FGV DIREITO SP

MESTRADO PROFISSIONAL

O acionista de referência em operações societárias: estruturas e práticas de governança

Rafael Costa Silva

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 31.01.2025

1. Tema, contexto e delimitação de escopo

Como fenômeno recente e ainda, como decorrência do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, é notável o aumento de sociedades anônimas com ações admitidas à negociação nos segmentos especiais de listagem da B3 S.A. sem controlador majoritário, isto é, com o seu capital social pulverizado entre acionistas.

Diante deste fenômeno, a dicotomia entre acionista controlador majoritário e acionistas minoritários, as duas figuras jurídicas mais facilmente identificáveis pela Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.), cede espaço para o surgimento de uma nova figura: o acionista com participação minoritária relevante, comumente denominado pelo jargão "*acionista de referência*".

O acionista de referência, muito embora não possua participação acionária majoritária (isto é, representativa de 50% mais uma ação votante), de forma isolada ou mesmo em bloco de controle, pode exercer influência significativa na vida social, prevalecendo nas matérias submetidas à apreciação da Assembleia Geral de Acionistas.

Ainda, é igualmente comum que o acionista de referência seja um "*investidor qualificado*" ou "*investidor profissional*" de acordo com a regulamentação aplicável, razão pela qual esse tipo de acionista normalmente representa para a companhia, seus administradores e os demais acionistas um núcleo de ativismo acionário.

Esse ativismo acionário, ou protagonismo, se revela com clareza em decisões fora do curso normal dos negócios das companhias, como, por exemplo, na ocorrência

de operações societárias. Por esse motivo, nos dois últimos anos o termo "*acionista de referência*" foi regularmente noticiado[1] de forma associada a operações societárias.

Contudo, não há uma orientação jurídica clara a respeito de quais são os direitos, deveres e responsabilidades de um "*acionista de referência*" em companhias de capital disperso[2]. Em recente trabalho, (VILELLA MAFRA ALVES DA SILVA, 2024) apresentou bases iniciais para o desenvolvimento de um conceito jurídico para o "*acionista de referência*", mas enunciando que o conceito foi pouco explorado em trabalhos acadêmicos.

A falta de clareza sobre a qualificação jurídica dessa figura impacta a estruturação de operações societárias em companhias de capital disperso, especialmente aquelas que implicam saída dos segmentos especiais de listagem da B3 S.A., pois a regulamentação aplicável não aborda o status das ações do acionista de referência, se ações de controle ou ações em circulação[3], nem esclarece quais são as limitações ao direito de voto de acionistas de referência em quóruns exclusivos de acionistas minoritários[4].

Assim é que, a partir do contexto apresentado, buscar-se-á desenvolver um trabalho exploratório em torno de questão central de pesquisa enunciada nos seguintes termos: "*Em companhias de capital disperso, quais são as estruturas e práticas de governança mais eficientes e recomendáveis para operações societárias protagonizadas ou ancoradas por acionistas de referência?*".

A partir dessa questão central de pesquisa, o trabalho apresentará proposta de qualificação jurídica para o acionista de referência a partir da Lei das S.A., da

---

[1] https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-trindade/coluna/acionista-de-referencia-o-que-e-e-para-que-serve.ghtml (acessado em 26/01/2025); https://valor.globo.com/empresas/governanca-de-valor/post/2024/10/a-influencia-dos-acionistas-de-referencia.ghtml (acessado em 26/01/2025); https://capitalaberto.com.br/canais/governanca-e-o-futuro-by-blanchet/definicao-e-limites-do-acionista-de-referencia/ (acessado em 26/01/2025); https://capitalaberto.com.br/canais/acionista-de-referencia-deveres-e-responsabilidades/ (acessado em 26/01/2025); https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/sabesp-reacende-debate-sobre-acionista-de-referencia/ (acessado em 26/01/2025).

[2] (COELHO, 2023): "*The absence of a corporate governance framework aligned with dispersed ownership structures and the lack of precise ownership definitions in legislation creates na environment of regulatory uncertainty. [...] The emergence of reference shareholders has brought forth several challenges unadressed by the existing law.*"

[3] Para fins da pesquisa, será adotada a definição do Regulamento do Novo Mercado para "Ações em Circulação": "*todas as ações emitidas pela companhia, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia e aquelas em tesouraria*".

[4] Exemplificativamente, os quóruns previstos nos artigos 46, parágrafo único, e 70 do Regulamento do Novo Mercado.

regulamentação da CVM e dos manuais da B3 S.A., bem como abordará a posição dessa figura jurídica no contexto de operações societárias complexas por ele protagonizadas a fim de identificar as melhores práticas na estruturação de tais operações.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

Para o desenvolvimento da pesquisa, propõe-se que o trabalho se desdobre nos quesitos apresentados no Anexo A deste projeto.

Como fontes de pesquisa para o desenvolvimento do projeto, serão empregadas as seguintes modalidades: (i) legislação aplicável; (ii) doutrina; (iii) decisões administrativas da CVM e da B3 S.A.; (iv) trabalhos acadêmicos; (v) matérias jornalísticas; (vi) análise de documentos públicos nos sites da CVM, B3 e de relações com investidores de companhias sobre operações societárias complexas ocorridas nos últimos dez anos; e (vii) entrevistas com representantes da superintendência da regulação de emissores da B3 S.A. e *heads* de bancos de investimento.

Como o tema a ser pesquisado foi pouco explorado por meio da doutrina nacional, é provável que o pesquisador tenha que obter suporte em textos acadêmicos estrangeiros e até mesmo desenvolver um breve trabalho de direito comparado para realizar a transposição do conceito "*acionista de referência*" para a legislação societária brasileira.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

A relevância do trabalho se evidencia pela crescente necessidade de estruturar operações societárias eficientes e com segurança jurídica em companhias de capital disperso, que são um fenômeno crescente em nossa jurisdição.

Tendo em vista a escassa produção acadêmica a respeito do conceito de "*acionista de referência*", bem como sobre estruturas e práticas de governança para operações societárias protagonizadas ou ancoradas por esse tipo de acionista, o trabalho reúne elementos para ser inovador no campo do direito societário e da regulação de companhias abertas.

O resultado da pesquisa será útil para assessores jurídicos, assessores financeiros e órgãos reguladores do mercado de capitais no enfrentamento de entraves regulatórios em operações societárias envolvendo companhias de capital disperso.

4. Familiaridade com objeto da pesquisa

Desde 2017, o pesquisador atua com a prática societária e de fusões e aquisições, prestando consultoria jurídica para clientes brasileiros e estrangeiros em operações societárias de alta complexidade, principalmente envolvendo companhias listadas na B3 S.A.

Nas operações societárias e de fusões e aquisições, há constante contato com a regulamentação da CVM e da B3 S.A. relativamente a emissores de valores mobiliários categoria "A", seja em sua estruturação, na elaboração da documentação, ou na constante interação com tais órgãos reguladores para a conclusão da operação.

Entre operações realizadas nos últimos 5 anos, estão listadas abaixo as principais transações (todas já concluídas e divulgadas ao mercado) em que o pesquisador atuou, no âmbito das quais temas relacionados ao escopo da pesquisa foram enfrentados pelas partes e seus assessores:

Ano	Precedente
2020 - 2021	Combinação de negócios entre Localiza e Companhia de Locação das América
2021	Combinação de negócios entre Hering e Grupo Soma
2021	Combinação de negócios entre Banco Pan e Mosaico
2021	Aquisição da Kabum pelo Magazine Luiza
2021 - 2022	Aquisição do Grupo Big pelo Atacadão
2021-2022	Migração da base acionária do Inter S.A. para a Nasdaq
2021 - 2022	Aquisição de parcela dos ativos da Oi Móvel S.A.
2022 - 2023	Aquisição da Boa Vista Serviços pela Equifax Inc.
2023-2024	OPA da CEEE-G
2024	OPA da Cielo

Desse modo, o recorte temático proposto para a pesquisa se alinha com a atuação profissional do pesquisador, sendo certo que a qualificação jurídica do "*acionista de referência*" para fins de operações societárias é objeto de consulta recorrente na fase de estruturação de operações societárias.

5. Bibliografia preliminar

AMEC. Corporations Brasileiras: Aspectos de Governança e Dilemas de Crescimento. **Radar do Gestor**, Setembro 2022.

ANTONACCI NEVES, P. **Conflito entre Acionistas, Concentração Acionária, Governança Corporativa e Valor da Empresa: um Estudo nas Companhias Abertas Brasileiras**. Universidade Federal de Belo Horizonte. Belo Horizonte. 2015.

BATISTA DA SILVA, M. M. **Índice de Risco de Expropriação de Acionistas Minoritários: Uma Análise com os Níveis Diferenciados de Governança Corporatva e Risco Idiossincrático**. Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. 2018.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Presidência da República. [S.l.]. 1976.

CAPITAL ABERTO. Acionista de Referência - deveres e responsabilidades. **Capital Aberto**, São Paulo, 5 dez. 2023.

CAPITAL ABERTO. Definição e limites do acionista de referência. **Capital aberto**, São Paulo, 10 jun. 2024.

COELHO, F. Opinion of AMEC. **Amec Opinion**, 23 dez. 2023. Disponivel em: <https://amecbrasil.org.br/content/opinion-of-amec/?lang=en>. Acesso em: 26 jan. 2025.

EIZIRIK, N. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: R. MONTEIRO DE CASTRO, ; N. DE MOURA AZEVEDO, L. A. **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societárioe Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 178 - 190.

FREDERICO OIOLI, E. **A Superação do Modelo de Concentração Acionária no Brasil: o Regime Jurídico das Companhias de Capital Disperso na Lei das Sociedades Anônimas**. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2013.

GAMA, L. **O poder de controle na Lei das S.A. e as companhias abertas**. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2023.

GORGA, E. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, 2009.

MARQUES MILANI, F.; PERES FREOA,. Ações e Dinheiro em Combinações de Negócios entre Companhias Abertas. **Revista do Advogado**, São Paulo, p. 57 - 66, jul. 2023. ISSN 158.

MARTES, C. **Sobre o Controle Minoritário nas Companhias Listadas no Novo Mercado**. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2014.

MARTHA, L. A influência dos acionistas de referência. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 15 out. 2024.

NEGRELLI DE MOURA AZEVEDO, L. A. **Concentração e Dispersão do Poder Político nas Organizações Coletivas Finalísticas. [.]**. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2015.

OCHSENDORF PORTUGAL, D. Sociedades Anônimas, Estatismo e Concentração. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, Rio de Janeiro, Dezembro 2023. 81 - 103.

ORDONES DA COSTA CRUZ, J. V. **Deveres e Responsabilidades dos Acionistas Controladores de Sociedades Anônimas**. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2022.

ROCHA MONTEIRO DE CASTRO, R. **Regime Jurídico das Reorganizações. A necessária distinção das reorganizações societárias, empresariais e associativas para proteção jurídica do investimento privado.** Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo. 2015.

SALOMÃO FILHO, C.; KONDER COMPARATO, F. **O poder de controle na sociedade anônima.** 6ª edição. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

TEMY FUJIMOTO, M. **Participações Minoritárias de Investidores Institucionais em Sociedades Concorrentes: Implicações Competitivas da Common Ownership no Brasil**. Universidade de Brasília. Brasília. 2020.

TRINDADE, M. Acionista de Referência: o que é e para que serve. **Valor Investe Colunas de Marcelo Trindade**, Rio de Janeiro, 7 nov. 2023.

VILELLA MAFRA ALVES DA SILVA, R. O acionista de referência e sua qualificação jurídica para fins da Lei 6.404/1976: reflexões iniciais.. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2024. 51-80.

VILLELA MAFRA ALVES DA SILVA, R. A Criação e o Eventual Desaparecimento do Acionista Controlador na Companhia Aberta Brasileira. **Revista Jurídica**, Curitiba, 2023. 546 - 582.

WADDOCK, S.; REHBEIN, K.; B. GRAVES, S. **Understanding shareholder activism: Which corporations are targeted?** Boston College University. [S.l.], p. 1 - 29.

6. Cronograma de execução

	2025												2026									
Atividade	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Horas
Projeto de Pesquisa																						25h
Sumário Preliminar																						20h
Revisão bibliográfica																						100h
Revisão documental																						70h
Entrevistas																						20h
Versão intermediária do trabalho																						100h
Versão provisória do trabalho																						100h
Seminário de qualificação																						20h
Versão final do trabalho																						20h
Banca final																						10h
Correção da versão final do trabalho																						20h

***

Anexo A

Quesitos

Contextualização fática

Quesito 1: Com o crescente número de companhias com capital disperso, quais são os polos de interesse e os *stakeholders* de destaque em operações societárias nesses tipos de companhia?

Quesito 2: Como o acionista de referência em companhias de capital disperso é percebido pelo mercado, especialmente quando estamos tratando de operações societárias envolvendo tais companhias?

Quesito 3: Há evidência de *gap* regulatório para o acionista de referência de companhias de capital disperso?

Referencial teórico-normativo

Quesito 1: Qual deve ser a definição e a abrangência adequada para o termo "*operação societária*"?

Quesito 2: Quais são as modalidades de acionistas admitidas pela Lei das S.A.?

Quesito 3: Quais as modalidades de controle admitidas pela Lei das S.A. e aquelas previstas nos segmentos especiais de listagem da B3 S.A.?

Quesito 4: Qual é a qualificação jurídica do acionista de referência segundo a legislação aplicável?

Abordagem analítica

Quesito 1: Em companhias de capital disperso, como se dá a negociação e/ou estruturação de operações societárias e operações de M&A?

Quesito 2: Quais são as estruturas usualmente adotadas em operações societárias para companhias de capital disperso?

Quesito 3: Quais características diferenciam o acionista de referência do acionista controlador?

Quesito 4: Em companhias de capital disperso, diante de quais características o acionista de referência pode se qualificar como acionista controlador?

Quesito 5: Em operações societárias complexas, é possível acionar mecanismos de proteção minoritária contra acionistas de referência?

Quesito 6: Os quóruns reservados aos acionistas minoritários pela formulação "*maioria dos titulares de ações em circulação*" e o conceito de "*ações e circulação*" conforme a Lei das S.A., os segmentos especiais de listagem e a jurisprudência dos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de capitais excluem o acionista de referência?

Recomendações finais

Quesito 1: Tendo em vista os riscos regulatórios e societários, quais estruturas são mais eficientes e, portanto, mais frequentemente adotadas em operações societárias de companhias com capital disperso?

Quesito 2: Tendo em vista os riscos regulatórios e societários, quais práticas de governança são mais eficientes e, portanto, mais frequentemente adotadas em operações societárias de companhias com capital disperso?

Quesito 3: Entre as estruturas e práticas de governança identificadas, quais são as mais recomendáveis para acionistas de referência protagonizando uma operação societária?

***