mudanças fundamentais na relação entre os participantes da empresa?	327
7.2 Reforma do estatuto	331
7.2.1 O conflito administração-acionista na reforma do estatuto.....	337
7.2.2 O conflito acionista majoritário-minoritário na reforma do estatuto....	338
7.3 Emissão de ações.....	341
7.3.1 O conflito administrador-acionista.....	341
7.3.2 O conflito majoritário-minoritário.....	344
7.4 Fusões, incorporações e cisões.....	347
7.4.1 O conflito administração-acionista em fusões e incorporações	350
7.4.1.1 Blindagem dos administradores.....	351
7.4.1.2 Autointeresse da administração	352
7.4.2 O conflito acionista majoritário-minoritário em fusões e incorporações	356
7.4.2.1 Quando a controladora tem mais de 90%.....	357
7.4.2.2 Quando a controladora tem menos de 90%.....	358
7.4.2.3 Exclusão dos minoritários sem fusão ou incorporação.....	360
7.4.2.3.1 Venda compulsória de ações.....	360
7.4.2.3.2 Outras técnicas de exclusão dos minoritários.....	363

7.4.3 A proteção dos grupos não acionistas em fusões e incorporações	364
7.4.3.1 A proteção dos credores	364
7.4.3.2 A proteção dos empregados	364
7.4.4 Cisões societárias	368
7.5 Alteração do estado da constituição e transformação do tipo societário	370
7.6 Disposições gerais sobre operações significativas	377
7.7 Explicando as diferenças na disciplina de mudanças fundamentais	380
8. Transferências de controle	385
<i>Paul Davies, Klaus Hopt e Wolf-Georg Ringe</i>	
8.1 Problemas regulatórios em transferências de controle	385
8.1.1 Transferências de controle	385
8.1.2 Questões de agência e coordenação	389
8.1.2.1 Conflitos de agência	389
8.1.2.2 Problemas de coordenação	391
8.1.2.3 Problemas de agência de não acionistas	391
8.1.2.4 As fontes das normas que regem as transferências de controle	394
8.2 Problemas de agência em transferências de controle	396
8.2.1 A escolha dos direitos de decisão: somente acionistas ou acionistas e conselho	396
8.2.2 A regra da “não frustração”	397
8.2.2.1 Não frustração, neutralidade, passividade e ofertas concorrentes	400
8.2.2.2 Cavaleiros brancos e ofertas concorrentes	401
8.2.3 Tomada de decisão conjunta	403
8.2.3.1 Estratégias para controlar o poder do conselho de tomar medidas defensivas	407
8.2.3.2 <i>Standards</i>	408
8.2.3.3 Direitos de destituição	409
8.2.3.4 <i>Trusteeship</i>	410
8.2.3.5 Estratégia de recompensa	412
8.2.4 Medidas defensivas pré-oferta	414
8.3 Problemas de coordenação entre acionistas da companhia alvo	418
8.3.1 Divulgação de informações	419
8.3.2 Estratégia de <i>trusteeship</i>	422
8.3.3 Estratégia de recompensa (partilha)	422
8.3.4 Direitos de saída: regra da OPA obrigatória e manutenção da oferta aberta	424
8.3.5 Aquisição de minorias remanescentes	430

A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional

8.4	Questões específicas quanto à aquisição de um acionista controlador	432
8.4.1	Direitos de saída e partilha do prêmio de controle.....	433
8.4.2	Facilitando ofertas para companhias controladas.....	436
8.4.2.1	Enfraquecendo a regra da OPA obrigatória	437
8.4.2.2	Abordando elementos técnicos: a regra de neutralização (<i>breakthrough rule</i>).....	439
8.5	Explicando diferenças na disciplina de transferências de controle	441
8.5.1	Diferenças na forma e diferenças na substância.....	442
8.5.2	Diferentes ambientes regulatórios.....	443
8.5.3	Considerações de economia política	446
8.5.4	Incerteza regulatória.....	448
9.	Direito societário e mercado de capitais.....	453
	<i>Luca Enriques, Gerard Hertig, Reinier Kraakman e Edward Rock</i>	
9.1	Regulação do mercado de capitais e estratégias jurídicas	455
9.1.1	Por que regular o mercado de capitais?.....	455
9.1.2	Estratégias de afiliação	458
9.1.2.1	A subprodução de informação	458
9.1.2.2	As evidências empíricas.....	459
9.1.2.3	Os benefícios da informação	461
9.1.2.4	A abrangência das exigências de divulgação	462
9.1.2.5	O conteúdo da divulgação de informações.....	465
9.1.2.6	Métodos de contabilidade.....	470
9.1.2.7	Protegendo os direitos de saída: tomando os compromissos confiáveis.....	474
9.1.3	Estratégias de governança e regulação.....	476
9.1.3.1	Controles de qualidade	476
9.1.3.1.1	Estratégias de governança	477
9.1.3.1.2	Verificações de qualidade ao ingressar no mercado	478
9.1.3.2	Restrições à manipulação de mercado (fraude ao mercado) e ao uso indevido de informação privilegiada (<i>insider trading</i>).....	479
9.2	Efetivação da regulação do mercado de capitais	481
9.2.1	Efetivação pública	482
9.2.2	Efetivação privada.....	484
9.2.3	Controle por guardiões (<i>gatekeepers</i>)	489
9.3	Convergência e persistência na regulação do mercado de capitais	491

10. Para além da anatomia	497
<i>John Armour, Luca Enriques, Mariana Pargendler e Wolf-Georg Ringe</i>	
10.1 Para além da análise	497
10.2 Para além da abrangência	499
10.3 Para além do presente	501
Índice Remissivo Alfabético	507