

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Letícia Simonetti Garcia

O controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado

DOUTORADO EM DIREITO

SÃO PAULO

2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Letícia Simonetti Garcia

O controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado

DOUTORADO EM DIREITO

Tese apresentada à Banca Examinadora como exigência parcial para a obtenção do título de DOUTORA em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, sob a orientação do Prof. Doutor DONALDO ARMELIN.

SÃO PAULO

2008

Banca Examinadora

Para os amores da minha vida, Cristiano e Thiago

*“A porta da verdade estava aberta
mas só deixava passar
meia pessoa de cada vez.*

*Assim não era possível atingir toda a verdade,
porque a meia pessoa que entrava
só conseguia o perfil de meia verdade.
E sua segunda metade
voltava igualmente com meio perfil.
E os meios perfis não coincidiam.*

*Arrebentaram a porta. Derrubaram a porta.
Chegaram ao lugar luminoso
onde a verdade esplendia os seus fogos.
Era dividida em duas metades
diferentes uma da outra.*

*Chegou-se a discutir qual a metade mais bela.
Nenhuma das duas era perfeitamente bela.
E era preciso optar. Cada um optou
conforme seu capricho, sua ilusão, sua miopia”.*

(Carlos Drummond de Andrade)

*À minha mãe, minha melhor amiga e maior aliada nessa jornada acadêmica,
todo o meu amor e minha gratidão são poucos para expressar o quanto sou feliz
por tê-la em minha vida.*

*Ao meu marido Cristiano, pelo apoio incondicional para a elaboração desse
trabalho, pelas palavras de carinho e incentivo e, acima de tudo, pela paciência
e compreensão, eu lhe agradeço. Você é o meu amor.*

*Ao meu filhotinho Thiago, meu príncipe, sem dúvida a parte mais difícil da
elaboração desse trabalho foi não ficar ao seu lado. Obrigada por encher a
minha vida de luz, cor e música.*

Ao Dr. Donaldo Armelin, agradeço a confiança.

*Ao Vamilson J. Costa, meu chefe, muito obrigada pelo respeito, pela amizade e
pelo exemplo de vida profissional e pessoal.*

*Aos meus amigos Ivo Waisberg, Adriano Dib, Virgínia Smith e Ana
Paula Choivitti, agradeço pelo incentivo, pela troca de idéias e,
especialmente, pelas muitas risadas.*

Letícia Simonetti Garcia

O CONTROLE NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS DE CAPITAL PULVERIZADO

RESUMO

O presente trabalho tem como objeto investigar o fenômeno da pulverização do capital das companhias abertas brasileiras e os efeitos que essa pulverização acarreta em termos de organização do poder de controle à luz da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“LSA”), as suas eventuais conseqüências e propostas de possíveis soluções para os conflitos que podem emergir desse novo cenário.

Para tanto, foram analisados o poder de controle na sociedade anônima tal como apresentado e regulado pela LSA, as suas diversas classificações, características e implicações mais marcantes, bem como os órgãos da sociedade anônima que sofrem diretamente impacto em decorrência da pulverização do capital das companhias abertas, os conceitos que norteiam a governança corporativa em nosso país e, finalmente, a função social da empresa.

Com base nos referidos estudos, foi realizada uma análise crítica do controle nas companhias abertas de capital pulverizado de modo a avaliar a adequação das normas e mecanismos jurídicos existentes em nossa legislação à nova realidade que se apresenta. Pretendeu-se demonstrar com o desenvolvimento da presente tese que a pulverização do capital demandará ajustes na LSA e/ou nas regulamentações da CVM e dos mercados diferenciados de governança corporativa no tocante às diversas implicações do controle de uma sociedade anônima de capital pulverizado, a fim de garantir a segurança jurídica imprescindível ao contínuo desenvolvimento do nosso mercado de capitais e, em última análise, da nossa economia.

Palavras-chave: poder de controle – capital pulverizado – sociedades anônimas

Letícia Simonetti Garcia

THE CONTROL IN THE BRAZILIAN CORPORATIONS WITH PULVERIZED CAPITAL

ABSTRACT

This paper focuses on the capital pulverization phenomenon in Brazilian corporations and the effects arising therefrom in terms of control power organization in the light of Law No. 6404, enacted on December 15, 1976 (“LSA” – Corporation Law), its possible consequences, and proposes feasible solutions for conflicts that may surface in this new scenario.

For this purpose, control power in joint stock companies was analyzed according to the manner it is regulated in the LSA, its diverse classifications, characteristics, and outstanding implications, as well as the bodies within joint stock companies that are directly affected as a result of capital pulverization in corporations, the concepts that act as guidelines for corporate governance in Brazil and, finally, the company’s social role.

Based on these studies, control in corporations with pulverized capital was submitted to a critical examination in order to assess if existing legal rules and mechanisms in our laws are adequate for the new reality. The intention was to demonstrate with this thesis that capital pulverization will demand adjustments to LSA and/or to the regulations of the CVM (Securities and Exchange Commission) and of the differentiated markets of corporate governance regarding the diverse control implications in a joint stock company with pulverized capital so as to ensure legal security which is essential for the continuous growth of our capital market and, ultimately, for our economy.

Keywords: control power – pulverized capital - corporations

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
-------------------------	----

Capítulo I

CONTROLE	17
1.1. CONCEITO DE CONTROLE NA LSA	17
1.1.1. O conceito de controle no direito comparado	23
1.2. O CONTROLE EM OUTROS DIPLOMAS LEGAIS	25
1.2.1. A disciplina jurídica da concorrência	26
1.2.1.1. Resolução n. 101/99 da ANATEL	31
1.2.1.2. Lei n. 8.884/94	34
1.3. ESPÉCIES DE CONTROLE	40
1.3.1. Controle totalitário	41
1.3.2. Controle majoritário e controle minoritário	41
1.3.3. Controle de direito e controle de fato	42
1.3.4. Controle compartilhado	42
1.3.4.1. Acordo de acionistas	43
1.3.5. Controle direto e controle indireto	46
1.3.6. Controle interno e controle externo	47
1.3.6.1. Voto das ações empenhadas e alienadas fiduciariamente	53
1.3.7. Controle gerencial	59
1.4. ABUSO DO PODER DE CONTROLE	60
1.4.1. Abuso do direito de voto e conflito de interesses	65
1.4.2. Legitimação processual	72

Capítulo II

COMPANHIAS ABERTAS	75
2.1. ASPECTOS GERAIS	75
2.2. ÓRGÃOS DA COMPANHIA	78
2.2.1. Assembléia-geral	79
2.2.2. Conselho de administração	80
2.2.3. Conselho fiscal	82
2.2.4. Diretoria	83
2.3. ATRIBUIÇÕES E RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES	84

2.4.	GOVERNANÇA CORPORATIVA	92
2.4.1.	Conceito	92
2.4.2.	Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.....	95
2.4.2.1.	Novo Mercado	97
2.4.2.2.	Selos Nível 1 e Nível 2 da BOVESPA	101
2.5.	FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA	104

Capítulo III

	PULVERIZAÇÃO DO CAPITAL NAS COMPANHIAS ABERTAS	112
3.1.	O CONTROLE NAS COMPANHIAS ABERTAS COM CAPITAL PULVERIZADO	112
3.2.	CONTROLE GERENCIAL	120
3.2.1.	Responsabilidade do titular do controle gerencial	125
3.2.2.	Os problemas de agência	129
3.2.3.	<i>Proxy gathering machine</i>	132
3.2.4.	O controle gerencial no mercado norte-americano	134
3.3.	<i>GOLDEN SHARE</i>	137
3.4.	A REALIZAÇÃO DE OPA COM BASE NO ART. 254-A DA LSA	146
3.5.	MECANISMO DE PROTEÇÃO DA DISPERSÃO ACIONÁRIA: <i>POISON PILLS</i>	155
3.5.1.	<i>As poison pills</i> em outros mercados	172
3.6.	ACORDO DE ACIONISTAS	177
3.7.	ESTRUTURAS PIRAMIDAIAS NO NOVO MERCADO	180
3.7.1.	Análise de caso: Cosan S/A	182
3.8.	ASSEMBLÉIA-GERAL COMO INSTRUMENTO DE CONTROLE	184
3.9.	PARTICIPAÇÃO DOS ACIONISTAS NAS ASSEMBLÉIAS-GERAIS	186
3.9.1.	A experiência do mercado internacional	196
3.10.	INSTALAÇÃO DO CONSELHO FISCAL	201
	CONCLUSÃO	207
	BIBLIOGRAFIA	212

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro experimentou nos últimos anos uma importante transformação. A Bolsa de Valores de São Paulo (“BOVESPA”) alcançou índices recordes de operações de oferta inicial de ações (“IPO”¹) de companhias que, até então, não haviam se motivado a seguir os passos dos mercados mais desenvolvidos rumo à pulverização do seu controle², isto é, à dispersão das suas ações com direito a voto no mercado, de maneira que nenhum acionista detenha, isoladamente, ações representativas de, ao menos, 51% (cinquenta e um por cento) do capital social.

Deste modo, a pulverização do capital de sociedades anônimas abertas – que acarreta uma conseqüente pulverização do controle de tais sociedades – apresenta-se como uma inovação no nosso mercado acionário, caracterizado pela extrema concentração do poder de controle centrado na figura do acionista controlador. Nota-se, assim, que a pulverização do capital social e do controle acionário, embora tecnicamente possuam conceitos distintos, são fenômenos interligados e por essa razão utilizados indistintamente para identificar um mesmo cenário, qual seja, a ausência de um acionista controlador detentor de, ao menos, 51% (cinquenta e um por cento) das ações votantes da companhia.

¹ Sigla que identifica a terminologia em inglês *initial public offering*.

² A própria BOVESPA realizou a abertura do seu capital, sendo a primeira bolsa da América Latina a realizar uma operação dessa natureza, que figurou entre as dez maiores do mundo no ano de 2007, ocupando o quinto lugar, com o levantamento de US\$ 3.700.000.000,00 (três bilhões e setecentos milhões de dólares). A abertura do capital da BOVESPA também alcançou o recorde nacional de maior operação dessa natureza. Informação disponível em <http://noticias.correioweb.com.br/materias.php?id=2723635&sub=Economia>. Acessado em 25 out. 2007.

As sociedades anônimas também sofreram mudanças estruturais significativas³, decorrentes não somente da retomada do mercado brasileiro de ações⁴, mas também, e principalmente, das reformas da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, também conhecida como a Lei das Sociedades por Ações (“LSA”), ocorridas nos anos de 1997 e 2001, bem como da adesão voluntária de algumas companhias de capital aberto aos Regulamentos dos Níveis 1 e 2 dos segmentos especiais de governança corporativa e do Novo Mercado, administrados pela BOVESPA⁵.

Nesse contexto, a importância do nosso mercado de capitais para o desenvolvimento econômico do País e a forma pela qual o sistema de organização do controle das companhias brasileiras afeta essa relação, são temas frequentemente discutidos por juristas, economistas e investidores. E essa discussão é de extrema relevância tendo em vista que a estrutura de governança corporativa e o sistema legal das sociedades anônimas têm uma relação direta com o amadurecimento do mercado de capitais e com o crescimento econômico, o qual é impulsionado pela captação de recursos realizada pelas companhias junto à chamada “poupança popular”.

Como conseqüência do aprimoramento e sofisticação progressivos do mercado de capitais brasileiro e da modificação da estrutura das sociedades anônimas, faz-se necessário adequar os respectivos mecanismos jurídicos existentes em nossa legislação a uma nova realidade, com a qual vamos, aos poucos, nos familiarizando. Essa adequação, por sua vez, constitui um processo complexo que envolve desde a flexibilização de conceitos

³ Alexandre de Mendonça Wald e Luiza Rangel de Moraes. Transferência de controle de companhia aberta. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 10, n. 38, 2007, p. 16.

⁴ Em novembro de 2007, havia 446 empresas listadas na BOVESPA entre os quatro segmentos de listagem para negociação de ações, o tradicional, os de Níveis 1 e 2, o Novo Mercado e o Bovespa Mais. Calcula-se que um terço dessas empresas esteja sob o regime dos segmentos especiais de governança corporativa, quais sejam o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

⁵ A respeito dos Níveis de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e do Novo Mercado, cf. item 2.4.

sedimentados em nosso ordenamento, como é o caso do conceito de controle, até a internalização de novos instrumentos jurídicos oriundos de mercados mais avançados, como ocorre, por exemplo, com as *poison pills*.

Naturalmente, a evolução de um mercado acionário como o nosso, caracterizado por uma extrema concentração de controle, muitas vezes familiar, para um mercado mais desenvolvido, onde se verifica o fenômeno da dispersão acionária, é marcada por um contínuo aprimoramento legal, regulatório, administrativo e, como não poderia deixar de ser, social. E foi justamente considerando todo esse processo de desenvolvimento e as conseqüentes e necessárias transformações que a sociedade anônima vem vivenciando é que a presente tese foi planejada.

Na determinação do seu objeto, levou-se em conta as implicações práticas que o referido desenvolvimento provoca, notadamente no tocante às sociedades anônimas. Diante da necessidade em delimitar o seu tema, a pulverização do controle das companhias abertas foi destacada para ser analisada à luz da atual LSA, das formas de organização de poder de controle em uma sociedade anônima e seus reflexos, dos órgãos sociais, bem como dos denominados mecanismos de defesa da dispersão acionária.

Em razão da relevância da dispersão acionária em termos de estruturação do poder de controle de uma sociedade, a presente tese de doutorado fundamenta-se na premissa de que a pulverização de capital de companhias abertas viabiliza a manifestação de formas de controle até então inexistentes ou pouco praticadas em nosso mercado, em razão do quê os acionistas, os órgãos sociais e os administradores das companhias devem ser analisados sob uma nova perspectiva.

Diante deste cenário atual, essa tese se propõe a investigar quais são as implicações práticas decorrentes da pulverização do capital no tocante aos acionistas, aos órgãos sociais e aos administradores das companhias, verificar em que medida a LSA e as Instruções Normativas da Comissão de Valores Mobiliários⁶ (“CVM”) são suficientes para regular as novas relações que se estabelecem e as suas eventuais conseqüências, e apresentar algumas propostas de possíveis soluções para os conflitos que podem emergir deste novo cenário.

Assim sendo, pretendo demonstrar no desenvolvimento desta tese que, efetivamente, a pulverização de capital demandará ajustes na LSA e/ou nas regulamentações da CVM e dos mercados diferenciados de governança corporativa, ressaltando-se aqui a importância da auto-regulação. Mais ainda, pretendo também demonstrar que deverá haver uma mudança de postura por parte dos próprios acionistas em relação (i) à sua participação no capital social de uma companhia de capital pulverizado, (ii) à própria companhia e à forma de organização do seu poder de controle, e (iii) aos administradores da companhia e o papel que estes representam nessa nova formatação social.

Desse modo, o primeiro capítulo desta tese foi dedicado especialmente ao poder de controle na sociedade anônima, sendo nele estudados os conceitos, classificações e características mais relevantes desse fenômeno. Também foram estudados nesse capítulo o abuso do poder de controle, a responsabilidade do acionista controlador e a legitimação processual para se figurar em demanda de reparação de danos contra a companhia ou terceiros, em razão de ato lesivo praticado pelo acionista controlador.

⁶ Criada pela Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

No segundo capítulo foram estudados os órgãos da sociedade anônima que sofrem diretamente impacto relevante em decorrência da pulverização do capital das companhias abertas, bem como os conceitos que norteiam a governança corporativa em nosso país, tendo em vista que o Novo Mercado abriga, se não todas, seguramente a maioria das companhias de capital pulverizado existentes no Brasil. Ainda nesse capítulo são analisadas as questões da responsabilidade do administrador e da função social da empresa em nosso direito pátrio, cuja noção deve nortear a atuação das companhias de capital pulverizado e de seus administradores. O objetivo do primeiro e segundo capítulos, portanto, é fornecer elementos teóricos necessários à estruturação da premissa que defendo como tese.

No terceiro e último capítulo foi realizado o estudo do controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado e suas implicações. Partindo dos conceitos já assentados e precisados nos capítulos anteriores, foram analisados os efeitos acarretados pela pulverização do controle no cotidiano empresarial em face da LSA e demais normas pertinentes e os possíveis conflitos que podem deles decorrer. Busquei, deste modo, demonstrar a necessidade de adequação de alguns dos referidos conceitos e da própria legislação aplicável à nova realidade em virtude das questões por ela suscitadas, a fim de garantir a segurança jurídica imprescindível ao contínuo desenvolvimento do nosso mercado de capitais e, em última análise, da nossa economia.

Cumprе esclarecer que cada uma das questões abordadas nos vários itens do terceiro capítulo apresenta relevância suficiente para ser objeto de um estudo individualizado. Não obstante, importa salientar que o objeto da presente tese foi justamente identificar e analisar tais questões no contexto da pulverização de controle, destacando, contudo, tão

somente as suas principais características e particularidades que apresentam relevância para o escopo deste estudo, de forma a preservar a sua diretriz.

Assim, concluo que diante do processo de transformação no âmbito das sociedades anônimas e mercado de capitais pelo qual estamos passando, a presente tese buscou identificar as zonas de potenciais conflitos que podem emergir do novo cenário que se apresenta, colaborando, ainda que modestamente, para a análise e discussão acerca das eventuais alternativas para se atenuar os efeitos de tais conflitos ou até mesmo evitá-los.

Capítulo I

CONTROLE

1.1. CONCEITO DE CONTROLE NA LSA

No direito societário, entende-se por controle o poder efetivo de dirigir os negócios da sociedade, orientando o seu funcionamento. É controlador, portanto, aquele que exerce o poder de controle.

A LSA foi redigida em uma época em que a presença do acionista controlador era extremamente marcante, tendo sido estruturada com base em um paradigma concentrador. Diversas passagens da LSA refletem o predomínio da figura do acionista controlador, motivado em grande parte pela possibilidade de proliferação de ações preferenciais, sem direito a voto, conforme autorizava o § 2º do art. 15 da LSA⁷ vigente até 31 de outubro de 2001, data de entrada em vigor da Lei n. 10.303⁸.

A LSA, deste modo, deixou de apresentar um conceito de controle para apresentar o seguinte conceito de “acionista controlador”:

⁷ O § 2º do art. 15 da LSA assim dispunha a respeito das ações preferenciais: “O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeita a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar dois terços do total das ações emitidas”. Tal dispositivo legal permitia, no limite, que em companhias com até dois terços do capital social formado por ações preferenciais, um só acionista titular da maioria das ações com direito a voto, representativas de apenas 17% (dezessete por cento) do capital social, tivesse o controle da companhia. Com a entrada em vigor da Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, que alterou a LSA, referido parágrafo passou a ter a seguinte redação: “O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas”.

⁸ O Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BOVESPA foi além da reforma da LSA mencionada no item 7 *infra*, ao determinar que somente podem participar do Novo Mercado, companhias que emitem ações com direito a voto. O objetivo desse pré-requisito é evitar que a diferença entre direitos políticos e econômicos em uma sociedade anônima de capital aberto potencialize conflitos de interesse. Sobre o assunto, cf. item 2.4.2.1.

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 assembléia 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.

A noção de controlador apresentada pelo art. 116 acima transcrito é reforçada pelo art. 243 da LSA, que em seu § 2º dispõe:

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

O Superior Tribunal de Justiça também já se manifestou nesse mesmo sentido a respeito da caracterização do controle de sociedade, confirmando a regra estabelecida no § 2º do art. 243 da LSA, cujo teor fora integralmente transcrito no voto do Ministro BARROS MONTEIRO no Recurso Especial 2003/0115717-2⁹.

A Instrução 361 da CVM, de 5 de março de 2002, igualmente segue diretriz idêntica:

Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

(...)

⁹ STJ, 4ª Turma, REsp 556265/RJ. (Recurso Especial 2003/0115717-2), rel. Min. Barros Monteiro, j. 1º de outubro de 2005.

IV - acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O poder do acionista controlador, assim, é manifestado tanto na assembléia-geral, por meio da preponderância das suas decisões assegurada pela maioria dos votos nas deliberações sociais, como fora da assembléia-geral, mediante a utilização da sua influência ou, nas palavras da lei, do seu poder para dirigir as atividades da sociedade e orientar o funcionamento dos seus órgãos.

Vale a pena aqui fazer uma observação referente ao caráter de “permanência” que deve revestir os atributos de poder do acionista mencionados na alínea a do art. 116 da LSA¹⁰.

Ao impor o requisito de permanência ao poder decisório do acionista, o legislador pretendeu excluir do conceito de controle o voto decisivo exercido esporadicamente. Sendo assim, para a caracterização da “permanência”, é necessário realizar uma interpretação administrativa e jurisprudencial desse conceito, o que já foi alcançado pelo Conselho

¹⁰ O parágrafo único do art. 466 do Decreto n. 3.000, de 26 de março de 1999, que regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza, contém uma definição legal de acionista controlador que também exige o referido requisito de “permanência”: “Para os efeitos deste artigo, sócio ou acionista controlador é a pessoa física ou jurídica que, diretamente ou através de sociedade ou sociedades sob seu controle, seja titular de direitos de sócio ou acionista que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria de votos nas deliberações da sociedade (Decreto-Lei n. 1.598/77, art. 61, parágrafo único, e Decreto-Lei n. 2.065/83, art. 20, inciso VI)”.

Monetário Nacional (“CMN”), em sua Resolução n. 401, de 22 de dezembro de 1976, do Banco Central do Brasil (“BACEN”), que dispõe:

Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é o titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia.

Em vista da dificuldade de conceituação da permanência no poder, a Resolução n. 401/76 do CMN acabou, portanto, por disciplinar o caráter de permanência do poder do acionista, complementando o art. 116 da LSA.

A Resolução n. 401/76 do CMN também serviu de diretriz para o Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BOVESPA, que estabeleceu normativamente um critério objetivo a respeito da questão da permanência. Na definição de “controle”, que se apresenta inserida na própria definição de “poder de controle”, já se considerou o critério de reiteração da maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembléias-gerais. O poder de controle é definido da seguinte maneira:

Poder de controle significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum (“grupo de controle”) que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembléias

gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta das ações do capital votante¹¹.

Retornando à discussão referente ao exame do art. 116, a LSA impõe como um dos requisitos da caracterização do controle a titularidade de direitos de sócio, excluindo da concepção de controle os denominados “controle gerencial” e “controle externo”, a respeito dos quais discorrerei mais adiante neste trabalho.

Desse modo, uma análise conservadora do art. 116 em questão pode indicar que somente o controle interno da companhia deve ser considerado “controle”, desde que, ainda, sejam cumpridos outros dois requisitos: (i) que o acionista tenha assegurado, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, e (ii) que o acionista efetivamente conduza os negócios sociais. Convém esclarecer que para a caracterização do controle, não é necessário que o acionista tenha assegurado a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Basta que um desses dois atributos – que não são, portanto, cumulativos – seja verificado e utilizado na condução dos negócios sociais, para que o controle da companhia seja configurado¹².

CALIXTO SALOMÃO FILHO, ao escrever sobre o acionista controlador, esclareceu o seguinte:

Não é de espantar que a doutrina se negue a usar o termo acionista *majoritário*, afirmando que propositadamente o legislador só emprega o termo acionista *controlador*. A redação do art. 116 da lei das sociedades nada mais é do que uma confirmação desse fato.

¹¹ Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BOVESPA, p. 5.

¹² Modesto Carvalhosa, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, 2. ed., São Paulo: Saraiva, 1998, v. 2, p. 431.

(...)

Assim, a conclusão deve necessariamente ser no sentido de que o núcleo da definição de controlador reside no poder de determinar o sentido das deliberações sociais e da atividade social, independentemente de qual seja a origem desse poder¹³.

Note-se que o poder de controle não implica no poder de dispor sobre os bens sociais. Não se trata de conteúdo dominial, de se tornar proprietário dos bens da controlada, mas sim de exercer verdadeira influência, de dirigir os negócios da companhia, de fazer prevalecer a sua vontade: é o poder de direção, viabilizado pela predominância dos votos do controlador nas assembleias-gerais, que caracteriza o controle.

Diante da prerrogativa de conduzir a companhia de modo a realizar o seu objeto, cumprir a sua função social¹⁴ e respeitar e atender os direitos e interesses dos demais acionistas¹⁵, o acionista controlador assume - como não poderia deixar de ser - responsabilidade pela prática dos seus atos.

Desta feita, o acionista controlador responderá diretamente pelos prejuízos e danos que venha a causar aos demais acionistas em razão de ato por ele praticado, oportunidade na qual os acionistas minoritários, na qualidade de representantes da companhia, poderão pleitear em juízo a responsabilidade civil do controlador. Por outro lado, porém, caso o ato praticado pelo acionista controlador venha a atingir a esfera jurídica de terceiros estranhos à sociedade, a disciplina jurídica aplicável é outra, já que o terceiro prejudicado

¹³ Calixto Salomão Filho, *O novo direito societário*, São Paulo: Malheiros, 1998, p. 163-4.

¹⁴ Em 1975, Fábio Konder Comparato, em seu importante trabalho “*O poder de controle na sociedade anônima*”, verdadeiro marco na doutrina societária, já abordava a questão da função social da empresa, tema bastante atual, e que será abordado no item 2.5.

¹⁵ O parágrafo único do art. 116 da LSA assim estabelece: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

deverá propor demanda contra a companhia e não diretamente contra o seu acionista controlador¹⁶.

1.1.1. O conceito de controle no direito comparado

No direito alemão¹⁷, a configuração do poder de controle decorre da participação majoritária no capital social da companhia e do exercício por uma sociedade sobre a outra da denominada “influência dominante”¹⁸, cuja noção, não definida em lei, é bastante ampla e engloba as mais variadas formas de organização de controle¹⁹.

O direito italiano²⁰, que seguiu o modelo germânico, apresenta por sua vez a definição de sociedades controladas, consideradas aquelas nas quais outra sociedade dispõe, direta ou indiretamente, da maioria de votos para as deliberações da assembleia-geral ordinária, bem como aquelas que “se acham sob a influência dominante de outra sociedade por dispor de votos suficientes para exercitá-la ou em razão de particulares vínculos contratuais com esta”²¹.

A lei sueca também foi inspirada pelo modelo legislativo alemão, estabelecendo em sua lei de sociedades por ações a noção de poder de controle como decorrente do exercício de uma influência entendida como dominante:

¹⁶ A questão da responsabilidade do acionista controlador e da própria sociedade e da legitimidade ativa e passiva nas ações de reparação de danos será abordada com mais profundidade nos itens 1.4.1 e 1.4.2.

¹⁷ AktG de 6 de setembro de 1965.

¹⁸ Apenas para ilustrar, o conceito de influência dominante é abordado no item 1.2.1.2 *infra* e, apesar de relacionado em nossa legislação ao direito concorrencial, pode ser utilizado para interpretação do conceito apresentado na legislação societária alemã, feitas as devidas ressalvas a respeito da dificuldade de transposição de conceito aplicado ao direito concorrencial para o direito societário.

¹⁹ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O poder de controle na sociedade anônima*, 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 81.

²⁰ Art. 2.359 do Codice Civile, c/c Lei n. 216, de 7 de junho de 1974, o qual foi alterado pelo Decreto Legislativo n. 127, de 9 de abril de 1991.

²¹ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 82.

Se uma companhia exerce uma influência decisiva (*deciding influence*, no texto da tradução inglesa divulgada pela Svenska Randdelsbanken) sobre outra companhia, em razão da posse de ações ou de um contrato ou qualquer outra, conjugada com um interesse substancial na posição desta última companhia, então a primeira deve ser considerada sociedade-mãe e a última uma subsidiária (art. 221, alínea 1)²².

A lei francesa²³, por outro lado, adotou critério objetivo de exercício de poder de controle, estabelecendo que “uma relação de sociedade-mãe, ou matriz, com a filial só existe quando a primeira possui mais da metade do capital desta última”: *Lorsqu’une société possède plus de la moitié du capital d’une autre société, la seconde est considérée, pour l’application du présent chapitre, comme filiale de la première*²⁴.

No Chile, a lei que trata das sociedades anônimas²⁵ aproximou-se do direito francês e estabeleceu:

Es sociedad filial de una sociedad anónima, que se denomina matriz, aquella en la que ésta controla directamente o a través de otra persona natural o jurídica mas del 50% de su capital con derecho a voto o del capital, si no se tratare de una sociedad por acciones o pueda elegir o designar o hacer elegir o designar a la mayoría de sus directores o administradores.

A lei argentina²⁶, que seguiu orientação distinta da francesa e próxima da alemã, assim definiu as sociedades controladas:

²² Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 82.

²³ Lei n. 66.537, de 1966, cujo art. 354 foi revogado e substituído pelo art. L233-1 do *Code de Commerce*.

²⁴ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 82.

²⁵ Art. 86 da Lei n. 18.046, de 22 de outubro de 1981.

²⁶ Art. 33 (1) da Lei n. 19.550, de 3 de abril de 1972.

Se consideran sociedades controladas aquéllas en que otra sociedad, en forma directa o por intermedio de otra sociedad a su vez controlada: 1. Posea participación, por cualquier título, que otorgue los votos necesarios para formar la voluntad social en las reuniones sociales o asambleas ordinarias. 2. Ejerza una influencia dominante como consecuencia de acciones, cuotas o partes de interés poseídas, o por los especiales vínculos existentes entre las sociedades.

Como se pôde verificar dessa breve análise da caracterização do controle no direito comparado, a LSA apresenta conceito mais limitado em relação à maioria das legislações mencionadas, uma vez que restringe o exercício do controle à “titularidade de direitos de sócio” – e, portanto, ao controle interno – em contraposição à “influência dominante”, que admite maior flexibilização na configuração do controle.

1.2. O CONTROLE EM OUTROS DIPLOMAS LEGAIS

O conceito de controle apresentado pelo art. 116 da LSA é restrito, uma vez que não considera outras formas mediante as quais o controle pode se manifestar, conforme se analisará no item 1.3 da presente tese. Todavia, se no âmbito da disciplina jurídica das sociedades essa restrição atende a finalidade da LSA, ou ao menos atendia, no âmbito de outras disciplinas jurídicas e suas respectivas legislações e regulamentações o mesmo não necessariamente ocorre.

Diante dessa realidade, tem-se observado que nas legislações e regulamentações mais atuais que tratam da questão do controle exercido por uma sociedade, o conceito de controle por elas apresentado é mais abrangente e completo que o constante da LSA.

Ao analisar a questão da abrangência do controle nas companhias e sua conceituação, FÁBIO KONDER COMPARATO chegou, inclusive, a qualificar juridicamente o controle como poder soberano, confirmando o entendimento de que a LSA apresenta conceito demasiadamente restrito. De acordo com o jurista, “essa soberania na sociedade anônima, não se confunde com o exercício das funções administrativas. O controlador não precisa ser diretor da companhia, e pode mesmo nem ser acionista, como ocorre no controle externo”²⁷.

Vale ressaltar que independentemente dessa nova concepção normativa de controle ser considerada uma tendência, ela é uma importante inovação, dado que reconhece a extensão do conceito de controle e os efeitos produzidos por suas diversas manifestações, possibilitando, assim, maior eficácia na proteção dos interesses que se deve tutelar, conforme se demonstrará a seguir.

1.2.1. A disciplina jurídica da concorrência

A disciplina jurídica da concorrência tem como finalidade assegurar o funcionamento das estruturas do livre mercado, garantindo o direito à livre iniciativa, previsto constitucionalmente²⁸.

De modo a preservar a livre iniciativa, há duas formas de concorrência que não são aceitáveis no nosso ordenamento jurídico: a desleal e a praticada com abuso de poder.

A primeira é objeto de sanção no âmbito civil e penal e refere-se aos interesses particulares

²⁷ Fábio Konder Comparato, *O poder de controle na sociedade anônima*, 3. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 103.

²⁸ O art. 170 da Constituição Federal dispõe: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

(...)

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência (...).”

das partes envolvidas; já a segunda é objeto de sanção no âmbito civil, penal e administrativo, compromete as estruturas de mercado e é denominada “infração da ordem econômica”. E é com relação a essa última que o conceito societário de controle apresenta relevância e necessidade de flexibilização à luz da LSA, o que justifica a abordagem do tema da disciplina jurídica da concorrência neste estudo.

Para demonstrar a relevância do conceito societário de controle para o direito concorrencial, é conveniente tecer breves comentários a respeito deste último. Primeiramente, portanto, cabe mencionar que a Constituição Federal estabelece, como um de seus elementos fundamentais, a repressão ao abuso do poder econômico “que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros”²⁹. As noções de poder econômico, fato inerente ao livre mercado, e de abuso do poder econômico apresentam-se, nesse contexto, como conceitos essenciais, sendo certo que o poder econômico somente será objeto de repressão quando ameaçar ou representar ameaça à livre concorrência, configurando, assim, o seu abuso.

O poder econômico é entendido, para fins de legislação antitruste, como o poder exercido por um agente econômico em um mercado de bens ou serviços juridicamente individualizado, que lhe permite atuar de forma independente com relação aos demais agentes que atuam nesse mesmo mercado. Por essa razão, afirma-se que o referido agente detém nesses casos a denominada “posição dominante”.

A respeito da atuação independente do agente detentor de poder econômico no mercado, é válido transcrever o entendimento de LUIS FERNANDO SCHUARTZ, ao observar

²⁹ Constituição Federal, art. 173, § 4º: “A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros”.

que “o poder se manifesta em uma relação de subordinação na qual há uma certa probabilidade de que alguém imponha a outrem a sua própria vontade, contra toda a resistência e qualquer que seja o fundamento da probabilidade”³⁰.

Analisando-se o abuso, na língua portuguesa o seu significado é “mau uso, ou uso errado, excessivo ou injusto; excesso; exorbitância de atribuição ou poderes; aquilo que contraria as boas normas, os bons costumes; violação”³¹.

Utilizando-se essa definição como base, o abuso do poder econômico vem a ser o mau uso desse poder, o que acaba por contrariar as normas concorrenciais; ou ainda um excesso no uso de tal poder, que provoca um desvio de finalidade de uma condição – a de detentor de poder econômico –, que é permitida pela legislação antitruste brasileira, Lei n. 8.884/94³², na medida em que não proíbe.

Ratificando o afirmado, a Lei n. 8.884/94 não considera a posição dominante como um ilícito em si, uma vez que não proíbe a sua existência. Desta feita, correto afirmar que o uso do poder econômico no mercado não é vedado pela lei, por tratar-se de um fato que é por ela admitido. Porém, o abuso dessa posição dominante é sim considerado um ilícito, consoante o disposto na mesma Lei, em seu art. 20³³.

³⁰ Luis Fernando Schuartz, Poder econômico e abuso do poder econômico no direito da defesa da concorrência brasileiro, *Cadernos de Direito Tributário e Finanças Públicas*, São Paulo, v. 1, n. 4, 1993, p. 285.

³¹ Cf. verbete “abuso” in *Novo Aurélio século XXI: o dicionário da língua portuguesa*, org. Aurélio Buarque de Holanda Ferreira, 3. ed., Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999, p. 19.

³² Lei n. 8.884, de 11 de junho de 1994, que criou o Conselho Administrativo de Defesa Econômica e que dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica.

³³ Art. 20, da lei n. 8.884/94: “Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados:

(...)

IV - exercer de forma abusiva posição dominante”.

Isso porque o nosso direito é baseado na chamada “regra da razão”, segundo a qual somente são contrários à concorrência os comportamentos ou estruturas capazes de lhe proporcionar uma restrição substancial e injustificável³⁴.

Daí conclui-se que a simples existência de posição dominante não acarreta por si só prejuízo para a concorrência, até mesmo porque algumas vezes o agente econômico, embora detentor de posição dominante, não abusa dessa condição por não encontrar no mercado situações favoráveis a tal prática em virtude de determinados fatores que constituem o mercado, como a inexistência de barreiras à entrada de novos concorrentes³⁵, por exemplo. Todavia, quando o prejuízo à livre concorrência se verificar, caracterizado estará o abuso daquela posição.

A respeito do abuso do poder econômico, TÉRCIO SAMPAIO FERRAZ JR. com propriedade ensina:

Quando uma limitação é vedada normativamente, por lei, o que faz dela uma ilicitude, a limitação praticada passa a caracterizar uma lesão e o ato correspondente é ato ilícito. Ilicitude no uso do poder econômico ocorre, em princípio, quando uma prática de mercado traduz a configuração da ilegalidade. Trata-se de práticas *per se* condenáveis por força de lei, em face do dano que provocam para o mercado. Para a caracterização da *abusividade*, porém, não é necessário que a prática seja uma ilicitude *per se*. Mesmo no exercício de prerrogativas legítimas, conferidas por lei ou não proibidas pela legislação, a ação econômica pode ferir interesses, lesar terceiros, produzir desequilíbrios no mercado. Trata-se então de uma lesão de direito que, inobstante a legitimidade da prática, pode gerar responsabilidade. Ou seja, o ato que obedece aos limites da lei, mas que no exercício do direito, viola princípios de finalidade econômica da instituição social do mercado,

³⁴ Calixto Salomão Filho, *Direito concorrencial: - as estruturas*, São Paulo: Malheiros, 1998, p. 142.

³⁵ Paula A. Forgioni, *Os fundamentos do direito antitruste*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998, p. 287-8.

produzindo um desequilíbrio entre o interesse individual e o da coletividade, constitui um *abuso* do poder econômico enquanto poder juridicamente garantido pela Constituição³⁶.

O abuso do poder econômico irá ocorrer, portanto, quando mediante o exercício deste poder o agente pretender dominar mercados, eliminar a concorrência ou aumentar arbitrariamente os lucros, consoante o disposto no art. 173, § 4º, da Constituição Federal, e no art. 20 da Lei n. 8.884/94.

Feitas essas considerações a respeito da disciplina jurídica da concorrência, tem-se que para a identificação do poder econômico e da posição dominante – necessária à prevenção ou verificação do abuso do poder econômico – é preciso analisar as formas societárias e econômicas pelas quais o poder e/ou seu abuso se manifestaram. Dessa maneira, o direito societário representa para o direito concorrencial uma verdadeira ferramenta, a ser utilizada para verificação das características do direito societário que podem provocar efeitos na esfera concorrencial.

Uma vez que, como já sustentado, o conceito de controle apresentado pelo art. 116 da LSA é restrito e não reflete a complexidade desse verdadeiro poder sobre a sociedade, as normas jurídicas de disciplina da competição empresarial não podem limitar-se a analisá-lo sob o prisma restrito da legislação societária. Uma análise das práticas anticoncorrenciais requer, por conseguinte, a utilização de um conceito de controle que ultrapasse as limitações apresentadas pela LSA.

³⁶ Tércio Sampaio Ferraz Jr., Da abusividade do poder econômico, *Revista de Direito Econômico*, Brasília, n. 21, 1995, p. 24.

A esse respeito, cabe registrar a seguinte explicação, do abuso do poder econômico de FÁBIO ULHOA COELHO:

No campo da disciplina jurídica da concorrência, o objetivo perseguido pelo direito é o de assegurar o funcionamento das estruturas do livre mercado (Cap. 7). Para tanto, as normas jurídicas de disciplina da competição empresarial não podem considerar o controle de sociedades anônimas pelo prisma restrito da legislação societária. Diferentes objetivos reclamam diferentes padrões normativos. (...) De fato, o acionista com ações preferenciais sem direito a voto não integra o poder de controle para fins societários, na medida em que não é titular de direitos de sócio que lhe asseguram a maioria das deliberações sociais. Aliás, como está simplesmente afastado, como regra, dessas deliberações, ele nem sequer pode ser visto como integrante de bloco de controle. Mas, se esse acionista for um grande investidor institucional, com expressiva participação societária *não votante*, em duas sociedades anônimas concorrentes, seus interesses, voltados à obtenção de maior rendimento possível em ambos os investimentos, podem forçar uma atuação concentrada entre as empresas competidoras³⁷.

Diante, portanto, da necessidade de utilização de um conceito mais amplo de controle no âmbito do direito da concorrência, as agências e os organismos governamentais brasileiros aos quais são atribuídas competências relacionadas ao controle da concorrência, podem adotar, em suas regulamentações e decisões, conceito próprio de controle³⁸.

1.2.1.1. Resolução n. 101/99 da ANATEL

A Resolução n. 101, de 4 de fevereiro de 1999, da Agência Nacional de Telecomunicações³⁹ (“ANATEL”), que trata do regulamento para apuração de controle e de

³⁷ Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de direito comercial*, 10. ed., São Paulo: Saraiva, 2007, v.2, p. 496.

³⁸ *Idem*, ibidem, p. 497.

³⁹ Criada pela Lei n. 9.472, de 16 de julho de 1997, que dispõe sobre a organização dos serviços de telecomunicações, a criação e funcionamento de um órgão regulador e outros aspectos institucionais.

transferência de controle em empresas prestadoras de serviços de telecomunicações, apresenta um conceito bastante abrangente de controle, que alcança tanto o aspecto societário quanto gerencial da companhia.

Dado o caráter inovador do conceito apresentado em relação à LSA, é válido transcrever o art. 1º da citada Resolução:

Art. 1º No exercício das funções de órgão regulador e de órgão competente para controle, prevenção e repressão das infrações da ordem econômica, no setor de telecomunicações, a Anatel, com vistas à apuração de controle e de transferência de controle que sejam objeto de vedação, restrição, limites ou condicionamentos, adotará os seguintes conceitos:

I – Controladora: pessoa natural ou jurídica ou ainda o grupo de pessoas que detiver, isolada ou conjuntamente, o poder de controle sobre pessoa jurídica;

II – Controle: poder de dirigir, de forma direta ou indireta, interna ou externa, de fato ou de direito, individualmente ou por acordo, as atividades sociais ou o funcionamento da empresa.

§ 1º Sem prejuízo de outras situações fáticas ou jurídicas que se enquadrem no conceito de Controladora, para fins de evitar fraude às vedações legais e regulamentares à propriedade cruzada e à concentração econômica e de resguardar a livre concorrência e o direito dos consumidores de serviços de telecomunicações, é equiparada a Controladora a pessoa que, direta ou indiretamente:

I – participe ou indique pessoa para membro do Conselho de Administração, da Diretoria ou órgão com atribuição equivalente, de outra empresa ou de sua controladora;

II – tiver direito de veto estatutário ou contratual em qualquer matéria ou deliberação da outra;

III – possua poderes suficientes para, por qualquer mecanismo formal ou informal, impedir a verificação de quorum qualificado de instalação ou

deliberação exigido, por força de disposição estatutária ou contratual, em relação às deliberações da outra, ressalvadas as hipóteses previstas em lei;

IV – detenha ações ou quotas da outra, de classe tal que assegure o direito de voto em separado a que se refere o art. 16, III, da Lei n.º 6.404/76.

§ 2º Para efeito deste Regulamento, o funcionamento da empresa compreende, entre outros aspectos, o planejamento empresarial e a definição de políticas econômico-financeiras, tecnológicas, de engenharia, de mercado e de preços ou de descontos e reduções tarifárias.

Como resultado da interpretação do art. 1º acima transcrito, tem-se que, como já defendido pela melhor doutrina nacional e estrangeira, o controle pode ser configurado e exercido em diversas situações que não necessariamente envolvem ou se limitam à figura do acionista controlador, tal como conceituado no art. 116 da LSA.

Esse entendimento é confirmado por ARNOLDO WALD que, a respeito da conceituação de controle na forma da Resolução n. 101/99 da ANATEL, esclarece:

Na prática, observa-se que o conceito legal de controle pode ser contemplado em diversas situações, seja em decorrência de medida judicial que possa alterar situação de fato ou de direito, seja por meio de estratégicas manobras societárias de quaisquer ordens, ou porque as mesmas podem ensejar a descaracterização da identidade original do grupo controlador, ou ainda impedir a condução dos negócios pelo titular do controle, e, portanto, prejudicar o exercício da exploração dos serviços públicos de telecomunicações⁴⁰.

O conceito de controle apresentado pela Resolução n. 101/99 da ANATEL representa, assim, uma importante inovação no campo do direito societário brasileiro, dado

⁴⁰ Arnaldo Wald, Da competência das agências reguladoras para intervir na mudança de controle das empresas concessionárias, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 128, 2002, p. 47.

que passa a considerar as diversas formas de organização de poder em uma sociedade como passíveis de caracterização do controle, fugindo da limitação ao controle interno imposta pela LSA.

1.2.1.2. Lei n. 8.884/94

Assim como na Resolução n. 101/99 da ANATEL, também na Lei n. 8.884/94 foi adotado conceito mais abrangente de controle. Embora não tão completo quanto o constante da citada Resolução da ANATEL, nem tampouco precisamente definido quanto naquele diploma legal, o conceito apresentado pela lei antitruste não deixa de ser inovador, uma vez que ultrapassa os limites estabelecidos na LSA.

Desse modo, tanto o § 3º do art. 20 quanto o § 3º do art. 54 a seguir transcritos sinalizam que, para efeitos da lei antitruste, o estabelecido no art. 116 da LSA não limitará a configuração do controle, que deverá ser compreendido sob uma perspectiva mais abrangente e contextualizada:

Art. 20. Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados:

I - limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa;

II - dominar mercado relevante de bens ou serviços;

III - aumentar arbitrariamente os lucros;

IV - exercer de forma abusiva posição dominante.

(...)

§ 2º Ocorre posição dominante quando uma empresa ou grupo de empresas controla parcela substancial de mercado relevante, como fornecedor, intermediário, adquirente ou financiador de um produto, serviço ou tecnologia a ele relativa.

§ 3º A posição dominante a que se refere o parágrafo anterior é presumida quando a empresa ou grupo de empresas controla 20% (vinte por cento) de mercado relevante, podendo este percentual ser alterado pelo Cade para setores específicos da economia.

Art. 54. Os atos, sob qualquer forma manifestados, que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços, deverão ser submetidos à apreciação do Cade.

(...)

§ 3º Incluem-se nos atos de que trata o caput aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em vinte por cento de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais).

Como se pôde depreender da análise dos artigos acima transcritos, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica⁴¹ (“CADE”), assim como a ANATEL, no exercício do seu poder regulamentar adequou a concepção de controle à realidade exigida pela legislação antitruste.

Isso porque o conceito de controle constante da LSA não alcança os cenários de dominação de mercado e exercício de posição dominante previstos pela Lei

⁴¹ Criado pela Lei n. 8.884, de 11 de junho de 1994, que dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica.

n. 8.884/94, de maneira que para cumprir efetivamente as funções que lhe foram atribuídas, o CADE necessitou flexibilizar e conciliar conceitos e critérios societários que não são absolutos e não atendiam as suas finalidades.

Importante observar que essa necessidade de conciliação de conceitos e critérios é inevitável, uma vez que o direito societário e o direito concorrencial possuem escopos distintos e, portanto, diferentes fundamentos para determinar um mesmo fato jurídico.

No caso, para o direito concorrencial, o que interessa é a capacidade de a sociedade influenciar o comportamento de outras sociedades e não “o poder de assegurar, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral”. Diante dessa premissa, o conceito de controle apresentado pelo direito societário teve que ser considerado sob uma perspectiva mais ampla, qual seja a de determinar quais as formas pelas quais o controle de uma sociedade pode se organizar de modo a influenciar as decisões mercadológicas relevantes de outra sociedade.

O exercício de análise societária concorrencial do poder de controle demonstrou, portanto, que a influência exercida por uma sociedade não decorre apenas da posição majoritária interna, consoante o disposto no art. 116 da LSA, mas também do exercício de outras formas de controle, como o controle minoritário interno, controle gerencial e, ainda, controle externo, de direito e de fato⁴².

A essa influência dá-se no direito concorrencial a denominação de “influência dominante” ou “influência relevante”. A manifestação de uma ou de outra será

⁴² Calixto Salomão Filho, *O novo direito societário*, cit., p. 217.

determinada de acordo com o resultado da influência exercida: caso haja a estruturação de uma concentração empresarial, tratar-se-á da influência dominante, enquanto se houver a estruturação de uma cooperação empresarial, tratar-se-á da influência relevante⁴³. De qualquer forma, em ambos os casos o que importa identificar é o controle exercido pela sociedade que exerce a influência.

Dessa maneira, os conceitos societários concorrenciais de influência dominante e de influência relevante tiveram que englobar, consequentemente, todas as formas de controle acima mencionadas, capazes de gerar poderes externos no mercado que possam restringir ou eliminar a concorrência. Por essa razão, a definição societária de controle foi devidamente adaptada e ampliada, garantindo, deste modo, a majoração da eficácia normativa e aumento do alcance da Lei n. 8.884/94.

Apenas para complementar a questão da transposição do conceito de controle do direito societário para o direito concorrencial, convém tecer algumas considerações a respeito da conciliação das noções de controle e de influências dominante e relevante desses dois ramos do direito, respectivamente, sem, todavia, adentrar no mérito de definição de conceitos de direito concorrencial.

A primeira consideração refere-se à conciliação da maneira pela qual o direito societário e o direito concorrencial identificam o poder decisório. Nesse sentido, a primeira ressalva a ser feita é que a posição dominante detida por uma sociedade, em termos

⁴³ “A cooperação empresarial é caracterizada pela uniformização de certos comportamentos, ou pela realização de certa atividade conjunta, sem interferir com a autonomia de cada empresa, que permanece substancialmente independente naqueles aspectos de atividade não sujeitos ao acordo. Para que ocorra uma concentração empresarial, ao contrário, é fundamental que as empresas possam ser consideradas como um único agente do ponto de vista econômico *para todas as operações por elas realizadas*” (Calixto Salomão Filho, *Direito concorrencial - as estruturas*, cit., p. 243-9).

concorrenciais, manifesta-se na sua capacidade de influenciar o planejamento empresarial de outro agente econômico dentro de um mesmo mercado relevante.

Assim, sob o aspecto societário concorrencial, para se caracterizar a influência dominante ou relevante de uma sociedade sobre o planejamento empresarial de outra, não é essencial que haja o controle de todos os órgãos sociais ou de todas as deliberações sociais; é, sim, necessário, que haja o controle justamente sobre os órgãos ou cargos que estejam diretamente relacionados com a atuação da empresa no mercado⁴⁴, seja com relação à sua produção, seja com relação aos seus investimentos, por exemplo.

Faz-se essa ressalva quanto à necessidade de haver o controle apenas sobre as chamadas áreas estratégicas da sociedade para determinar a existência de influência dominante ou relevante sob o aspecto societário concorrencial, porque a utilização de tais conceitos implica exatamente a existência de um poder interno detido na sociedade, que seja capaz de gerar um poder externo no mercado; portanto, nada mais apropriado para indicar a configuração de uma influência dominante ou relevante do que a existência de poder interno na sociedade sobre os seus órgãos ou cargos que estejam diretamente relacionados com a sua atuação no mercado.

A segunda e última consideração quanto à conciliação da maneira pela qual o direito societário e o direito concorrencial identificam o poder decisório, refere-se à estabilidade da influência dominante ou relevante exercida na sociedade em contraposição ao caráter de permanência que deve se revestir o poder decisório na companhia.

⁴⁴ Calixto Salomão Filho faz essa relevante consideração, e a respeito do controle sobre os órgãos ou cargos diretamente relacionados à produção e atuação no mercado da empresa acrescenta: “Em doutrina, quatro áreas são consideradas fundamentais para permitir esse controle do planejamento empresarial: pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção e vendas” (*Direito concorrencial*, cit., p. 245).

Sob o aspecto societário concorrencial, a influência dominante ou relevante exercida na sociedade deve ser estável, constante e abrangente, para que a sociedade, a partir do seu exercício, possa vir a deter posição dominante no mercado, ou a direcioná-la, se já existente.

Os conceitos societários de influências dominante e relevante estão muito ligados à noção de controle externo e, por essa razão, tem um caráter de temporariedade. Desta feita, sob o aspecto societário concorrencial não é suficiente ter poder apenas para determinar a prática de um ato isolado, para que se afirme existente da influência; para tanto, é necessário que esse poder seja estável, que perdure no tempo.

Feitas essas considerações, é correto concluir que, para a estreita configuração da influência dominante ou relevante na sociedade, é necessário que ela seja exercida sobre os órgãos ou cargos diretamente relacionados à atuação da sociedade no mercado, e que tal controle tenha um caráter de permanência, de duração no tempo. Diante de tal fato, pode-se melhor compreender a roupagem que o conceito de controle passou a adotar na legislação antitruste e confirmar que tal adaptação conceitual mostrou-se não somente necessária, mas também benéfica.

Dito isso, defendo neste trabalho que a experiência da legislação antitruste, assim como verificado no caso da Resolução n. 101/99 da ANATEL, reforça o entendimento que o exercício do poder de controle ultrapassa os limites do art. 116 da LSA, o que vem a ser a idéia central deste estudo. Conforme se demonstrará no decorrer da presente tese, a pulverização do capital de companhias abertas proporciona um ambiente societário ideal para

que as mais variadas formas de organização do poder de controle sejam verificadas, o que confirma não somente a sua existência, mas, também, a necessidade de aprimoramento do nosso ordenamento jurídico.

1.3. ESPÉCIES DE CONTROLE

Como o presente estudo aborda as diversas formas de organização de controle na companhia aberta de capital pulverizado, faz-se importante apontar e conceituar as principais classificações para as espécies de controle apresentadas pela doutrina.

Há quem classifique as formas de configuração do controle em dois grandes grupos, dentro dos quais é realizada nova classificação, qual seja (i) controle derivado do mecanismo acionário, onde se encontram, por exemplo, o controle majoritário e o controle minoritário, e (ii) controle derivado de mecanismos não acionários, onde se encontram, por exemplo, o controle indireto e o controle externo.

A seguir são apresentados os conceitos atribuídos pelas classificações de controle mais clássicas e mais comumente utilizadas, tanto em relação aos grandes grupos de classificação, quanto aos deles derivados. Dessa maneira, vale esclarecer, determinadas formas de organização de controle poderão ser enquadradas em mais de uma classificação. As modalidades de controle totalitário, majoritário e minoritário, por exemplo, são todas enquadradas dentro da grande classificação de controle interno.

1.3.1. Controle totalitário

Entende-se por controle totalitário a concentração de quase a totalidade das ações votantes em poder de um único acionista, ou, ainda, o verificado quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação da sociedade.

1.3.2. Controle majoritário e controle minoritário

A clássica configuração do controle em majoritário ou minoritário é fundamentada na quantidade de ações votantes de propriedade dos acionistas.

Nesse sentido, é considerado majoritário o controle exercido pelo titular de mais da metade das ações com direito a voto. É interessante ressaltar que, como observado por FÁBIO KONDER COMPARATO, o controle majoritário pode ser absoluto ou simples⁴⁵. Será simples o controle majoritário que possa sofrer interferências de minorias qualificadas que, pautadas em determinadas prerrogativas legais que lhes são conferidas⁴⁶, podem eventualmente restringir o poder do acionista controlador. Desse modo, será absoluto o controle majoritário que não sofra as interferências das referidas minorias qualificadas.

Por outro lado, é minoritário o controle exercido por acionista que, embora titular de menos da metade das ações com direito a voto, tem poder para eleger a maioria dos administradores da sociedade e dirigir os seus negócios. Nesse sentido, o controle minoritário é verificado nas companhias onde, em razão da pulverização do capital, nenhum acionista detém, individualmente, mais da metade das ações votantes da companhia.

⁴⁵ *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 46.

⁴⁶ São exemplos das prerrogativas conferidas às minorias qualificadas as constantes dos arts. 105, 126, § 3º, 161, § 2º, 163, § 6º, 206, II, *b* e 246, I, *a*, da LSA.

1.3.3. Controle de direito e controle de fato

O controle de direito é caracterizado quando o acionista exerce o controle com base em direitos que lhe são conferidos, como ocorre no caso do titular de *golden share*⁴⁷ com direito de veto de matérias decisivas para a condução dos negócios sociais.

Já o controle de fato é aquele exercido por acionista ou grupo de acionistas que, independentemente da existência de um acordo de votos, atue representando os mesmos interesses.

1.3.4. Controle compartilhado

Considera-se compartilhado o controle assim caracterizado pela associação de interesses de dois ou mais acionistas titulares de ações votantes, os quais, isoladamente, não conseguiriam controlar a companhia. Mediante o estabelecimento de regras de conduta acerca do exercício do direito de voto, os acionistas conseguem unir seus esforços para, juntos, imprimirem suas vontades nas assembleias-gerais.

Em razão de a LSA admitir a existência de controlador de fato, conforme acima mencionado, a associação dos interesses dos acionistas pode tanto assumir a forma

⁴⁷ A respeito das *golden shares*, cf. item 3.3.

verbal, quanto ser formalizado nos termos do art. 118 da LSA⁴⁸, o qual regulamenta o acordo de acionistas.

1.3.4.1. Acordo de acionistas

Na definição de CELSO BARBI FILHO, o acordo de acionistas é “um contrato entre acionistas de uma mesma companhia, distinto de seus atos constitutivos, e que tem como objeto o exercício dos direitos decorrentes da titularidade das ações”⁴⁹.

Mediante a celebração do acordo de acionistas, busca-se a composição de interesses, criando vínculos obrigacionais entre as partes contratantes, vínculos esses que, como mencionado pela definição acima transcrita, refletem diretamente no exercício dos direitos resultantes da propriedade das ações representativas do capital social de uma

⁴⁸ Lei n. 6.404/76: “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

§ 1º As obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos.

§ 2º Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117).

§ 3º Nas condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas.

§ 4º As ações averbadas nos termos deste artigo não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão.

§ 5º No relatório anual, os órgãos da administração da companhia aberta informarão à assembléia-geral as disposições sobre política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, constantes de acordos de acionistas arquivados na companhia.

§ 6º O acordo de acionistas cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutive somente pode ser denunciado segundo suas estipulações.

§ 7º O mandato outorgado nos termos de acordo de acionistas para proferir, em assembléia-geral ou especial, voto contra ou a favor de determinada deliberação, poderá prever prazo superior ao constante do § 1º do art. 126 desta Lei.

§ 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

§ 9º O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

§ 10. Os acionistas vinculados a acordo de acionistas deverão indicar, no ato de arquivamento, representante para comunicar-se com a companhia, para prestar ou receber informações, quando solicitadas.

§ 11. A companhia poderá solicitar aos membros do acordo esclarecimento sobre suas cláusulas”.

⁴⁹ Celso Barbi Filho, *Acordo de acionistas*, Belo Horizonte: Del Rey, 1993, p. 42.

sociedade. Cumpre ressaltar, porém, que somente se revestido na forma escrita o acordo de acionistas se torna eficaz perante a sociedade e terceiros, o que ocorre mediante o seu arquivamento na sede da sociedade e averbação nos livros sociais.

Desta feita, o acordo de acionistas constitui um instrumento de formação ou manutenção do controle, uma vez que a própria LSA entende por acionista controlador “o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto”, conforme dispõe o *caput* do seu art. 116. Com efeito, considerando que o acordo de acionistas pode ter como objeto o exercício do direito de voto, ele pode ser utilizado, consequentemente, como forma de se obter ou manter o controle acionário. Para que isso se verifique, o grupo de acionistas que se unir por meio do acordo deverá alcançar a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral ou o poder de eleger a maioria dos administradores, orientando, assim, os negócios sociais.

Os interesses dos acionistas protegidos e regulados por acordo, todavia, devem sempre estar alinhados com os objetivos legais, de maneira que a finalidade do controle não contrarie o estatuto social nem o interesse social, e que o acordo de acionistas não seja utilizado como instrumento de violação de um deles ou de ambos. Isso significa afirmar que o acordo não pode servir de mecanismo para o exercício de um controle que seja lesivo à sociedade e aos seus acionistas, isto é, que caracterize abuso de poder.

Importante ressaltar que em nosso ordenamento jurídico o acordo de acionistas não envolve a propriedade e a posse das ações, de modo que, não obstante o acionista se submeter a certas restrições negociais em razão do acordo firmado, a titularidade e a posse das suas ações são conservadas.

O acordo de acionistas poderá ter por objeto o exercício do direito de voto ou a alienação das ações, denominando-se a primeira modalidade acordo de voto, e esta última, acordo de bloqueio.

O acordo de voto, que tem como espécies o acordo de comando e o acordo de defesa, visa ajustar previamente os interesses dos acionistas no que diz respeito ao exercício do direito de voto, abrangendo as matérias que sejam levadas à deliberação da assembléia-geral, por força de lei ou do estatuto social.

O acordo de comando é aquele que visa manter ou alcançar o controle acionário, garantindo para os acionistas a ele vinculados a preponderância nas deliberações da assembléia-geral. Já o acordo de defesa, traduz-se como aquele que busca organizar a minoria dos acionistas, para que estes possam proteger os seus interesses na sociedade e, também, os interesses da própria sociedade. Contudo, para que esses minoritários possam efetivamente organizar-se na forma de um acordo de voto e, assim, contrabalançar o poder de controle, é imperativo que detenham ações representativas de, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital social, *quorum* mínimo estabelecido pela LSA para o exercício de determinados direitos.

O acordo de bloqueio, por sua vez, é o que busca restringir a transmissibilidade das ações por meio da imposição de alguns critérios objetivos para tanto, tendo em vista que a negociabilidade das ações não pode ser vedada.

O acordo de acionistas é, portanto, um importante instrumento na obtenção e/ou manutenção do controle interno/controlado compartilhado da companhia e, por essa razão, sempre irá merecer uma atenção especial.

1.3.5. Controle direto e controle indireto

É considerado direto o controle exercido pelos próprios titulares das ações com direito de voto, e indireto o controle exercido pelo acionista controlador com base nas deliberações tomadas nos seus próprios órgãos decisórios, e não nos órgãos da companhia por ele controlada.

JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA assim diferencia o controle direto do indireto:

Controle direto é modalidade de poder própria da estrutura interna de uma sociedade: a relação de poder se estabelece entre o papel de acionista controlador (que é elemento dessa estrutura) e os órgãos da sociedade. A fonte de poder é o bloco de controle, formado por ações de emissão da própria sociedade, e o acionista controlador exerce o poder diretamente sobre os órgãos da sociedade.

Controle indireto é modalidade de poder própria de um grupo ou estrutura de sociedades. A relação de poder não é parte da organização interna de uma das sociedades, mas do grupo, pois vincula o papel de acionista controlador de uma sociedade aos órgãos sociais de outra. A fonte do poder são as relações societárias entre as sociedades, e o poder é exercido indiretamente – através dos órgãos sociais de outra sociedade⁵⁰.

⁵⁰ Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A lei das S/A*, 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2, p. 625.

1.3.6. Controle interno e controle externo

O controle interno é o previsto na LSA e é baseado no exercício do direito de voto, não estando necessariamente vinculado à efetiva propriedade das ações votantes. O controle interno fundamenta-se, assim, nas decisões da assembléia-geral de acionistas.

Já o controle externo é aquele exercido por quem não é titular de direitos de sócio, ou seja, é o manifestado por outras formas que não o exercício do direito de voto, sendo baseado, assim, em fatores independentes da propriedade das ações votantes, como, por exemplo, decorrentes do endividamento da companhia, quando as instituições financeiras, para a garantia de seus créditos, acabam por efetivamente interferir na administração da companhia, conduzindo-a da maneira que julgam mais apropriada para que o retorno financeiro seja alcançado e, assim, seus créditos liquidados.

O controlador externo, desse modo, possui um direito de crédito contra a companhia, razão pela qual afirma-se que tal modalidade de controle pode decorrer de um contrato⁵¹.

Essa modalidade de controle é, destarte, típica dos mercados em que o sistema financeiro prevalece sobre o mercado de capitais como veículo de captação de investimentos⁵². Nesses casos, a instituição financeira exerce verdadeiro domínio e poder sobre a companhia, que acaba subordinando suas decisões à vontade diretiva de sua credora.

⁵¹ Carlos Celso Orcesi da Costa, Controle externo nas companhias, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 20, n. 44, 1981, p. 70.

⁵² Na Europa, no Brasil e também no Japão, é predominante o financiamento às sociedades via sistema financeiro, ao passo que nos Estados Unidos, o recurso mais utilizado para capitalizar as corporações é justamente o mercado de capitais, via emissão de ações.

No Brasil, por uma questão cultural e de maturidade do mercado de capitais, o nosso empresariado vê com ressalvas a possibilidade de buscar financiamento junto à poupança popular e, por conseqüência, ver seu controle pulverizar-se. O financiamento bancário ainda é a solução mais procurada para a capitalização das companhias, de modo que o controle externo nos é familiar.

Também é configurado o controle externo naqueles casos em que, em razão de contratos firmados com terceiros, a companhia é privada da prática de atos decisivos para o seu funcionamento e desenvolvimento, atos esses que passam a ser direcionados e monitorados por tais terceiros. Determinados contratos de distribuição e contratos de representação comercial com cláusulas de exclusividade, dada a rigidez de suas estruturas, acabam por traduzir-se em um veículo para o exercício do controle externo pelo contratante, como também ocorre com os contratos de franquia e de transferência de *know-how*⁵³.

Importante observar que, assim como ocorre em outras formas de organização do controle, o controle externo exercido por um credor de uma companhia ou por um terceiro que, em razão de contrato firmado com a companhia, exerça dominação sobre ela, também está sujeito a instabilidade. A dependência da companhia para com o seu controlador externo tem, dessa maneira, uma relação direta com a estabilidade do poder de controle por ele exercido, de modo que quanto mais dependente a companhia for do seu controlador externo, maior será a sua influência.

⁵³ Ao escrever sobre o controle externo, Marcelo M. Bertoldi esclarece: “A doutrina aponta várias hipóteses em que se dá o controle externo. É o caso da existência de contratos firmados entre a companhia e terceiros que acabem por reduzir significativamente o seu âmbito de atuação, conforme ocorre nos contratos de *franchising*, em que os franqueados são compelidos a aderirem a cláusulas rígidas quanto a sua atuação. O mesmo ocorre em relação ao contrato de *know-how*, onde se verifica, em muitos casos, a grande dependência entre o fornecedor da tecnologia e a sociedade” (O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 39, n. 118, 2000, p. 65).

A intervenção do Estado no domínio econômico é igualmente considerada por alguns juristas um modo de controle externo. Por exemplo, o BACEN, a CVM, o CADE e as agências de regulação como a ANATEL e a Agência Nacional de Energia Elétrica⁵⁴ (“ANEEL”), exercem verdadeiro poder de controle externo – ainda que com finalidades regulatórias – sobre as companhias sujeitas às suas normas.

Sobre o assunto, WALDIRIO BULGARELLI faz a seguinte ressalva:

O fundamento para a existência de tipos de controle fiscalizatórios, já se viu, relaciona-se com a necessidade de zelar por uma administração correta, sem desvios ou abusos, necessidade essa que atende aos interesses dos acionistas e credores principalmente, embora alcance também o interesse mais geral da proteção ao crédito público e aos investimentos.

O Estado intervencionista não se limitou, como é consabido, a ditar um modelo legal regulamentar até pormenorizado excessivamente, com diminutas alternativas de variação para as partes, mas veio criando, ao longo dos últimos anos, e me refiro aqui ao Brasil, uma série de controles de toda a ordem tanto sobre a própria organização do grupo societário como sobre a estrutura e atuação da empresa⁵⁵.

A respeito especificamente do controle exercido pelas agências reguladoras, vale destacar que se trata de um poder-dever do órgão regulador que deve, no limite da sua atuação e competência, exercitar a fiscalização a ele atribuída de modo a cumprir a sua função e zelar pelos interesses da sociedade⁵⁶.

⁵⁴ Criada pela Lei n. 9.427, de 26 de dezembro de 1996, que institui a Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL e disciplina o regime das concessões de serviços públicos de energia elétrica.

⁵⁵ Waldirio Bulgarelli, *O regime jurídico do conselho fiscal das S/A*, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 49.

⁵⁶ Para Arnoldo Wald: “Assim sendo, é poder-dever das Agências Reguladoras, cada uma na sua própria área de atuação, exercitar de ofício a fiscalização regularmente a ela atribuída, de maneira preventiva e corretiva (...). Somente assim cumprirá integral e efetivamente a missão que lhe foi confiada” (Da competência das agências reguladoras para intervir na mudança de controle das empresas concessionárias, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, cit., p. 47-8).

Muito embora a propriedade de ações com direito a voto não esteja relacionada ao controle externo, este pode, todavia, ser também manifestado pelo voto que, neste caso, é exercido no interesse daquele que tem a prerrogativa de direcionar o voto dos detentores de tal direito.

No tocante à responsabilidade daquele que exerce o controle externo, a doutrina nacional entende que, como a LSA não prevê essa modalidade de controle, não há nenhum dispositivo legal que determine a responsabilidade do controlador externo, cabendo àqueles que se prestam a exprimir a sua vontade responsabilizar-se perante a companhia e seus acionistas pelo controle da companhia, na forma estabelecida no art. 117 da LSA.

Todavia, para os que compartilham desse entendimento, em razão de o controle externo derivar de um contrato ou de um ato normativo, como no caso do controle exercido pelas agências reguladoras, pode e deve o controlador externo responder diretamente pelos danos causados à companhia ou aos acionistas, decorrentes de violação contratual ou da própria lei. Desse modo, assim como ocorre com o acionista controlador que age com abuso de poder, também deve ser responsabilizado aquele que exerce o controle externo da companhia de forma abusiva, excedendo os limites das suas atribuições e de seus direitos.

De acordo com a orientação doutrinária doméstica, essa questão da responsabilização do controlador externo assume contornos mais definidos se visualizada, por exemplo, a situação fática em que o controlador externo é o próprio credor da companhia. Naturalmente que o antagonismo de suas posições de credor e devedora, respectivamente, é refletido nos interesses do controlador externo em relação às atividades da sociedade, de

maneira que o limite da sua atuação deve ser rigorosamente respeitado sob pena de configuração de inadimplemento contratual ou até mesmo de má-fé contratual.

Não obstante as considerações acima, não compartilho do entendimento da nossa doutrina a respeito da responsabilização do controlador externo. Ao contrário, defendo a tese de que é necessário mudar o enfoque até então dado a essa questão da configuração do controle e passar a analisá-la sob uma nova e mais abrangente perspectiva.

Como já colocado anteriormente, o controle de uma companhia aberta pode, de fato, adotar formas não previstas na LSA. Com o desenvolvimento do nosso mercado de capitais e o surgimento no nosso país de companhias abertas de capital pulverizado, tal premissa veio se confirmar verdadeira, passando o controle gerencial a ser uma real possibilidade, ainda que para uma ou outra companhia.

Diante dessa questão, entendo que é preciso reconhecer que a LSA e alguns conceitos nela inseridos mostram-se insuficientes para nortear todos os cenários possíveis em termos de organização do poder de controle. Todavia, a despeito das conhecidas limitações da LSA, não se pode ignorar que ela já apresenta o mecanismo de responsabilização do controlador.

Ora, se a LSA não admite expressamente o controle externo por vincular a figura do acionista ao exercício do controle, e, mesmo assim, o controle externo é uma realidade, entendo que não podemos simplesmente continuar agindo como se o controle externo não existisse. Dessa maneira, deixar de aplicar àquele que exerce este controle

externo – assumindo a posição de verdadeiro controlador – as responsabilidades a que o controlador está sujeito, não me parece o mais correto.

Vale aqui pontuar que embora a LSA seja centrada na figura do acionista controlador e do controle interno à companhia, ela não se mostra completamente alheia ao fenômeno do controle externo e do controle gerencial. Isso porque no parágrafo único do seu art. 249, que trata do poder da CVM de designar as sociedades cujas demonstrações financeiras devam ser abrangidas pelas regras da consolidação, a LSA expressamente dispõe que a CVM pode “determinar a inclusão de sociedades que, embora não controladas, sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia”. E como bem observam FÁBIO KONDER COMPARATO e CALIXTO SALOMÃO FILHO, “essa ‘dependência financeira’ pode, obviamente, ser interpretada como controle externo (...); e a ‘dependência administrativa’ parece ser o controle gerencial”⁵⁷.

Defendo nesse trabalho, portanto, que ao controlador externo devem ser aplicados os dispositivos legais destinados à responsabilização do controlador de sociedade anônima, aplicação essa que deverá ser realizada em nome da função social da empresa em prol da própria companhia e seus acionistas. Nesse caso, entendo que uma solução para estender ao controlador externo a responsabilidade por seus atos praticados no controle da companhia, seria ampliar o escopo do conceito de controlador para alcançar cenários como os ora abordados.

Do contrário, estaríamos, quando nada, simplesmente corroborando uma estrutura que, no limite, poderia ser utilizada por verdadeiros controladores que buscassem

⁵⁷ *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 84.

fugir da responsabilidade que a sua posição privilegiada acarreta. Em um exemplo extremo, um determinado investidor poderia concluir que a melhor forma de exercer o controle de uma companhia seria tornar-se credor dela, pois ao mesmo tempo em que poderia orientar os negócios sociais de modo a obter a melhor lucratividade destinada à quitação do débito existente, não estaria correndo os riscos de responsabilização dos atos praticados na qualidade de controlador.

1.3.6.1. Voto das ações empenhadas e alienadas fiduciariamente

Dado que o controle interno é o previsto na LSA, necessário abordar nesse trabalho a questão do exercício do voto das ações empenhadas e alienadas fiduciariamente e verificar se a LSA autoriza os credores de acionistas a exercer o direito de voto e, consequentemente, o controle externo da sociedade.

O voto é compreendido como a manifestação individual e unilateral de vontade destinada à produção de uma decisão coletiva e é considerado um dos direitos subjetivos do acionista. A sua prática foi adotada pelas sociedades como forma de consultar o quadro dos sócios para a composição da vontade social.

Na nossa legislação, que admite a emissão de ações preferenciais com restrição ou supressão do direito de voto, este é compreendido como um direito pertinente ao acionista decorrente da propriedade da ação, e não um direito essencial à qualidade de sócio, tais como aqueles constantes do art. 109 da LSA. Por essa razão, é considerada lícita a sua modificação ou até mesmo supressão pela lei e pelo próprio estatuto social, conforme autoriza a LSA.

Em decorrência da possibilidade de modificação ou supressão do direito de voto, este é, assim, reconhecido entre nós como um direito instrumental ou não essencial, atribuído em maior ou menor extensão e a diferentes proporções de acionistas, e que tem o poder de direção dos negócios sociais.

Em virtude da sua finalidade, qual seja, determinar a vontade social, o exercício do voto representa verdadeiro poder político que assegura ao acionista acesso às decisões sociais e ao questionamento eficaz da administração, visando promover o objetivo econômico da sociedade.

O tema referente ao exercício futuro do direito de voto em razão de ajuste contratual foi no passado bastante discutido, doutrinária e jurisprudencialmente, a fim de investigar se o voto, enquanto livre manifestação da vontade do acionista, poderia ser objeto de tratativas dessa natureza. Hoje, porém, tal discussão encontra-se superada em praticamente todos os países, de maneira que as convenções de voto têm atualmente a sua validade e licitude reconhecidas⁵⁸.

Assim sendo, admite-se entre nós que o direito de voto seja passível de separação dos demais direitos inerentes à ação, podendo, portanto, ser objeto de convenção referente ao seu exercício.

⁵⁸ Fábio Konder Comparato reforça tal posição ao defender que: “Na esfera das relações patrimoniais, a autonomia da vontade consiste, justamente, em poder negociar e ceder, livremente, os seus direitos. Se o acionista não é obrigado a comparecer às assembleias gerais, se pode a todo tempo ceder as suas ações, por que atentaria contra a sua liberdade a estipulação de votar neste ou naquele sentido?” (*O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 181).

Feitas essas considerações a respeito do direito de voto, passemos a analisar a questão do voto das ações empenhadas e alienadas fiduciariamente.

Com relação ao penhor sobre as ações, ele não impede o acionista de exercer o seu direito de voto, conforme determina o art. 113 da LSA⁵⁹. Será lícito, no entanto, restringir contratualmente o voto do acionista no tocante a matérias específicas, em relação às quais o credor pignoratício deverá expressar o seu consentimento por escrito. A *contrario sensu*, em não havendo tal restrição contratual, ao acionista é facultado o livre exercício de seu direito de voto, que é inerente à sua natureza.

Já no que diz respeito à alienação fiduciária das ações, a análise do disposto a seu respeito no referido art. 113 da LSA requer maior atenção quanto a dois aspectos: (i) o exercício do direito de voto pelo credor do acionista devedor, caso em que se caracterizaria a cessão de voto, e (ii) o exercício do direito de voto pelo próprio acionista devedor.

A cessão de voto é compreendida como a transmissão do exercício de voto operada separadamente da própria ação, e em decorrência da qual se produz uma separação entre os direitos correspondentes à qualidade de sócio e o direito de voto. É o que se verifica, por exemplo, nos casos em que os administradores da companhia atuam como representantes dos acionistas nas assembleias-gerais ou quando as instituições financeiras, na prestação de seus serviços de administração de carteiras ou depósito de ações, também representam

⁵⁹ “Art. 113. O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações.

Parágrafo único. O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato”.

acionistas nas assembleias-gerais com base em contrato específico ou cláusula-mandato de um contrato⁶⁰, conforme autoriza a LSA.

Cumpra esclarecer que a cessão de voto não se confunde com o tráfico de votos, o qual constitui um ilícito previsto no art. 115 da LSA e no art. 177, § 2º, do Código Penal brasileiro⁶¹. Pela primeira, o acionista, em razão de um contrato ou acordo existente com o cessionário, a ele cede o exercício do direito de voto com relação a determinada matéria, mantendo os demais inerentes à ação; já no segundo caso, o que se verifica é que o próprio acionista vota na assembleia-geral, mediante vantagem direta ou indiretamente recebida, para atender interesses de outros acionistas, dos administradores ou dos controladores.

Retomando o ponto a respeito da cessão do direito de voto do acionista a um eventual credor seu, não se verifica uniformidade no âmbito doutrinário quanto à sua possibilidade.

Há alguns poucos juristas que entendem não haver impedimento legal à cessão do direito de voto pelo acionista devedor a seu credor. FERNANDO NETTO BOITEUX segue essa corrente doutrinária. Diz ele:

Efetivamente, atentos à dissociação e conflito potencial de interesses entre propriedade e garantia, pois no penhor existe alienação, entendemos que a lei agiu corretamente, ao não conceder voto ao credor. No entanto, nada impede

⁶⁰ Conforme autorizado pelo art. 126, § 1º, da LSA: “O acionista pode ser representado na assembleia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos”.

⁶¹ Decreto-Lei n. 2.848, de 7 de dezembro de 1940, art. 177, § 2º: “Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembleia geral”.

que a vontade do devedor se manifeste no sentido da cessão de voto ao credor, pois não há impedimento legal ao exercício da liberdade de contratar. A responsabilidade do acionista pela declaração de voto, no entanto, permanece, face ao disposto no art. 118, § 2º da mesma lei. O contrato de cessão de voto, que terá a mesma natureza de acordo de acionistas, deverá ser arquivado na sede da companhia para que se torne exigível em assembléia o cumprimento da obrigação (art. 118)⁶².

Por outro lado, há a maioria doutrinária que, como MODESTO CARVALHOSA, defende não poder o credor pignoratício ou o proprietário fiduciário votar em nome do acionista devedor, na qualidade de seu procurador. Segundo os defensores de tal posicionamento, ao qual me filio, o impedimento da cessão do direito de voto nesses casos é absoluto, em virtude do nítido conflito de interesses existente entre credor e devedor, não podendo o credor, “contornar o preceito proibitivo de voto *de jure proprio*, mediante o expediente da obtenção de mandato do acionista devedor, para votar em nome deste”⁶³.

O objetivo da proibição de o credor poder votar com as ações do devedor tem como fundamento evitar que o controle da sociedade seja exercido diretamente pelos credores dos acionistas. Por outro lado, já no caso de o credor também ser acionista, a procuração de voto das ações dadas em garantia poderia levar à transferência ou à consolidação do controle interno da sociedade, o que configuraria um negócio indireto e ilícito, na medida em que viabilizaria a transferência do controle da companhia com ações alheias, no caso as do acionista devedor ou garantidor.

⁶² Fernando Netto Boiteux, O acesso ao voto na sociedade anônima, *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 84, n. 303, 1988, p. 64.

⁶³ Modesto Carvalhosa, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, cit., p. 376.

Esse entendimento é confirmado por TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE que na vigência do Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940⁶⁴, afirmou:

As ações (...) são títulos de participação que atribuem ao seu dono a qualidade de sócio, pelo que só a ele cabe exercer os direitos corporativos de caráter não patrimonial. Segue-se que, no contrato de penhor ou por instrumento de procuração, pode o acionista caucionante autorizar o credor a receber os eventuais dividendos, porém não pode conceder ao credor poderes de representação nas assembléias gerais. Somente o acionista tem qualidade para exercer o direito de voto⁶⁵.

Quanto ao exercício do direito de voto pelo acionista devedor, assim como no caso do penhor, a lei permite que no contrato firmado com o credor seja convencionado que o acionista não poderá votar sem o seu consentimento em relação às matérias que possam modificar o estado patrimonial ou institucional da companhia⁶⁶.

Por outro lado, na omissão do contrato de alienação fiduciária quanto ao exercício do voto pelo acionista devedor, poderá este último exercer plenamente o seu direito de voto, já que o proprietário fiduciário silenciou a respeito, não reservando qualquer matéria objeto de voto ao seu prévio consentimento.

As cláusulas de consentimento de voto objeto do contrato celebrado entre o credor e o acionista devedor, ou garantidor, têm a sua eficácia condicionada ao arquivamento do respectivo instrumento contratual na sede sociedade, obedecendo às disposições pertinentes à eficácia do acordo de acionistas, conforme estabelecido no art. 118 da LSA.

⁶⁴ O Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, precedeu a LSA na regulamentação das sociedades por ações.

⁶⁵ Trajano de Miranda Valverde, *Sociedade por ações*, Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953, v. II, p. 69-70.

⁶⁶ Não é permitido, portanto, que o contrato de financiamento estabeleça cláusula de prévio consentimento referente a matérias de gestão da companhia ou atos de rotina.

Uma vez arquivado na sede da sociedade o contrato celebrado entre o credor e o acionista devedor, ou garantidor, a administração da companhia e a mesa da assembleia-geral deverão exigir do acionista a apresentação de autorização por escrito do credor para que possa exercer o seu voto sobre as matérias da ordem do dia que estão sujeitas ao consentimento prévio.

Na eventualidade de o acionista deixar de apresentar a devida autorização para o exercício do seu direito de voto, poderá ele ser impedido de votar sobre as matérias previstas no contrato, salvo se protestar pela posterior exibição do documento. Nesse caso, o voto será nulo se o credor manifestar sua contrariedade ao voto proferido.

Em conclusão tem-se que o credor da companhia somente exercerá o seu controle externo e efetivo naqueles casos em que os direitos de sócio de que for titular – no caso o direito de voto – lhe assegurarem, de modo permanente, “a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”, e que “usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

1.3.7. Controle gerencial

O controle gerencial é aquele exercido pelos representantes dos acionistas titulares das ações votantes. Estes representantes, normalmente instituições financeiras e os próprios administradores da companhia, controlam a companhia “por procuração”, daí por que afirma-se que nestes casos opera-se o denominado *management control*.

Na opinião de FÁBIO ULHOA COELHO, o poder de controle gerencial:

é aquele em que a dispersão das ações é tão grande que os próprios administradores devem ser considerados os controladores da sociedade anônima, na medida em que acabam por se perpetuar na direção da companhia⁶⁷.

O controle gerencial, embora possa ser exercido pelos administradores da companhia, não é previsto pela LSA, conforme o já mencionado. Ele é verificado quando o controle é exercido sem uma relação direta com a propriedade da maioria das ações com direito a voto.

Os administradores, neste caso, acabam assumindo e exercendo o controle de fato da sociedade, o qual decorre da extrema dispersão do capital social que impede a concentração das ações com direito a voto nas mãos dos acionistas da companhia que ficam, assim, impossibilitados de exercer qualquer outra forma de controle.

Em razão do fato de o controle gerencial ser verificado em um ambiente de pulverização do capital, este tema será abordado de modo mais detalhado no item 3.2 *infra*.

1.4. ABUSO DO PODER DE CONTROLE

O exercício do poder de controle em si não imputa ao acionista controlador qualquer responsabilidade adicional àquela que já lhe é atribuída por sua condição de acionista, apesar das prerrogativas que lhe são conferidas no comando da sociedade.

⁶⁷ *Curso de direito comercial*, cit., p. 279.

Não obstante a regra de não responsabilidade adicional do acionista controlador, na hipótese de existência de irregularidade, fraude ou ilícitos praticados pelo acionista controlador ou por administrador por ele indicado, há, excepcionalmente, algumas leis específicas que prevêm a responsabilização solidária do acionista controlador com a sociedade. Nesse sentido⁶⁸ é a legislação previdenciária, Lei n. 8.620, de 5 de janeiro de 1993, a qual, em seu art. 13, parágrafo único, estabelece o seguinte no tocante às sociedades limitadas:

Art. 13. O titular da firma individual e os sócios das empresas por cotas de responsabilidade limitada respondem solidariamente, com seus bens pessoais, pelos débitos junto à Seguridade Social.

Parágrafo único. Os acionistas controladores, os administradores, os gerentes e os diretores respondem solidariamente e subsidiariamente, com seus bens pessoais, quanto ao inadimplemento das obrigações para com a Seguridade Social, por dolo ou culpa.

Dada a relevância dos atos praticados pelo acionista controlador, a LSA estabeleceu em seu art. 117 que “o acionista controlador responde pelos danos causados por

⁶⁸ Vale mencionar o art. 15 do Decreto-Lei n. 2.321, de 25 de fevereiro de 1987, que institui regime de administração especial temporária, nas instituições financeiras privadas e públicas não federais:

“Art. 15. Decretado o regime de administração especial temporária, respondem solidariamente com os ex-administradores da instituição pelas obrigações por esta assumidas, as pessoas naturais ou jurídicas que com ela mantenham vínculo de controle, independentemente da apuração de dolo ou culpa.

1º Há vínculo de controle quando, alternativa ou cumulativamente, a instituição e as pessoas jurídicas mencionadas neste artigo estão sob controle comum; quando sejam, entre si, controladoras ou controladas, ou quando qualquer delas, diretamente ou através de sociedades por ela controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da instituição.

2º A responsabilidade solidária decorrente do vínculo de controle se circunscreve ao montante do passivo a descoberto da instituição, apurado em balanço que terá por data base o dia da decretação do regime de que trata este decreto-lei”.

Também vale transcrever o art. 1º da Lei n. 9.447, de 14 de março de 1997, que assim dispõe a respeito da má administração de instituição financeira, quando em liquidação ou sob intervenção:

“Art. 1º A responsabilidade solidária dos controladores de instituições financeiras estabelecida no art. 15 do Decreto-lei n. 2.321, de 25 de fevereiro de 1987, aplica-se, também, aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial de que trata a Lei n. 6.024, de 13 de março de 1974”.

atos praticados com abuso de poder”. O próprio art. 117 dispõe, ainda, sobre o que é considerado abuso de poder:

“Art. 117. (...)

§1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
- b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;
- f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
- h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia”.

A respeito do rol de atos que configuram abuso de poder constante do art. 117 acima transcrito, ARNOLDO WALD e LUIZA RANGEL DE MORAES observam com propriedade:

Pode-se dizer que as práticas de abuso de poder são sempre diversas e não obstante o esforço que o legislador faça para caracterizá-lo, não se chegaria a abranger todas as modalidades possíveis. Qualquer tentativa para regulá-lo não evitará que seja descoberto um meio mais criativo de desenvolver uma nova maneira de praticá-lo.

Sendo assim, a lista de exemplos do que seria abuso de poder, que consta da atual lei, já pode ser considerada suficiente, competindo à jurisprudência, administrativa e judicial, bem como à própria companhia, nos seus estatutos e regimentos internos, regulamentar o que será reputado configurador do abuso de poder⁶⁹.

Com base no referido art. 117, depreendem-se alguns requisitos para responsabilização daquele que exerce o poder de controle sobre uma sociedade. O primeiro é que para incidir na responsabilidade prevista em lei, deve o acionista efetivamente ser o controlador da companhia; o segundo é que para a responsabilização, exige-se prova do dano causado; e o terceiro é que o ato deve ter sido praticado pelo acionista com abuso de poder.

Configura-se o abuso de poder quando o acionista exerce a prerrogativa de controlador contrariamente aos interesses da própria companhia e/ou dos demais acionistas com o objetivo de causar-lhes danos, seja cerceando o exercício dos direitos destes, seja

⁶⁹ Arnaldo Wald e Luiza Rangel de Moraes, Alguns aspectos do controle e da gestão de companhias no projeto de reforma da lei das sociedades por ações – considerações gerais, *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 3, n. 8, 2000, p. 14.

pretendendo obter enriquecimento ilícito ou vantagem sem justa causa. MODESTO CARVALHOSA assim escreve a esse respeito:

O abuso de poder de controle resulta da causa ilegítima de decisões tomadas com a única finalidade de prejudicar uma categoria de acionistas ou para satisfazer os interesses exclusivamente pessoais de alguns deles. Nessa hipótese, o controle é desviado de sua finalidade legítima, ou seja, assegurar a acumulação do patrimônio social e a prosperidade da empresa⁷⁰.

Uma vez configurado o abuso do poder de controle e o conseqüente dano para a companhia ou para os demais acionistas, caberá ao acionista controlador a obrigação de reparar tal dano causado. Para tanto, a parte interessada poderá ingressar em juízo com ação de anulação⁷¹ dos atos abusivos praticados pelo acionista controlador e/ou pleitear indenização⁷² pelas perdas e danos sofridos em decorrência da prática do ato abusivo.

Na eventualidade de o acionista controlador que agiu com abuso de poder também exercer cargo na administração da companhia, além da obrigação de reparação do dano será aplicável a este o procedimento estabelecido no art. 159 da LSA:

Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

⁷⁰ *Comentários à lei de sociedades anônimas*, cit., p. 446.

⁷¹ Art. 286 da LSA: “A ação para anular as deliberações tomadas em assembléia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação”.

⁷² Art. 287 da LSA: “Prescreve: (...) II - em 3 (três) anos: (...) b) a ação contra os fundadores, acionistas, administradores, liquidantes, fiscais ou sociedade de comando, para deles haver reparação civil por atos culposos ou dolosos, no caso de violação da lei, do estatuto ou da convenção de grupo, contado o prazo: (...) 2 - para os acionistas, administradores, fiscais e sociedades de comando, da data da publicação da ata que aprovar o balanço referente ao exercício em que a violação tenha ocorrido”.

Em se tratando de companhia aberta, regulamentada, portanto, pelo Poder Público, cabe, ainda, ao acionista controlador, a responsabilidade administrativa, seja perante a CVM, a Secretaria de Direito Econômico (“SDE”) e/ou o CADE.

Considero importante aqui fazer uma ressalva, dado que o art. 117 da LSA menciona explicitamente em seu *caput* que o “acionista” controlador responderá pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. Como mencionado no item 1.3.6 *supra*, defendo nesse trabalho a tese de que aquele que exerce o controle externo da companhia deve ser considerado seu controlador para todos os efeitos, inclusive para fins de responsabilização dos atos praticados.

Dessa maneira, no meu entendimento, quem exerce o controle externo da companhia também deve ser responsabilizado por abuso de poder de controle, em vista da sua qualidade de controlador. Conforme o já destacado anteriormente, o fato de a LSA ser voltada para a figura do acionista controlador e desconsiderar as outras formas de organização do poder de controle não pode servir de fundamento para que o controlador externo seja eximido das suas responsabilidades. Do contrário, estaria sendo conferido tratamentos distintos às diferentes formas de manifestação do poder de controle, o que seguramente não seria adequado sob o aspecto legal e social.

1.4.1. Abuso do direito de voto e conflito de interesses

Com a finalidade de assegurar o equilíbrio funcional da sociedade, a LSA estabelece em seu art. 115, que o exercício do voto deve dar-se em atenção aos interesses da sociedade, considerando-se abusivo o voto exercido com vistas à realização dos interesses

pessoais dos acionistas. Desse modo, o voto deverá sempre ser exercido para a formação da vontade social, ressaltando-se que ao acionista é delegado o poder de voto justamente em razão de ele fazer parte de uma comunidade acionária.

Cumprе ressaltar, contudo, que a vontade social a ser realizada pelo voto dos acionistas não corresponde necessariamente à soma dos interesses individuais de cada um, que nem sempre são convergentes, mas sim aos interesses comuns desses acionistas, que estão definidos no objetivo específico da sociedade e no fim social da realização do lucro. Dessa forma, quando a manifestação do voto não traduz o interesse coletivo, instaura-se o abuso do direito de voto e o conflito de interesses.

O abuso do direito de voto caracteriza um desvio da finalidade do próprio voto, configurando uma disfunção do direito. O voto abusivo será configurado quando se pretender prejudicar os interesses patrimoniais dos demais acionistas, ou até mesmo o direito político de voto ou de eleição de representantes dos minoritários nos órgãos da administração e fiscalização, assegurados pela lei ou pelo estatuto.

Como se pode observar, as vantagens a serem obtidas ilicitamente mediante o abuso do direito de voto podem ser referentes a privilégios patrimoniais, bem como a vantagens políticas, que se exteriorizam mediante o controle obtido com a utilização abusiva das formas legais.

Na opinião de MODESTO CARVALHOSA, o que caracteriza o voto como abusivo, ou não, é a finalidade do acionista ao exercer o seu direito de voto:

A lei considera abusivo o voto exercitado com o fim de causar dano à companhia, ou com o fim de causar dano a outros acionistas; ou, ainda, com o fim de obter para si ou para outrem vantagem sem justa causa ou que resulte ou possa resultar prejuízo para a companhia ou para outros acionistas⁷³.

Em que pese a posição doutrinária transcrita, o entendimento jurisprudencial é mais rigoroso quanto à caracterização do voto como abusivo ou não, haja vista que não tem considerado o caráter subjetivo da conduta do acionista, afirmando-se no sentido de haver configuração do abuso sempre que a deliberação for contrária aos interesses sociais. Esse posicionamento se justifica porque dificilmente se pode distinguir nessa questão o dolo – intenção de agir fraudulentamente – do erro, muitas vezes causado por uma indevida apreciação da matéria por parte do acionista.

No tocante àqueles que devem responder pelo exercício abusivo do direito de voto, o § 3º do art. 115 da LSA determina que “o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido”. Importante destacar que o *caput* do referido artigo faz menção a “acionista” de uma forma genérica, de sorte que não somente os acionistas controladores responderão pelo voto abusivo, mas também o acionista minoritário e/ou aquele que exerce o controle externo da companhia, de acordo com a tese que defendo no presente estudo.

O voto abusivo, cumpre mencionar, não invalida a deliberação da assembléia-geral, mas apenas responsabiliza o acionista por perdas e danos, não fulminando o ato praticado com a ineficácia paralisadora de efeitos, o que, inclusive e indubitavelmente, facilitaria a reversão do dano causado, se e quando possível.

⁷³ *Comentários à lei de sociedades anônimas*, cit., p. 404.

Oportuno transcrever as considerações de JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO que, criticando o posicionamento do legislador, observa:

O voto em assembléia geral tem essa função, de sorte que, no voto abusivo, se configura uma disfunção do direito. A lei, a meu ver erroneamente, prevê para a hipótese apenas a reparação indenizatória de perdas e danos e não a ineficácia pura e simples do voto abusivo: o acionista, diz o art. 115, em seu § 3º, responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. Ora, se o voto abusivo é ilegal (porque contrário ao interesse da companhia) não poderia jamais produzir efeitos. Assim não o quis o legislador, porém, contentando-se com a sanção consistente em perdas e danos, salvo unicamente no caso do voto do acionista que tem interesse conflitante com o da companhia. Apenas nessa hipótese a lei torna anulável (e não nula) a deliberação tomada⁷⁴.

Esse mesmo autor, em artigo referente à sociologia do poder na sociedade anônima, reitera seu entendimento acima transcrito:

Apesar de a Lei 6.404 ter adiantado de forma progressista a responsabilidade do acionista controlador por atos praticados com abuso de poder, o esquema sancionatório desses atos abusivos é ainda insuficiente, na medida em que (a) não os fulmina de nulidade, mas apenas lhes comina a insatisfatória consequência da responsabilidade por perdas e danos e (b) o acionista controlador, principalmente quando não participe diretamente dos órgãos da administração social, dificilmente é alcançado pela repressão de ilícitos, especialmente no âmbito criminal⁷⁵.

⁷⁴ José Alexandre Tavares Guerreiro, Direito das minorias na sociedade anônima, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 25, n. 63, 1986, p. 108.

⁷⁵ José Alexandre Tavares Guerreiro, Sociologia do poder na sociedade anônima, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 29, n. 77, 1990, p. 56.

A respeito do conflito de interesses, este será configurado quando a sociedade sofrer alguma perda imediata ou futura, quando deixar de obter uma vantagem lícita ou até mesmo quando lhe for conferida, através do voto do acionista, vantagem menor do que obteria se outra fosse a manifestação decisória daquele. Igualmente haverá conflito de interesses entre a sociedade e os demais acionistas quando o voto for utilizado para obtenção de vantagem política ou patrimonial para si ou para terceiros.

Quando se verificar o conflito de interesses, o acionista estará legalmente impedido de votar, e isso poderá ocorrer nas ocasiões em que, por exemplo, as deliberações da assembleia-geral versarem sobre o laudo de avaliação de bens com que ele concorre para a formação do capital social, aprovação de suas contas como administrador, em deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou nas quais seu interesse for conflitante com o da sociedade, conforme estabelece o § 1º do art. 115 da LSA.

Importante esclarecer que, identificado o conflito de interesses, suspende-se o exercício do voto por parte do acionista, e não o seu direito de voto. Este é preservado para que possa ser exercido nas demais ocasiões em que a divergência não se fizer presente.

Nas duas primeiras hipóteses elencadas pelo referido § 1º do art. 115 da LSA diz-se que há a suspensão do direito ao exercício do voto em razão de fatores objetivos legalmente tipificados, consubstanciando assim um conflito meramente formal. Já nas duas hipóteses restantes, há elementos subjetivos que devem ser apreciados para que o conflito se configure, razão por que se concretiza nesses casos um conflito substancial de interesses.

Quando surgirem esses denominados conflitos substanciais de interesses, o próprio acionista interessado deve declarar-se impedido de votar; em não o fazendo, caberá à mesa emitir juízo de valor sobre a questão. A mesa, então, deverá submeter a decisão quanto à supressão do direito de voto, com base no art. 120 da LSA, à assembleia-geral, que é considerada o órgão mais qualificado para solucionar tais questões, haja vista que é a única intérprete do interesse social e que, por consequência, poderá evitar os abusos.

Cumprido mencionar que a questão da supressão do direito de voto do acionista nas hipóteses em que se verificar um conflito substancial de interesses é bastante controversa, tendo sido estabelecido na doutrina inúmeras discussões quanto a tratarem-se tais hipóteses de um verdadeiro impedimento ao voto pelo acionista, circunstância em que o conflito é avaliado e verificado previamente à deliberação, ou de um vício na sua manifestação, ocasião em que o conflito é verificado posteriormente à deliberação.

Compartilho do entendimento daqueles que defendem tratar-se a terceira hipótese prevista no § 1º do art. 115, qual seja a deliberação que possa beneficiar de modo particular o acionista, de um conflito formal de interesses⁷⁶, impondo, por conseguinte, o exame prévio da matéria para determinação da existência ou não do conflito e, se for o caso, da suspensão do voto do acionista. No tocante a quarta hipótese prevista no mencionado § 1º, qual seja a deliberação que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas, a doutrina é francamente majoritária no sentido de tratar-se de conflito a ser verificado posteriormente à deliberação.

⁷⁶ Nesse sentido é o entendimento de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, *Conflito de interesses nas assembleias gerais*, São Paulo: Malheiros, 1993, p. 87-91.

Se ocorrer de o acionista ser impedido de votar, isso não significa que ele não poderá comparecer à assembléia e discutir a matéria objeto de seu impedimento, uma vez que muitas matérias são examinadas em assembléia, inclusive algumas nas quais o acionista poderá exercer o seu direito de voto.

Há, contudo, quem defenda que a exclusão do voto se estende à participação do acionista na assembléia, pois o que se pretende é impedir que ele influencie a decisão dos demais. Nesse caso, o acionista somente poderá participar da discussão da assembléia quando puder exercer seu direito de voto.

Não me parece muito correto este último entendimento, principalmente em razão de os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito terem o direito de intervir nas assembléias-gerais. Desse modo, o impedimento do voto não pode implicar a proibição de comparecimento do acionista à assembléia-geral quando a matéria relacionada a tal impedimento for objeto de votação dos demais acionistas.

Na eventualidade de ocorrer a violação da proibição, ou seja, caso o acionista exerça o seu direito de voto quando lhe foi imposta a proibição do exercício desse direito, caberá a qualquer outro acionista ou até à própria assembléia-geral, promover a nulidade dos votos ilegalmente proferidos e a anulação da respectiva decisão com base no adiante transcrito § 4º do aludido art. 115 da LSA, desde que o voto do acionista proibido tenha contribuído de maneira decisiva e inequívoca para a formação da maioria. Se este não for o caso, porém, não haverá a anulação da deliberação em virtude da ausência do prejuízo

para a companhia, ou melhor, da “adoção do princípio jurídico de que não há nulidade sem prejuízo”⁷⁷.

A aplicação das penalidades referentes ao abuso do direito de voto, não elide a possibilidade de aplicação do art. 115, § 4º, da LSA, que dispõe:

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

(...)

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

1.4.2. Legitimação processual

Com base nos arts. 117, 238⁷⁸ e 246⁷⁹ da LSA, o acionista controlador, seja ele uma pessoa física ou uma pessoa jurídica, tem legitimação passiva para figurar em uma demanda de reparação de danos causados à companhia e, em última análise, aos demais

⁷⁷ Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de direito comercial*, cit., p. 315.

⁷⁸ “Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.

⁷⁹ “Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.

§ 1º A ação para haver reparação cabe:

a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;

b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente.

§ 2º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização”.

acionistas, enquanto a própria companhia tem legitimação passiva para figurar em uma demanda da mesma natureza em decorrência de danos por ela causados a terceiros em razão de ato praticado pelo acionista controlador.

No tocante à legitimidade ativa para figurar em uma demanda de reparação de danos causados à companhia, há duas sistemáticas distintas. Em se tratando de controlador pessoa jurídica, nos termos do referido art. 246 da LSA, a legitimidade ativa caberá (i) aos acionistas minoritários que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social e também (ii) a qualquer acionista, independentemente da sua participação no capital social, desde que preste caução pelas custas e honorários advocatícios devidos em caso de sucumbência.

Na hipótese de o controlador ser uma pessoa física, com base na regra geral do art. 117 da LSA, qualquer acionista poderá intentar ação de reparação civil contra o acionista controlador, independentemente da sua participação no capital social ou da prestação de caução.

A legitimação dos acionistas para ingressar com ação de responsabilidade civil contra o controlador independe de qualquer autorização prévia ou ato formal por parte de qualquer órgão da companhia, dado que será a própria companhia que atuará por meio destes acionistas.

Em vista do teor do parágrafo único do art. 116 da LSA⁸⁰, que estabelece que o acionista controlador também tem responsabilidades perante os funcionários da companhia e a comunidade, MODESTO CARVALHOSA⁸¹ defende o entendimento de que atuais ou antigos empregados da sociedade, bem como a União, os Estados e os Municípios, na esfera de suas competências, também têm legitimidade para propor medidas judiciais e administrativas contra o acionista controlador.

A respeito dos conflitos entre o acionista controlador e a companhia e/ou demais acionistas, vale mencionar que a LSA prevê, no § 3º do art. 109 e também no § 2º do art. 129, a possibilidade de solução de conflitos por meio da arbitragem, o que representa grande vantagem tanto para as partes litigantes quanto para a própria companhia. Dada a celeridade do processo de composição dos conflitos, a arbitragem garante à companhia maior equilíbrio na medida em que quanto antes for o conflito solucionado, mais rapidamente os interesses dos acionistas voltarão a convergir.

⁸⁰ “Art. 116. (...) (...)”

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

⁸¹ *Comentários à lei de sociedades anônimas*, cit., p. 451.

Capítulo II

COMPANHIAS ABERTAS

2.1. ASPECTOS GERAIS

As sociedades anônimas, também denominadas “companhias”, são comumente ligadas à idéia de grandes corporações e empreendimentos. Isso se dá em razão da sua estrutura jurídico-societária, que permite aos acionistas abrir o capital da companhia para captar junto à poupança popular investimentos necessários ao desenvolvimento das atividades sociais.

A possibilidade de abertura do capital social e a atração de investimentos para a companhia estão, justamente, diretamente relacionados com as características principais da sociedade anônima, quais sejam a limitação da responsabilidade dos sócios e a negociabilidade das suas ações, parcelas representativas do capital social.

Tais características, que possuem papel fundamental na captação de recursos para a companhia⁸², estão presentes no conceito de sociedade anônima, entendida, assim, como uma “sociedade empresária com capital dividido em ações, espécie de valor

⁸² De acordo com a exposição de motivos do projeto de lei que resultou na LSA (exposição de motivos n. 196, de 24-06-1976, do Ministério da Fazenda), essa visava basicamente “criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade”.

mobiliário, na qual os sócios, chamados *acionistas*, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem”⁸³.

Não somente o conceito de sociedade anônima tem vinculação direta com o seu capital. Também a principal classificação desse tipo societário diz respeito ao seu capital, dividindo as sociedades em abertas e fechadas, conforme determina o art. 4º da LSA:

Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

As companhias abertas, em relação às quais o capital pulverizado constitui o escopo do presente trabalho, são aquelas, portanto, que captam investimentos junto ao mercado de capitais mediante a emissão de ações e outros valores mobiliários. Em razão dessa atuação no mercado de capitais, as sociedades anônimas de capital aberto estão sujeitas a um controle governamental, que visa conferir segurança ao mercado acionário.

De fato, as normas aplicáveis às sociedades anônimas abertas e o controle a que estão submetidas têm como objetivo fortalecer o mercado de capitais e atrair o ingresso de novos investidores, uma vez que a sedimentação do mercado de capitais consequentemente leva a um desenvolvimento econômico do País.

A CVM, autarquia federal ligada ao Ministério da Fazenda, tem um papel imprescindível na fiscalização das sociedades anônimas e funcionamento do mercado de

⁸³ Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de direito comercial*, cit., p. 65.

capitais, projetando-se a sua competência em três âmbitos: regulamentar, autorizante e fiscalizador.

Na forma da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976⁸⁴, ao CMN e à CVM competem as atividades de regulação e desenvolvimento do mercado de capitais, sendo-lhes atribuídas as seguintes funções enumeradas no art. 4º da referida Lei:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários;

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

⁸⁴ Cf. nota 6 *supra*.

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Entre outras competências e atribuições, dependem de autorização da CVM a constituição de sociedades anônimas abertas, a emissão de valores mobiliários no mercado de capitais⁸⁵, assim como o funcionamento de agentes relacionados direta ou indiretamente a esse mercado.

No exercício de sua função fiscalizadora, a CVM pode aplicar sanções aos infratores da Lei que a instituiu, Lei n. 6.385/76, da LSA, das suas resoluções e demais normas legais cujo cumprimento seja sua atribuição fiscalizar. Para as infrações consideradas de menor gravidade pela CVM as penas são advertência ou multa; para as infrações graves as sanções vão de suspensão ou inabilitação até suspensão ou cassação.

2.2. ÓRGÃOS DA COMPANHIA

A sociedade anônima manifesta-se através de seus órgãos, que no desempenho de suas atribuições devem traduzir a vontade social. Justamente por essa razão,

⁸⁵ A captação de recursos junto ao mercado investidor somente pode ser realizada mediante prévia autorização da CVM, nos termos do art. 19 da Lei n. 6.385/76, configurando-se crime a prática de tal ato sem a devida autorização. Nos termos do art. 7º da Lei n. 7.492, de 16 de junho de 1986, que define os crimes contra o sistema financeiro nacional, é crime “emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários:

(...)

II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados;

(...)

IV - sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida:

Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa”.

afirma-se que quando há o pronunciamento de quaisquer órgãos da sociedade, é esta que na realidade se pronuncia.

São órgãos da companhia a assembléia-geral, o conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal, sem prejuízo de novos órgãos que cada companhia pretenda criar com atribuições específicas que, por razões óbvias, não podem ser aquelas já estabelecidas por lei para cada um dos órgãos mencionados.

A respeito da obrigatoriedade de funcionamento dos citados órgãos, a assembléia-geral e a diretoria devem funcionar em toda sociedade anônima, de capital aberto ou fechado. Já o conselho de administração é de funcionamento obrigatório em todas as companhias de capital aberto e de capital autorizado, enquanto o conselho fiscal é de funcionamento obrigatório somente nas sociedades de economia mista.

2.2.1. Assembléia-Geral

A assembléia-geral é o órgão deliberativo supremo das sociedades anônimas, uma vez que nela podem ser deliberados quaisquer temas de interesse social, além daqueles que são de sua competência exclusiva, quais sejam os indicados pelo art. 122 da LSA, que dispõe:

Compete privativamente à assembléia-geral:

I - reformar o estatuto social;

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;

III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no § 1º do art. 59;

V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);

VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;

VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias;

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e

IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

Parágrafo único. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembleia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.

Por ser o órgão mediante o qual os acionistas definirão a vontade social, a assembleia-geral exerce papel fundamental para o desenvolvimento da sociedade, afinal, será nele que o controle exercido sobre a companhia se manifestará.

2.2.2. Conselho de administração

Regulado pelo art. 140 da LSA, o conselho de administração é um órgão colegiado com um nível decisório superior ao da diretoria, motivo pelo qual muitas vezes nele se encontram os representantes dos grupos de acionistas, que foram por eles eleitos.

Em um mercado como o nosso, onde prevalece nas sociedades o controle concentrado, o conselho de administração é, por tradição, um órgão sem independência, servindo meramente para homologação das diretrizes estabelecidas pelos acionistas controladores que, mediante a indicação e nomeação dos membros do conselho, fazem destes seus meros representantes, ou melhor, representantes dos seus interesses.

Não obstante tal fato, o conselho de administração possui papel fundamental na direção das companhias, em virtude do que deve, idealmente, atuar com liberdade no cumprimento das suas atribuições para que possa tomar suas decisões de forma independente.

A este respeito, visando garantir a independência do conselho de administração, ADRIAN CADBURY recomenda:

Every public company should be headed by an effective board which can both lead and control the business. Within the context of the UK unitary board system, this means a board made up of a combination of executive directors, with their intimate knowledge of the business, and of outside, non-executive directors, who can bring a broader view to the company's activities, under a chairman who accepts the duties and responsibilities which the post entails⁸⁶.

Para garantir a independência do conselho de administração, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”) aconselha que “o conselho da sociedade

⁸⁶ *The Cadbury Report*, relatório do *Committee on the financial aspects of corporate governance*, presidido por Adrian Cadbury, publicado em 1º de dezembro de 1992, p. 19. Disponível em <http://rru.worldbank.org/Documents/PapersLinks/1253.pdf>. Acessado em 8 jan. 2008.

deve ser formado, em sua maioria, por conselheiros independentes contratados por meio de processos formais com escopo de atuação e qualificação bem-definidos”⁸⁷.

2.2.3. Conselho Fiscal

A função primordial do conselho fiscal é possibilitar a todos os acionistas, e não somente aos controladores, a fiscalização da administração da companhia e de seus negócios.

Por tratar-se de órgão fiscalizador, o conselho fiscal poderá ter entre os seus membros um representante dos acionistas preferenciais sem direito a voto e um representante dos acionistas minoritários titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações com direito a voto⁸⁸. A representatividade no conselho fiscal constitui um dos direitos essenciais do acionista, em razão do que, nem o estatuto social, nem a assembleia geral podem privar o seu exercício⁸⁹.

⁸⁷ *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, desenvolvido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, terceira edição constante do *website* do IBGC, p. 25. Disponível em http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf. Acessado em 5 jan. 2008.

⁸⁸ Art. 161 da LSA: “A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.

(...)

§ 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia-geral ordinária após a sua instalação.

(...)

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto”.

⁸⁹ Art. 109 da LSA: “Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

(...)

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais”.

2.2.4. Diretoria

À diretoria compete a prática dos atos negociais e administrativos necessários e intrínsecos à atividade da companhia, de acordo com as diretrizes estabelecidas pela assembléia-geral, bem como a representação da companhia⁹⁰. O § 1º do art. 138 da LSA estabelece:

Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

Como não poderia deixar de ser, ao representar a companhia a diretoria manifesta a vontade social e não a vontade de seus membros, ficando a cargo dos acionistas estabelecer limites e restrições ao exercício dessa representação, os quais deverão constar do próprio estatuto social que irá reger a companhia. Os membros da diretoria, portanto, emprestam suas vozes à companhia, transmitindo aos terceiros a vontade da própria sociedade.

Em decorrência dessa regra geral de representação, os membros da diretoria não podem ser responsabilizados por atos por eles praticados no exercício regular da administração da companhia. Isso porque tais atos devem ser um reflexo das diretrizes fixadas pelos próprios acionistas.

⁹⁰ As sociedades anônimas de capital fechado não são obrigadas a ter conselho de administração, haja vista que, como mencionado, tal obrigatoriedade foi imposta somente às sociedades anônimas de capital aberto e de capital autorizado, conforme estabelece o § 2º do art. 138 da LSA. Contudo, tendo ou não o conselho de administração, as sociedades anônimas de capital fechado, assim como as de capital aberto e de capital autorizado, sempre serão representadas pela diretoria.

Por possuírem a capacidade de representação da companhia, os diretores devem ater-se fielmente às suas atribuições, aos limites estabelecidos no estatuto social e à própria lei, sob pena de responderem pelos atos praticados na forma do art. 158 da LSA, analisado no próximo item 2.3.

2.3. ATRIBUIÇÕES E RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES

Conceituando os administradores, ANTONIO BRUNETTI escreveu:

*Para expresarnos con mayor tecnicismo diremos que los administradores son una parte del órgano social considerado como portador de la voluntad social y son considerados como de 'oficio' por su función de organización, de coordinación y de actividad administrativa. Por eso es correcto reconocer en la asamblea el órgano deliberante, en los administradores el órgano de gestión y de representación y en los censores el órgano de control*⁹¹.

Considerando que uma das premissas que defendo na presente tese é que os administradores das companhias de capital pulverizado exercem verdadeiro controle gerencial sobre elas, a análise da suas responsabilidades pelos atos praticados na administração – ou condução – da companhia, apresenta-se extremamente relevante. Discorrendo a respeito do tema, WALDIRIO BULGARELLI com muita propriedade observou:

A separação entre a propriedade das ações e o poder de controle, que se acentua nas companhias abertas, vem gerando, além de medidas de proteção às minorias também um agravamento dos deveres impostos aos administradores relativamente ao corpo acionário e terceiros. (...) O reconhecimento da existência da empresa, com suas peculiares exigências e

⁹¹ Antonio Brunetti, *Tratado del derecho de las sociedades*, trad. Felipe de Solá Cañizares, Buenos Aires: Uteha, v. II, p. 450.

os diversos interesses que nela se congregam, tem sido o fundamento em que se assenta a doutrina estrangeira para dar ênfase a um desdobramento da administração, em geral, ou seja, a *gestão empresarial* evidenciada no mesmo plano da *gestão societária específica*⁹².

Em vista do teor do art. 138 da LSA transcrito no item 2.2.4 *supra*, subtende-se que a LSA considerou como administradores da sociedade anônima os membros do conselho de administração e da diretoria. Esse entendimento é reforçado pela análise conjugada do art. 145 da LSA que dispõe: “As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores”. O conceito de administradores, portanto, abrange tanto os membros do conselho de administração, quanto os membros da diretoria, dois importantes órgãos sociais, conforme mencionado nos itens 2.2.2 e 2.2.4 *supra*.

Cumpra aqui fazer a ressalva de que não obstante o conselho fiscal consistir em um dos órgãos da companhia, a LSA não considerou seus membros como administradores, possivelmente porque o seu funcionamento é facultativo, conforme observado no item 2.2.3 *supra*, exceção apenas às companhias de economia mista, nas quais o seu funcionamento é obrigatório. Entendo, de qualquer modo, que os membros do conselho fiscal estão subordinados às mesmas regras que os membros do conselho de administração e da diretoria, equiparando-se a esses em termos de responsabilidade, em face do disposto no § 1º do art. 154 da LSA que estabelece:

O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

⁹² Waldirio Bulgarelli, Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 50, 1983, p. 75-6.

A LSA contempla os deveres impostos aos administradores de companhias, destacando-se entre eles o de diligência⁹³, cumprimento das finalidades da companhia⁹⁴, lealdade⁹⁵ e informar⁹⁶. Além desses e dos demais estabelecidos expressamente em outros artigos da LSA, há também os que FÁBIO ULHOA COELHO denominou de implícitos, uma vez que decorrem de princípios ou normas gerais, como por exemplo, os deveres de cumprir e respeitar o estatuto social e controlar a atuação dos demais administradores. Vale pontuar, como observado pelo referido jurista, que a “inobservância de qualquer dever gera rigorosamente os mesmos efeitos civis. Isto é, qualquer que seja o dever descumprido (...) o administrador responderá pela indenização dos danos que provocar”⁹⁷.

A respeito da responsabilidade civil dos administradores, o art. 158 da LSA determina:

O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

No tocante ao previsto no inciso I do art. 158 acima transcrito, a doutrina é unânime ao considerar a responsabilidade do administrador subjetiva do tipo clássico, ou seja,

⁹³ “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

⁹⁴ “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”.

⁹⁵ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios (...)”.

⁹⁶ “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular”.

⁹⁷ *Curso de direito comercial*, cit., p. 245.

cabe ao demandante a prova do procedimento culposo ou doloso do administrador. Já com relação ao previsto no inciso II do mesmo artigo, não há entendimento doutrinário uniforme. O entendimento doutrinário majoritário – corrente à qual me filio – compreende tratar-se esse caso de responsabilidade subjetiva com presunção de culpa, cabendo o ônus da prova ao administrador demandado. Há quem entenda, porém, como FÁBIO ULHOA COELHO, tratar-se de responsabilidade subjetiva do tipo clássico⁹⁸, e quem ainda defenda, como MODESTO CARVALHOSA⁹⁹, tratar-se de responsabilidade objetiva.

A respeito da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras, cuja análise não é compreendida pelo presente trabalho, convém apenas citar WALDIRIO BULGARELLI, que afirmou: “Já em relação à responsabilidade dos administradores das instituições financeiras, no âmbito da Lei 6.024, de 3.3.74, pretende expressiva corrente doutrinária que não seja subjetiva mas objetiva com base no risco”¹⁰⁰. Esse mesmo jurista, posicionando-se contrariamente à responsabilização objetiva dos administradores de instituições financeiras¹⁰¹, escreveu:

(...) No âmbito das companhias que se envolvem com as chamadas economias populares como as instituições financeiras e as companhias abertas, é preciso não esquecer que estão submetidas a controles administrativos (CVM e Banco Central), e sujeitas a normas de ordem pública, dispondo os órgãos fiscalizadores de poderes a bem dizer

⁹⁸ *Curso de direito comercial*, cit., p. 260-3.

⁹⁹ Modesto Carvalhosa, Responsabilidade civil dos administradores das companhias abertas, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 49, 1983, p. 14-20.

¹⁰⁰ Waldirio Bulgarelli, Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, cit., p. 94.

¹⁰¹ Sobre o tema, Fábio Ulhoa Coelho assim se posiciona: “A interpretação que costumeiramente se faz dessas regras conclui pela existência de uma responsabilidade de natureza objetiva, em regime distinto do preceituado para os administradores de sociedade anônima em geral. Não é este, no entanto, o modo correto de se entender a questão. (...) Como o legislador não atribuiu aos administradores de instituições financeiras responsabilidade com inversão do ônus de prova, ou independente de culpa – nenhum dispositivo legal o estabelece expressamente –, a conclusão a se impor é a de que vige o regime da responsabilização subjetiva, do tipo clássico” (*Curso de direito comercial*, cit., p. 270).

excepcionais, e prevendo a legislação específica penas pecuniárias severas e inclusive de ordem criminal. (...) Daí que levar ao extremo da responsabilidade objetiva pura, meramente causal, a situação dos administradores seria quando menos uma demasia, pois este regime severo afastando, via de regra, os verdadeiros mentores (controladores) recairia sobre os administradores assalariados que também comumente não possuem bens suficientes¹⁰².

Retomando a análise do art. 158 da LSA, os atos praticados pelo administrador da sociedade anônima com culpa ou dolo – ainda que dentro dos poderes dos conselheiros ou diretores – ou com violação da lei ou do estatuto, podem causar danos à companhia, aos acionistas e a terceiros de boa-fé. Com relação a esses últimos, os atos praticados pelo administrador vincularão a sociedade, produzindo seus efeitos, cabendo, contudo, ao administrador, responder pessoalmente por tais atos perante a companhia e/ou perante terceiros, conforme autorizado pelo § 7º do art. 159 da LSA¹⁰³.

A respeito de ato praticado por administrador com violação ao estatuto social e a conseqüente vinculação da companhia perante terceiros de boa-fé, cabe registrar a análise de RUBENS REQUIÃO que, negando a eficácia do registro e publicidade do estatuto social como fundamentos a não vinculação da sociedade, posicionou-se:

É exigir demais, com efeito, no âmbito do comércio, onde as operações se realizam em massa, e por isso sempre em antagonismo com o formalismo, que a todo instante o terceiro que contrata com uma sociedade comercial solicite desta a exibição do contrato social, para verificação dos poderes do gerente (...).

¹⁰² Waldirio Bulgarelli, Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, cit., p. 96.

¹⁰³ “Art. 159. (...)

(...)

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador”.

Filiamo-nos, pois, à corrente que nega validade a tal cláusula em relação a terceiros de boa-fé, por contrariar a essência do direito comercial que repele o formalismo excessivo em proveito da celeridade e segurança das operações mercantis em relação ao público¹⁰⁴.

Para apuração da responsabilidade do administrador quando prejudicada a companhia em decorrência de ato por ele praticado, deverá ser realizada uma assembléia-geral onde os acionistas deliberarão acerca desse tema. FÁBIO ULHOA COELHO alerta para o fato de que, caso a assembléia-geral em que os acionistas estejam reunidos seja ordinária, o tema da responsabilização do administrador poderá ser discutido independentemente de ter constado da ordem do dia da convocação da assembléia, o que não ocorrerá, porém, caso a assembléia seja extraordinária. Isto é, “a AGE somente tem competência para conhecer e deliberar sobre a responsabilização de administrador se esse ponto constar da pauta, ou for consequência direta de algum item nela mencionado (art. 159, § 1º)”¹⁰⁵.

Uma vez deliberado em assembléia-geral que o administrador deverá ser responsabilizado pelo ato que tenha causado prejuízo à companhia ou a terceiro, a própria companhia deverá tomar todas as providências necessárias ao ajuizamento da ação competente, cuja condenação em juízo resultará na efetivação da responsabilidade do administrador. Entretanto, na omissão da companhia em tomar tais providências, qualquer acionista poderá promover a ação judicial de responsabilização, agindo em nome da companhia, conforme autorizado pelo § 3º do art. 159 da LSA:

Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

¹⁰⁴ Rubens Requião, *Curso de direito comercial*, 2. ed., São Paulo: Saraiva, 1993, v.1, p. 326.

¹⁰⁵ *Curso de direito comercial*, cit., p. 264.

(...)

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral.

Por outro lado, a assembléia-geral pode decidir por não promover a ação de responsabilidade contra o administrador. A própria LSA prevê em seu art. 159, § 6º, que “o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”.

Nesse caso, a LSA autoriza os acionistas, que tenham entendimento em sentido contrário ao da assembléia e que representem ao menos 5% (cinco por cento) do capital social, a tomarem a iniciativa da propositura da citada ação, aqui também em nome da pessoa jurídica. É o que estabelece o § 4º do art. 159 da LSA: “Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social”.

A LSA, portanto, confere aos acionistas o direito de propor, em nome da companhia, ação de responsabilidade civil contra o administrador em razão de ato faltoso em duas hipóteses: quando a assembléia-geral decidir acionar o administrador judicialmente, mas retardar na tomada das devidas providências, ou quando a assembléia-geral decidir não acionar o administrador, mas acionistas representando 5% (cinco por cento) ou mais do capital social entenderem diversamente. Em ambos os casos trata-se de ação com pretensões de natureza social, que tem como objeto o restabelecimento do equilíbrio interno da companhia e a reparação dos prejuízos causados à companhia e aos seus acionistas.

Também são autorizados pela LSA a acionar o administrador em decorrência de ato faltoso, o acionista prejudicado diretamente pelo ato, que agirá nesse caso em nome próprio, e o terceiro de boa-fé, o qual por sua vez também poderá acionar a companhia em seu nome, como já mencionado, caso em que a companhia terá ação de regresso contra o administrador culpado. Em ambas as hipóteses, trata-se de ação com pretensões de natureza individual, que tem como objeto a reparação dos prejuízos causados diretamente ao acionista ou ao terceiro de boa-fé.

A respeito da solidariedade entre os administradores, a LSA regula a matéria em seus §§ 2º, 3º e 4º do art. 158 da LSA:

Art. 158. (...)

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

Com base nos parágrafos acima transcritos, a regra de solidariedade nas companhias de capital aberto é aplicável quando as funções dos administradores estiverem relacionadas com a irregularidade, salvo se o administrador que não praticou a irregularidade faça consignar em ata a sua contrariedade a ela e comunique o fato à assembléia geral.

Em havendo, contudo, a responsabilidade solidária, a parcela de culpa de cada administrador envolvido servirá apenas como parâmetro do direito de regresso que poderão exercer uns contra os outros. Perante a companhia, porém, responderão em condições de igualdade pelos danos causados a ela ou a terceiros.

2.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.4.1. Conceito

O conceito de governança corporativa que vem sendo bastante utilizado entre nós é uma criação norte-americana, cujo mercado de capitais é bastante desenvolvido e serve de exemplo para os mercados que almejam alcançar tal sucesso, como é o caso do brasileiro.

A governança corporativa nada mais é que o “sistema democrático de equilíbrio de poderes que deve prevalecer na companhia”¹⁰⁶, ou, ainda, um sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas, baseado nos princípios da transparência, integridade e prestação de contas¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Arnoldo Wald e Luiza Rangel de Moraes, Alguns aspectos do controle e da gestão de companhias no projeto de reforma da lei das sociedades por ações – considerações gerais, *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, cit., p. 23.

¹⁰⁷ O órgão regulador espanhol CNMV (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*) lançou o novo código de governança da Espanha, intitulado *Código Unificado de Buen Gobierno*, que entrou em vigor no início deste ano de 2008. Fundamentado no princípio do “*comply or explain*”, permite às companhias adotarem voluntariamente as práticas de governança recomendadas, mas, ao mesmo tempo, as obriga a reportar periodicamente sua adequação ou não ao documento. Entre os principais pontos do código destacam-se: a eliminação estatutária das *poison pills*; retirada de quaisquer proteções ou restrições que fujam ao princípio “uma ação – um voto”; mínimo de um terço de conselheiros independentes nos conselhos; necessidade de diversidade de gêneros nos conselhos, incluindo explicação formal das empresas caso o número de mulheres conselheiras seja pequeno ou nulo; necessidade de explicitação dos procedimentos de seleção do conselho e dos mecanismos empregados na busca por maior equilíbrio de homens e mulheres; e instituição de um conselheiro independente líder nas empresas, com poder para convocar reuniões.

O relatório do *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, presidido por ADRIAN CADBURY, publicado em 1º de dezembro de 1992, que vem a ser uma referência em termos de governança corporativa, assim a define:

Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders' role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company's strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board's actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting¹⁰⁸.

A adoção das chamadas “boas práticas de governança corporativa” tem como objetivo estruturar as companhias de modo a oferecer aos investidores a segurança necessária para a realização de investimentos a longo prazo, possibilitando à própria companhia uma captação de recursos mais vantajosa.

Confirmando tal entendimento, a CVM, em sua cartilha de recomendações sobre governança corporativa, estabelece:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

¹⁰⁸*The Cadbury Report*, cit., p. 14.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização¹⁰⁹.

A adoção das boas práticas de governança corporativa pelas companhias brasileiras ocorre em um momento em que o mercado de capitais brasileiro encontra-se bastante aquecido. Há diversas pesquisas apontando o País como o quinto em recebimento de investimentos externos, ficando atrás somente da China¹¹⁰, Índia¹¹¹, Estados Unidos e Rússia.

A propósito, o Brasil tem grandes possibilidades de se destacar ainda mais, levando-se em conta os seus diferenciais em relação aos emergentes Índia, Rússia e China, quais sejam, a maturidade do ambiente regulatório brasileiro em comparação aos dos citados países, a existência de instituições mais tradicionais e sólidas e o próprio desenvolvimento da auto-regulação, que fez do Novo Mercado uma referência internacional¹¹².

As estatísticas também apostam que o nosso mercado de capitais continuará a crescer este ano de 2008 porque há evidências de que os investidores ainda depositam

¹⁰⁹ Informação constante da cartilha de recomendações sobre governança corporativa da CVM, disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acessado em 2 fev. 2008.

¹¹⁰ Dados de 2005 apontam que nesse ano o investimento estrangeiro direto no Brasil girou em torno de US\$ 15.000.000.000,00 (quinze bilhões de dólares norte-americanos), enquanto a China recebeu US\$ 60.300.000.000,00 (sessenta bilhões e trezentos milhões de dólares norte-americanos). Em nota publicada na revista Exame a respeito da expansão no mercado Chinês consta a seguinte informação: “Segundo um recente levantamento da empresa chinesa de pesquisas Zero2IPO, 242 companhias do país abriram o capital em 2007 – um incremento de 60% em relação ao ano anterior” (*Revista Exame*, ano 42, n. 2, 13 fev. 2008, p. 99).

¹¹¹ As apostas internacionais indicam que o Brasil pode levar vantagem sobre a Índia em razão do sério problema indiano de falta de infra-estrutura.

¹¹² A estabilidade da economia brasileira em face das constantes crises políticas do nosso país e o fato de o Brasil ter ampliado, recentemente, o número de companhias com controle pulverizado, também são considerados fatores positivos para o Brasil.

confiança no lucro das companhias listadas na BOVESPA, de modo semelhante ao verificado no ano de 2007, quando mais de sessenta empresas realizaram a abertura de seu capital.

Nesse contexto, as companhias listadas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 de governança corporativa encontram destaque e apresentam grandes chances de crescimento, possibilitando com isso um crescimento do próprio mercado financeiro e da economia nacional.

Vale mencionar, ainda, que, de acordo com a Resolução n. 282/2002 da BOVESPA, toda nova companhia a negociar ações deve ser listada, no mínimo, no Nível 1 de governança corporativa, exceção feita às ofertas que sejam apenas secundárias¹¹³ e não envolvam a venda de ações do acionista controlador.

2.4.2. Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Com o objetivo de aquecer o mercado de capitais e conferir aos acionistas das companhias abertas alguns direitos que a própria lei não lhes garante, a BOVESPA expediu Resoluções que acabariam por criar uma importante inovação no cenário do mercado de capitais brasileiro. As Resoluções n. 264/2000 e 265/2000 instituíram, respectivamente, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado e o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa.

¹¹³ As ofertas públicas de ações podem ser divididas em três grupos: primárias, secundárias e mistas. Nas ofertas primárias, a companhia emite novas ações, que são oferecidas ao público geral. Nas secundárias, são levadas à bolsa as ações já detidas por acionistas da empresa. Já nas ofertas mistas, são distribuídas tanto ações recém-emitidas como ações já existentes.

Os denominados “Novo Mercado” e “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” foram implantados pela BOVESPA, portanto, com a finalidade de criar um maior grau de compromisso assumido pelas companhias em relação às práticas de boa governança. Pela ordem decrescente de compromisso, são eles: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1¹¹⁴.

A adesão das companhias ao Nível 1, ao Nível 2 ou ao Novo Mercado é formalizada por meio de um contrato, assinado pela BOVESPA, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Ao assinarem o contrato, as partes acordam em observar o Regulamento do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas companhias listadas naquele segmento, além de, no caso das companhias do Novo Mercado e do Nível 2, adotar a arbitragem para solução de eventuais conflitos societários.

Na hipótese de a companhia descumprir qualquer compromisso assumido perante a BOVESPA relacionado ao nível de governança corporativa no qual está listada, o descumprimento pode ensejar desde a imposição de multa pecuniária pela BOVESPA, até o descredenciamento da companhia, com a conseqüente obrigação de que seja realizada oferta pública de compra da totalidade das suas ações em circulação. A aplicação pela BOVESPA da devida penalidade à companhia inadimplente não prejudica ou afasta, todavia, o direito de os investidores lesados pleitearem judicialmente as perdas e danos cabíveis em face da companhia.

¹¹⁴ Vale a pena aqui fazer referência ao “Bovespa Mais” e transcrever trecho constante do informativo “IPO – Oportunidades e fatores de sucesso” da BDO Trevisan: “Para atender o segmento das médias e pequenas empresas em fase de crescimento e ampliação de liquidez e que ainda não estão prontas para cumprir as rígidas exigências do mercado de capitais, foi criado o Bovespa Mais, um mercado alternativo que possibilita às companhias listadas obterem o reconhecimento e despertarem o interesse dos investidores. O Bovespa Mais é um segmento do mercado de balcão organizado e administrado pela BOVESPA, no qual podem ser listadas apenas companhias abertas com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Este segmento tem como objetivo acolher as empresas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam aplicações de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata” (Disponível em <http://www.bdotrevisan.com.br>).

Em razão da natureza e efeitos dos compromissos assumidos pelas companhias que são admitidas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, as ações por ela emitidas passam a ter um maior potencial de valorização em relação às demais companhias cujos papéis são negociados na BOVESPA, em vista do que poderão oferecer ao investidor em termos de transparência e, em última análise, segurança. É o que se demonstra nos itens a seguir.

Nesse mesmo sentido são as considerações de EDUARDO ALFRED TALEB BOULOS e FERNANDO SZTERLING:

Os valores mobiliários emitidos por companhias do Novo Mercado ou aderentes aos níveis de governança corporativa certamente serão mais atraentes aos investidores, de modo a trazer benefícios aos seus emissores, consistentes em um maior valor de mercado da companhia, associado a um menor custo de captação de recursos, além de maior liquidez aos papéis. Aliás, são essas expectativas que têm sido o maior estímulo à adesão aos regulamentos¹¹⁵.

2.4.2.1. Novo Mercado

A BOVESPA assim define o Novo Mercado:

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

¹¹⁵ Eduardo Alfred Taleb Boulos e Fernando Sztterling, O Novo Mercado e as Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: exame da legalidade frente aos poderes das bolsas de valores, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 125, 2002, p. 98.

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado¹¹⁶.

O Novo Mercado foi instituído com a finalidade de fortalecer e desenvolver o mercado de capitais brasileiro, impondo padrões mais elevados de governança corporativa às companhias nele listadas voluntariamente e, assim, atendendo aos anseios dos investidores mais exigentes e estrangeiros.

Ao entrar no Novo Mercado¹¹⁷ a companhia assume perante o mercado que adotará, voluntariamente, regras societárias mais rígidas que as exigidas por lei, as quais se encontram consolidadas no “Regulamento de Listagem do Novo Mercado”. As denominadas boas práticas de governança corporativa ampliam os direitos dos acionistas e oferecem maior segurança jurídica aos investidores quanto aos compromissos assumidos pela companhia, na medida em que determinam que os conflitos societários sejam solucionados por meio de uma Câmara de Arbitragem.

As companhias listadas no Novo Mercado também oferecem maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos administradores e controladores da companhia, o que confere ao investidor maior segurança quanto à aplicação do seu capital. Trata-se, por assim dizer, de uma questão de credibilidade que, no limite, traduz-se em risco: as companhias listadas no Novo Mercado, a princípio, oferecem menor risco ao investidor.

¹¹⁶ As informações a respeito do Novo Mercado encontram-se disponíveis em <http://www.bovespa.com.br>.

¹¹⁷ Não há restrições à entrada das companhias no Novo Mercado. A rigor, qualquer companhia que cumprir o estabelecido no Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BOVESPA pode ser listada neste segmento.

Resta claro, portanto, que o ingresso de uma companhia no Novo Mercado reflete nitidamente seu esforço em melhorar a sua relação com os investidores oferecendo-lhes maior segurança, e em elevar o potencial de valorização dos seus ativos.

Diversas são as obrigações assumidas pelas companhias listadas no Novo Mercado, dentre as quais transcrevo as seguintes:

- (i) emissão exclusivamente de ações ordinárias, sendo conferido a todos os acionistas o direito a voto;
- (ii) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- (iii) conselho de administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- (iv) realização de ofertas públicas de compra de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- (v) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS (*International Financial Reporting Standard*) ou US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles in the United States*);
- (vi) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados, etc.;
- (vii) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;

- (viii) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- (ix) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- (x) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital, e
- (xi) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Entre todas as obrigações assumidas pelas companhias listadas no Novo Mercado, destaca-se a relacionada no item (i) acima, qual seja a emissão exclusiva de ações ordinárias com direito a voto. O princípio “uma ação – um voto” traduz-se na adoção de uma política de tratamento igualitário aos acionistas, como forma de instauração de um equilíbrio político na companhia, em contraposição à estrutura das companhias abertas reguladas pela LSA. Nessas, onde é permitida a emissão de ações preferenciais – as quais podem sofrer restrição ou supressão do direito de voto –, se verifica nitidamente a diferença de papéis desempenhados por aqueles entendidos como minoritários e os controladores, diferença essa que dificilmente viabilizará alguma forma de equilíbrio na companhia.

Confirmando tal entendimento, CALIXTO SALOMÃO FILHO pondera:

Não é de espantar, portanto, que o perfil típico do minoritário brasileiro seja o do especulador, que entra na sociedade já com a perspectiva e a expectativa da saída. Não apenas ao minoritário não é dado qualquer direito a participar da sociedade, como é forte o estímulo para que saia. Como nenhum mercado de capitais pode se desenvolver à base de especuladores,

não parece haver esperança de salvação para o mercado de capitais brasileiro sem uma profunda revisão de nossa concepção societária.

É o que procuram fazer, por exemplo, ainda que incipientemente, as regras do Novo Mercado da Bovespa. Através da criação de um tipo único de acionista com poder político, permitir a volta da confiança societária ao nosso mercado¹¹⁸.

2.4.2.2. Selos Nível 1 e Nível 2 da BOVESPA

Os Níveis 1 e 2 da BOVESPA foram criados com a finalidade de incentivar as companhias neles listadas a gradativamente se aproximarem do padrão exigido no Novo Mercado.

A premissa básica é a mesma do Novo Mercado, isto é, que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias lhes confere maior credibilidade, atraindo investidores a adquirirem as suas ações e pagarem um melhor preço por elas, reduzindo seu custo de captação.

A adesão das companhias ao Nível 1 ou ao Nível 2 depende do grau de compromisso assumido. As companhias do Nível 1 comprometem-se principalmente em aprimorar o mecanismo de prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Deste modo, as principais práticas agrupadas no Nível 1 adicionais à legislação em vigor são:

- (i) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais –

¹¹⁸ Calixto Salomão Filho, Sociedade anônima: interesse público e privado, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 127, 2002, p. 15.

entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;

(ii) melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;

(iii) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal, bem como a evolução dessas posições;

(iv) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;

(v) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados, etc.;

(vi) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;

(vii) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;

(viii) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia, e

(ix) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Para que a companhia seja classificada no Nível 2, além das obrigações estabelecidas para as companhias listadas no Nível 1, são atribuídas à companhia e seus controladores novas práticas de governança relativas aos acionistas minoritários, que podem assim ser resumidas:

(i) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS (*International Financial Reporting Standard*) ou US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles in the United States*);

(ii) conselho de administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;

(iii) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral;

(iv) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais;

(v) realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível; e

(vi) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

2.5. FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA

Feitas as considerações a respeito da estrutura de uma sociedade anônima de capital aberto e das boas práticas de governança corporativa, cumpre tecer alguns comentários a respeito da função social da empresa, previamente à análise do controle nas companhias de capital pulverizado, objeto do próximo e último Capítulo da presente tese.

A função social da empresa, decorrente do conceito de função social da propriedade estabelecido pela Constituição Federal em seu art. 170, III¹¹⁹, apresenta-se como tema bastante sensível e sua análise é determinante para a compreensão da empresa como um elemento fundamental no contexto social no qual está inserida.

É com base na noção de função social que os interesses envolvidos pelas empresas são regulados, mostrando-se tal conceito, nas palavras de CALIXTO SALOMÃO FILHO, como “uma das noções de talvez mais relevante influência prática e legislativa no direito brasileiro”, a qual “pode ser sentida em campos tão díspares como direito antitruste, direito do consumidor e direito ambiental”¹²⁰.

Oportuno transcrever o entendimento de FÁBIO KONDER COMPARATO a respeito do assunto:

¹¹⁹ Cf. nota 28 *supra*.

¹²⁰ Calixto Salomão Filho, Sociedade anônima: interesse público e privado, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, cit., p. 19.

No Brasil, a lei de sociedades por ações de 1976 veio consagrar, ao que parece definitivamente, o abandono da teoria do exclusivo atendimento dos interesses acionários e, até mesmo, dos interesses intra-empresariais em seu conjunto, como objetivo de atuação de controladores e administradores. (...) No art. 154, definindo-se a finalidade das atribuições administrativas, assinalam-se as exigências do bem público e da função social da empresa. Tal não significa, escusa dizê-lo, que doravante toda companhia se transforme em órgão público e tenha por objetivo primordial, senão único, o vasto interesse coletivo. Mas significa que não obstante a afirmação legal de seu escopo lucrativo (art. 2º), deve este ceder o passo aos interesses comunitários e nacionais, em qualquer hipótese de conflito. A liberdade individual de iniciativa empresária não torna absoluto o direito ao lucro, colocando-o acima do cumprimento dos grandes deveres de ordem econômica e social, igualmente expressos na Constituição. Ora, essa clara afirmação da supremacia dos interesses comunitários e nacionais, quando em conflito com o escopo lucrativo da companhia, aparece em nosso direito despida do necessário aparelhamento de aplicação e eficácia¹²¹.

De fato, a LSA¹²² adota o conceito da função social da empresa em seu art. 154 e também em seu art. 116, ao determinar, respectivamente, que o administrador, no exercício de suas atribuições, deve satisfazer as exigências da função social da empresa e o acionista controlador, no exercício de suas prerrogativas, deve fazer com que a companhia cumpra a sua função social¹²³.

Todavia, em que pesem as referências expressas à função social, a LSA não estabeleceu limites claros a respeito da proteção dos interesses externos à companhia e em

¹²¹ *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 300-1.

¹²² A função social também é prevista pelo Código Civil, que em seu art. 421 estabelece: “A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato”.

¹²³ A intenção do legislador em inserir no ordenamento a noção da função social da empresa já constava da própria Exposição de Motivos do Projeto n. 196, de 24 de junho de 1976, que seria convertido na LSA, em que constava: “Atento ao fato básico de que as instituições mercantis – sobretudo na escala que a economia moderna lhes impõe – revestem-se de crescente importância social, com maiores deveres para a comunidade em que vivem e da qual vivem, o Projeto introduziu o fato novo do dever de lealdade dessas instituições, imposto como norma de comportamento a controladores e administradores, para com o País”.

relação aos quais a função social deve ser satisfeita e cumprida. Por essa razão, a questão da função social da empresa não é compreendida de maneira uniforme em nossa doutrina.

Para alguns juristas a função social da empresa é conflitante com a própria função da empresa, enquanto para outros, como RUBENS REQUIÃO, não há conflito entre os interesses da empresa e aqueles externos a ela¹²⁴.

Compartilho do entendimento da corrente que considera que a empresa deve cumprir a sua função social e que esse objetivo não é incompatível com a própria atividade empresarial, afinal, admitir o contrário significaria compreender que a empresa não exerce influência sobre o meio em que atua e que não haveria, assim, necessidade de regular a sua atividade. Nas palavras de EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO:

O reconhecimento da função social da companhia e, pois, da empresa que ela objetiva, põe em relevo de forma especial a inspiração do novo modelo de sociedade anônima (...) como unidade de produção, a empresa se insere no quadro econômico de riquezas, mobilizando matérias-primas e produtos intermediários, comprando e vendendo, prestando serviços, recolhendo impostos, assalariando empregados, enfim, contribuindo para o desenvolvimento geral da comunidade¹²⁵.

Confirmando tal entendimento, FÁBIO KONDER COMPARATO afirma:

(...) Parece irrecusável que também ao poder de controle empresarial se aplique a norma que impõe respeito à função social da propriedade. (...)

¹²⁴ Rubens Requião, *Aspectos modernos do direito comercial: estudos e pareceres*, São Paulo: Saraiva, 1980, v. 2, p. 71.

¹²⁵ Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, São Paulo: Bushatsky, 1979, v. 1, p. 297.

Como se vê, a lei reconhece que, no exercício da atividade empresarial, há interesses internos e externos, que devem ser respeitados: não só os das pessoas que contribuem diretamente para o funcionamento da empresa, como os capitalistas e trabalhadores, mas também os interesses da comunidade em que ela atua¹²⁶.

A empresa e o ambiente onde ela se situa, portanto, são elementos vinculados e devem ser considerados sempre dentro de um mesmo contexto, no qual os interesses coletivos acabam por limitar os interesses dos acionistas de uma companhia. Esses, assim como os administradores, na busca pela maximização de resultados devem atentar para a repercussão que os atos por eles praticados podem ter na comunidade em que atua a companhia e buscar conciliar os seus objetivos com os da coletividade.

A conciliação desses objetivos apresenta-se de diversas formas, seja no desenvolvimento de atividades sociais voltadas para a comunidade na qual a empresa se situa, como, por exemplo, iniciativas de benefícios médicos ou de preservação ambiental, seja na adoção de práticas favoráveis à coletividade. Em alguns casos, inclusive, essas últimas acabam até mesmo sendo positivadas, como ocorreu, por exemplo, nos casos de responsabilidade pelos vícios do produto, com o estabelecimento de garantia legal adicional à garantia contratual em benefício do consumidor (art. 18 da Lei n. 8.078, de 11-09-1990)¹²⁷.

Importante pontuar que a realização da função social da empresa, ou, em outras palavras, a conciliação de interesses privados e coletivos no desenvolvimento das atividades sociais, faz-se necessária independentemente do ramo de atuação ou porte da empresa. Não obstante tal fato, o ramo de atividade da empresa e o seu porte darão a medida

¹²⁶ Fábio Konder Comparato, Estado, empresa e função social, *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 85, n. 732, 1996, p. 44.

¹²⁷ Calixto Salomão Filho, Sociedade anônima: interesse público e privado, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, cit., p. 20.

da extensão do conceito de função social, haja vista que algumas atividades requerem maior responsabilidade social em razão de sua natureza.

Nesse sentido, as companhias abertas de capital pulverizado têm uma relevante função social para satisfazer e cumprir, uma vez que os seus valores mobiliários são verdadeiros veículos de captação de investimentos para a companhia junto à poupança popular. Em virtude da sua atuação no mercado de capitais, essas companhias possuem obrigações não somente com os seus acionistas, mas sim com o mercado de uma maneira geral, o que se traduz, em última análise, em um compromisso firmado com o todos os cidadãos, investidores ou não.

Isso porque na denominada era da globalização, onde a velocidade com que as informações são transmitidas excede, muitas vezes, a capacidade da grande maioria das pessoas de acompanhar e assimilar tais informações, qualquer acontecimento relevante que envolva uma companhia aberta pode gerar efeitos imediatos sobre o valor dos seus títulos, seja tal acontecimento favorável à companhia ou não, tenham os seus acionistas e/ou administradores alguma responsabilidade por tal acontecimento ou não. No limite, esses efeitos imediatos são sentidos não somente por acionistas ou investidores, mas também por todos os cidadãos, haja vista que podem repercutir, por exemplo, em um aumento de preços de produtos ou serviços.

Para citar um caso bastante conhecido, o episódio ocorrido no final do ano de 2001 com a empresa norte-americana “*Enron Corporation*”¹²⁸ gerou efeitos para muito além dos limites da companhia e seus acionistas, culminando, inclusive, na promulgação da

¹²⁸ Cf. item 3.2.4.

badalada Lei Sarbanes-Oxley, também conhecida como “*Sarbanes-Oxley Act*”¹²⁹, e na dissolução da à época renomada empresa de auditoria Arthur Andersen.

Diante de escândalos como o citado caso Enron, fica bastante nítida a questão da função social da companhia e as conseqüências que a sua desconsideração pode acarretar. Em cenários como esses, em que o mercado financeiro está vinculado diretamente à prática dos atos dos administradores e dos controladores de uma companhia de capital aberto, as obrigações e responsabilidades destes transcendem os limites da própria companhia e de seus acionistas, gerando efeitos diretamente na sociedade de uma maneira geral.

No cumprimento da função social das companhias de capital aberto, portanto, os seus administradores e controladores devem agir com extrema cautela e diligência, cientes de que o mercado e a própria economia do País poderá sofrer as conseqüências dos atos por eles praticados. A respeito da obrigação do administrador de agir de modo a cumprir a função social da empresa, WALDIRIO BULGARELLI comenta:

Assim, o administrador, a quem incumbe dois tipos básicos de gestão tanto relativos ao corpo societário como à função empresarial, deverá levar em consideração, no âmbito desta última, a função social que lhe é imposta. (...) Abriu-se, pois, o leque dos deveres dos administradores para a exigência não

¹²⁹ Em um artigo intitulado “O que é Lei Sarbanes-Oxley e quais os impactos na TI”, de autoria de Luciana Costa e veiculado pelo *website* da UOL, constam os seguintes comentários: “A Lei Sarbanes-Oxley, conhecida também como SOX, é uma lei americana promulgada em 30/06/2002 pelos Senadores Paul Sarbanes e Michael Oxley. Nela estão envolvidas as empresas que possuem capitais abertos e ações na Bolsa de NY e Nasdaq, inclusive várias empresas brasileiras estão se adequando a esta Lei. O motivo que a fez entrar em vigor foi justamente a onda de escândalos corporativos-financeiros envolvendo a Enron (do setor de energia), Worldcom (telecomunicações), entre outras empresas, que geraram prejuízos financeiros atingindo milhares de investidores. O objetivo desta lei é justamente aperfeiçoar os controles financeiros das empresas e apresentar eficiência na governança corporativa, a fim de evitar que aconteçam outros escândalos e prejuízos conforme os casos supracitados. A lei visa garantir a transparência na gestão financeira das organizações, credibilidade na contabilidade, auditoria e a segurança das informações para que sejam realmente confiáveis, evitando assim fraudes, fuga de investidores, etc.”. Disponível em http://imasters.uol.com.br/artigo/5096/direito/o_que_e_lei_sarbanes-oxley_e_quais_os_impactos_na_ti/. Acessado em 2 mar. 2008.

só de qualidades gerenciais mas também de respeito à série de interesses que se congregam na empresa, com destaque para a comunidade, os consumidores e os empregados. Assim, há de se exigir que o administrador aja com probidade, lealdade, e que tenha capacidade empresarial e sensibilidade social¹³⁰.

Não há como negar, desse modo, que essas companhias têm um papel fundamental na comunidade na qual estão inseridas e que a função social assume, assim, posição de destaque.

Para concluir o tema da função social, é válido transcrever as considerações de OWEN D. YOUNG a respeito da sua visão de função social da empresa. Tais considerações, datadas de 1929, ano em que YOUNG era o principal executivo da *General Electric Company*, traduzem claramente a noção de responsabilidade empresarial de um alto executivo de uma *corporation* norte-americana e que, não obstante à época em que foram escritas, demonstra-se perfeitamente atual e aplicável também à nossa realidade:

(...) faz uma grande diferença em meu comportamento como um dos administradores da General Electric Company saber se sou um “trustee” da instituição ou um mandatário do investidor. Se sou um “trustee”, quem serão os beneficiários de meu esforço? Para quem eu devo minhas obrigações? Meu pensamento acerca do problema é o seguinte: há três grupos de pessoas que têm interesse na instituição. Um é o grupo representado por 50.000 pessoas que puseram capitais na companhia, isto é, os acionistas. Outro, o grupo de 100.000 pessoas que estão colocando sua força de trabalho e suas vidas nos negócios da companhia. O terceiro grupo é o dos consumidores e do público em geral. Os consumidores têm direito de reclamar que um negócio grande deva não somente operar honesta e satisfatoriamente, mas que, além disso, deva ir ao encontro das suas obrigações públicas e cumprir

¹³⁰ Waldirio Bulgarelli, Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, cit., p. 79-84.

seus deveres – que, em uma palavra, de sentido amplo, ela seja um bom cidadão¹³¹.

¹³¹ William L. Cary, *Cases and materials on corporations*, 4. ed., Mineola: The Foundation Press, 1969, p. 237 e ss., em tradução livre, in Fernando Netto Boiteux, A função social da empresa e o novo Código Civil, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 125, 2002, p. 50.

Capítulo III

PULVERIZAÇÃO DO CAPITAL EM COMPANHIAS ABERTAS

3.1. O CONTROLE NAS COMPANHIAS ABERTAS COM CAPITAL PULVERIZADO

Os estudiosos ADOLF A. BERLE e GARDINER C. MEANS, em sua obra “*The Modern Corporation and Private Property*” analisaram a sociedade anônima moderna capitalista e apontaram a particularidade que lhe é peculiar: a desvinculação da propriedade em relação ao controle¹³². Sobre esse assunto, CALIXTO SALOMÃO FILHO escreve:

É conclusão pacífica da investigação societária moderna a dissociação operada pela economia capitalística entre propriedade e controle. Na medida em que a organização societária torna-se mais complexa e profissional, tanto menor torna-se a influência do acionista individual, transformado em mero investidor, nas decisões societárias¹³³.

De fato, na unidade econômica característica do século XIX, as riquezas eram concentradas nas mãos de poucos indivíduos proprietários das ações das sociedades anônimas por eles controladas, de maneira que a propriedade do capital e o exercício do controle sobre ele e, em última análise, sobre o inerente risco empresarial, eram indissociáveis. No século XX, todavia, foi verificada uma sensível evolução econômico-societária no que diz respeito ao capital e sua propriedade e controle, conforme acima mencionado.

¹³² De acordo com os ensinamentos de Fábio Konder Comparato, Karl Max já havia se manifestado a respeito da separação entre propriedade e controle anteriormente à Berle e Means: “A produção capitalista chegou a um ponto em que o trabalho de direção, completamente separado da propriedade do capital, é por todos admitido, de tal arte que doravante o capitalista não tem mais necessidade de exercer pessoalmente esta função” (*Aspectos jurídicos da macroempresa*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 71-2).

¹³³ *O novo direito societário*, cit., p. 160.

Ao contrário do ocorrido no passado, as sociedades anônimas modernas capitalistas captam os investimentos – as riquezas – de inúmeros, em muitos casos milhares de acionistas, os quais acabam por possuir uma pequena fração do capital social e, consequentemente, do risco empresarial, e que ainda assim podem exercer o controle da companhia. Isso significa afirmar que, diferentemente da realidade do século XIX, nos tempos atuais o controle de uma companhia não é mais necessariamente vinculado à propriedade da maioria do capital social, podendo, deste modo, assumir outras formas.

A desvinculação do controle de uma companhia e a propriedade do seu capital social é verificada em sua plenitude nas companhias de capital pulverizado. Fenômeno bastante conhecido dos mercados avançados e que começa a se apresentar à nossa realidade¹³⁴, a pulverização do capital das sociedades anônimas representa para nós mais que uma evolução, representa um desafio, conforme demonstrarei neste Capítulo III.

O desafio maior, sem dúvida, consiste em compreender a inexistência do “acionista controlador” e os reflexos que esse fato gera com relação à própria companhia, à sua administração e ao mercado, tendo em vista que a LSA é centrada nessa figura e que a nossa cultura societária é a de um mercado concentrado.

Nesse contexto, ressalto que a questão da desvinculação entre a propriedade e o controle sobre o capital apresenta relevância para o presente estudo no que diz respeito à tomada de decisões nas companhias de capital pulverizado e os efeitos dela advindos, ou, em outras palavras, aos potenciais conflitos que podem surgir entre os controladores da

¹³⁴ Um número cada vez maior de sociedades anônimas brasileiras tem encontrado na abertura e pulverização do seu capital uma boa alternativa para a capitalização e crescimento. Acionistas controladores têm, assim, aceitado abrir mão do controle sobre a companhia, em troca de vê-la se expandir e oferecer um bom retorno financeiro.

companhia, detentores do poder decisório, e os proprietários do capital da companhia, alheios a esse poder.

Isso porque, estudos realizados a respeito do comportamento e da racionalidade dos agentes econômicos¹³⁵, demonstram que a análise dos riscos inerentes às atividades econômicas tende a ser mais rigoroso quando há a efetiva vinculação entre a propriedade do capital e o controle. Nas estruturas em que a esfera decisória concentra-se nas mãos daqueles que são titulares de parcela insignificante do capital social, o processo decisório tende a ser mais brando. Isto é, quanto mais alheio o controlador for à propriedade do capital, mais indiferente ele será em relação aos resultados decorrentes do emprego deste capital¹³⁶.

Ao analisar essa questão, RICARDO FERREIRA DE MACEDO faz a seguinte ressalva: “(...) a potencial distorção no mecanismo decisório-empresarial ensejada pela aludida dissociação entre propriedade e controle não se resume a problemas de rigor na análise de riscos, mas estende-se aos próprios objetivos visados em cada decisão”¹³⁷.

Ocorre, assim, que nas sociedades em que o poder decisório é exercido pelos acionistas controladores, ou seja, onde não há a dissociação entre propriedade e controle, a tomada de decisões é influenciada pela busca da maximização de resultados, haja vista que estes impactarão diretamente no retorno – ou não – dos investimentos realizados pelos acionistas controladores na companhia. Por outro lado, naqueles casos onde se verifica a

¹³⁵ Vilfredo Pareto, *Manual de economia política*, São Paulo: Abril Cultural, 1984, v. I, p. 74.

¹³⁶ Ricardo Ferreira de Macedo, Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 39, n. 118, 2000, p. 167.

¹³⁷ Ricardo Ferreira de Macedo, Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, cit., p. 168.

referida dissociação, o exercício do controle pode não ser pautado na maximização de resultados, dado que os detentores do poder decisório não sofrerão diretamente os efeitos de tal maximização.

Dessa maneira, o possível afastamento entre os interesses do controlador, acionista ou não, e dos demais acionistas proprietários do capital, pode criar um potencial conflito de interesses, que é objeto das normas que visam regular os atos praticados tanto pelo acionista controlador quanto pelos administradores da companhia. É importante comentar que o conflito de interesses pode ainda ser verificado em relação aos interesses da coletividade, que devem ser observados por força do princípio constitucional da função social da propriedade¹³⁸.

Retomando a análise da questão central de que trata este item 3.1, a verificação do exercício do controle por proprietários de parcela insignificante do capital é característica de companhias com capital pulverizado. A pulverização do controle, por sua vez, é fator indicativo da confiança dos investidores na eficácia do ordenamento jurídico vigente e nas suas ferramentas colocadas à disposição dos acionistas não controladores, o que, ao seu turno, está diretamente vinculado à maturidade do mercado de capitais.

De fato, para que os investidores possam sentir-se protegidos e, deste modo, estimulados a injetar capital nas companhias nacionais, é preciso que o mercado acionário seja forte e que o aparato jurídico seja suficiente para que os investidores vejam defendidos os seus interesses e vedadas as manobras estabelecidas unilateralmente pelos controladores em benefício próprio.

¹³⁸ O princípio constitucional da função social da propriedade assume maior relevância no caso das companhias abertas na medida em que as grandes companhias captam recursos junto à poupança popular, via mercado de capitais.

Por essas razões, as companhias de capital pulverizado são predominantes nos mercados de capitais mais desenvolvidos, com maior liquidez, proteção ao investidor e diversificação, como é o caso, por exemplo, do mercado norte-americano. Nesses cenários de pulverização, com base nos princípios norteadores do mercado de capitais e das prerrogativas e direitos conferidos aos acionistas, estes exercem verdadeira fiscalização da companhia, disciplinando os seus administradores. Diferentemente não poderia ser, tendo em vista que na ausência de um acionista controlador, que normalmente “controla” e conduz as atividades sociais, é necessário que essa função seja assumida por todos os acionistas.

A respeito das vantagens da separação de propriedade e capital, a capacidade de investimentos da diversidade de acionistas encontra destaque. A possibilidade de injeção de recursos propiciada por acionistas difusos é, na maioria das vezes, superior à capacidade de investimento de apenas um acionista ou um grupo controlador.

Igualmente se apresenta como uma vantagem a possibilidade de os investidores diversificarem os seus investimentos mediante o aporte de capital em inúmeras companhias. Tal diversificação permite, a longo prazo, uma maior eficiência nas economias dos acionistas, além de alavancar o mercado de uma forma geral, uma vez que todas as companhias podem ser alvos de investimentos.

Também é considerada uma vantagem a combinação de investidores com recursos e administradores talentosos, mas sem recursos. Em uma atmosfera onde o controle não é majoritário, ou seja, não decorre da titularidade da maioria das ações votantes, um

administrador competente pode encontrar espaço para desempenhar um bom trabalho sem necessitar estar vinculado a um acionista ou grupo controlador.

No tocante às desvantagens da separação entre propriedade e controle, uma delas é justamente a referente ao próprio controle gerencial, a respeito do qual trata o item 3.2 *infra*. Uma administração sem uma fiscalização eficiente pode ser desfavorável à companhia; os administradores que agem livremente podem acabar se voltando para seus próprios interesses, ao invés de perseguirem os interesses sociais. É o que ocorre, por exemplo, nos casos de *insider trading*, assim definido por NELSON EIZIRIK:

O *insider trading* é, simplificativamente, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão “por dentro” de seus negócios, para transacionar com suas ações *antes* que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim, o “insider” compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são do seu conhecimento exclusivo¹³⁹.

A respeito da regulamentação do *insider trading*, a LSA apresenta em seus arts. 155, § 1º¹⁴⁰, e 157, § 4º¹⁴¹, os preceitos fundamentais a ele referentes, estabelecendo as obrigações do administrador de divulgar informação relevante e abster-se de utilizar

¹³⁹ Nelson Eizirik, “Insider trading” e responsabilidade de administrador de companhia aberta, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 50, 1983, p. 43.

¹⁴⁰ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

(...)

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”.

¹⁴¹ “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

(...)

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

informação obtida na companhia em benefício próprio, servindo-a com lealdade. Já a Lei n. 6.385/76¹⁴², estabelece em seu art. 27-D o seguinte a respeito do *insider trading*, nela definido como “uso indevido de informação privilegiada”:

Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão de 1 (um) a 5 (cinco) anos e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

A vedação ao *insider trading* é aplicável às operações realizadas tanto no mercado de capitais quanto em operações privadas – isto é, sem a interveniência de uma instituição financeira – que tenham por objeto valores mobiliários emitidos por companhia aberta. Os casos de *insider trading*, portanto, não estão limitados às sociedades onde o capital é pulverizado, podendo ser verificados em qualquer companhia de capital aberto.

Deve ser ressaltado, porém, que naquelas companhias onde o controle é concentrado, o controlador normalmente fiscaliza de maneira bem próxima os atos da administração, o que pode reduzir ou evitar a ocorrência desses eventos. Já nas companhias de capital pulverizado, diante da inexistência da figura clássica do acionista controlador detentor de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante, a fiscalização da companhia torna-se uma atribuição de todos os acionistas e da sua própria administração, razão pela qual pode não ser realizada tão eficientemente quanto em uma companhia com o controle concentrado, aumentando, assim, os riscos da prática do *insider trading*.

¹⁴² Cf. nota 6 *supra*.

A ausência do acionista controlador nas companhias abertas com capital pulverizado, portanto, demanda um forte aparato jurídico para a proteção dos interesses dos acionistas e estabilidade do mercado, tendo em vista tratar-se de uma nova estrutura jurídica que a nós se apresenta.

Como analisado nesse item 3.1, o controle de tais companhias deixa de ser exercido por um acionista ou grupo controlador, e passa a assumir outras formas, como é o caso do controle gerencial, a seguir estudado, e em relação ao qual a tomada de decisões quanto à orientação dos negócios sociais pode resultar em conflitos distintos dos verificados em relação à figura do acionista controlador. Ademais, há ainda a questão da necessidade de flexibilização do conceito de controle apresentado pelo art. 116 da LSA e seus efeitos em termos de caracterização deste fenômeno.

Em decorrência dessa nova estruturação do poder de comando, é exigido dos acionistas que desempenhem um papel mais ativo na companhia, tanto no sentido de fiscalização dos atos praticados pela sua administração, quanto no tocante à participação efetiva na orientação dos seus negócios. Essa nova postura a ser adotada pelos acionistas requer, por sua vez, uma adaptação das respectivas normas já existentes em nosso ordenamento jurídico e até a criação de novas, ainda que através da auto-regulação.

Desse modo, com base nos conceitos desenvolvidos nos capítulos anteriores, neste Capítulo III tratarei exclusivamente da companhia de capital pulverizado e de todos os principais temas relacionados ao seu controle, a fim de analisá-los à luz da LSA e demais normas aplicáveis. Os itens a seguir, portanto, abordam as questões advindas deste cenário de pulverização que considero de maior relevância prática, com o objetivo de promover uma

análise crítica do atual processo de transformação tanto do mercado de capitais quanto das sociedades anônimas.

3.2. CONTROLE GERENCIAL

A pulverização de capital causa inevitável instabilidade do controle da companhia derivado do mecanismo acionário. Em uma situação de extrema dispersão do capital, nenhum acionista é capaz de, isoladamente, fazer prevalecer sua vontade sobre a sociedade mediante a garantia da maioria dos votos nas assembléias-gerais e orientar os negócios sociais. É sob essa perspectiva que o controle gerencial será agora analisado.

Em decorrência da impossibilidade de se configurar uma situação de controle pelo próprio acionista, tal como definido no art. 116 da LSA, há o deslocamento do centro decisório que passa a ser ocupado por aqueles que, em razão do cargo que ocupam na companhia, possuem entre as suas atribuições o poder de dirigir os negócios sociais: os administradores.

Oportuno transcrever as considerações de FÁBIO KONDER COMPARATO sobre este tema:

O último tipo de controle, na classificação de Berle e Means, é o administrativo ou gerencial (*management control*), isto é, aquele não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária,

os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação¹⁴³.

Diante de uma situação de extrema pulverização do capital, portanto, os acionistas são incapazes de orientar os negócios da companhia e exercer ascensão sobre os administradores, já que não há meios de obrigá-los a seguir as diretrizes estabelecidas pelos próprios acionistas¹⁴⁴. Nessa hipótese configura-se o denominado controle gerencial.

Nota-se, assim, que o controle da companhia neste caso não é identificado como o poder de eleger os administradores, mas sim como o poder de orientar os negócios da sociedade, tal como parte do art. 116 da LSA estabelece como conceito de acionista controlador. Por essa razão, não há como negar a limitação apresentada pelo conceito de controle do citado art. 116, o qual não é aplicável à realidade do controle gerencial.

O controle exercido pelos administradores da companhia, também conhecido como “*management control*”, é operacionalizado por meio do mecanismo denominado “*proxy gathering machine*”¹⁴⁵, mediante o qual os administradores tornam-se procuradores dos acionistas e, com base em procurações que lhes são outorgadas, passam a atuar em nome dos acionistas nas assembléias-gerais.

¹⁴³ Fábio Konder Comparato, *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 51.

¹⁴⁴ Ao escrever a respeito da impossibilidade de os acionistas conduzirem as atividades da sociedade por meio do exercício do poder de controle sobre os administradores, J. E. Parkinson, discorrendo a respeito da atenuação do poder de controle acionário aceita na Inglaterra no ano de 1945, mencionou explicação fornecida pelo comitê “Cohen” sobre este tema: “A natureza ilusória do controle teoricamente exercido pelos acionistas sobre os diretores tem sido acentuada pela dispersão do capital entre um crescente número de pequenos acionistas que prestam pouca atenção em seus investimentos enquanto dividendos satisfatórios estiverem sendo percebidos” (tradução livre) (*Corporate power and responsibility*, Oxford: Clarendon Press, 1996, p. 60).

¹⁴⁵ Sobre o tema, cf. item 3.2.1 *infra*.

O *management control* é comumente verificado nas grandes corporações norte-americanas em que, dada a maturidade do mercado de capitais, a dispersão acionária é expressiva. Em estudo realizado por BERLE e MEANS na década de 30, verificou-se que já naquela época, a maioria das corporações eram organizadas em torno do controle gerencial, dado este que estudos da década de 70 revelaram mais acentuado ainda¹⁴⁶.

Entre nós, embora o controle gerencial esteja muito longe de ser uma prática corriqueira, pode vir a ser uma realidade, ainda que para algumas poucas companhias de capital pulverizado, o que, indubitavelmente, será – ou já é – resultado do enorme processo de transformação pelo qual o mercado de capitais brasileiro vem passando¹⁴⁷.

Apenas a título ilustrativo, vale transcrever comentário de CALIXTO SALOMÃO FILHO a respeito da situação econômica brasileira da década de 80, cuja principal característica ainda é, todavia, a grande concentração empresarial:

São bastante eloqüentes os resultados de pesquisa realizada em 1985 pela Superintendência de Estudos e Projetos da Comissão de Valores Mobiliários entre 476 sociedades anônimas brasileiras (representando, à época, cerca de 90% do patrimônio líquido total das sociedades anônimas cotadas em bolsa). Demonstrou-se que o percentual médio de controle nessas sociedades era de 69,8% do capital com direito a voto. Em 18,4% das sociedades o controle chegava a percentuais entre 90% e 100% do capital social. Se esse é o grau de concentração nas companhias de capital aberto, com relação às quais é razoável pressupor a existência de maior interesse na diluição da participação acionária, imagine-se nas companhias fechadas e sociedades por quotas de responsabilidade limitada¹⁴⁸.

¹⁴⁶ Fábio Konder Comparato, *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 52.

¹⁴⁷ Atualmente já existem no País 28 (vinte e oito) companhias de capital pulverizado, conforme informação constante da *Revista Capital Aberto*, ano 5, n. 55, mar. 2008, p. 48.

¹⁴⁸ *Direito concorrencial*, cit., p. 235-6.

É interessante também mencionar que no ano de 1987, ao abordar a questão do controle externo nas companhias brasileiras, NELSON EIZIRIK partiu da premissa de que é gerencial o controle quando “nenhum acionista ou grupo de acionistas detém mais de 10% do capital votante” e, assim, afirmou:

(...) verificamos a total inaplicabilidade da tese de separação entre propriedade e controle à nossa realidade. Com efeito, dados disponíveis demonstram que, no caso das companhias brasileiras, é absolutamente incorreto cogitar-se da existência de “controle gerencial”. (...) Não cabe, portanto, entre nós, cogitar-se da efetiva ocorrência de uma separação entre propriedade e controle na companhia aberta¹⁴⁹.

Seguramente o jurista não previa a possibilidade de o mercado de capitais brasileiro progredir ao ponto de o controle gerencial poder ser uma realidade, conforme se pôde verificar nos últimos anos.

Interessante transcrever, ainda, outra observação do referido autor quanto à “democratização do capital”, tema não raramente abordado ao se analisar as companhias com capital pulverizado:

(...) observa-se que o conceito de Cia. Aberta pouco ou nada tem a ver com a efetiva “abertura” (no sentido de democratização) do seu capital votante. Este permanece nas mãos do acionista controlador, no qual concentra-se, de fato, o poder diretivo da companhia. A chamada “revolução dos gerentes” – tese visando demonstrar a superioridade de um sistema que promoveria, privadamente, a progressiva “socialização” dos meios de produção pela via da dispersão acionária – entre nós certamente não vingou¹⁵⁰.

¹⁴⁹ Nelson Eizirik, O mito do controle gerencial, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 26, n. 66, 1987, p. 104.

¹⁵⁰ Idem, *ibidem*, p. 106.

Como sustentado por NELSON EIZIRIK, de fato a “democratização” do capital não tem relação direta com o modelo das sociedades anônimas de capital aberto. A dispersão acionária tem como proposta viabilizar a realização de investimentos nas companhias mediante a captação de recursos junto à poupança popular, e não somente por meio da contratação de empréstimos perante instituições financeiras. Ou seja, não se trata de “sociabilizar” os meios de produção, mas sim de criar mais uma alternativa financeira ao seu aprimoramento.

Outro importante aspecto que deve ser considerado a respeito do controle gerencial é a sua importância para o mercado e a economia do País. Assumindo que a maior valia das ações de titularidade do acionista controlador decorre justamente da sua “apropriação” dos bens da companhia e do seu poder de orientar os negócios sociais e eleger os administradores, quanto mais pulverizado for o capital, menor será a diferença entre o valor das ações daquele que for titular da maioria do capital social e os demais acionistas. Esse aspecto inerente ao controle gerencial é, na minha percepção, um elemento especial para a atração de investimentos para o País, tendo em vista que há uma tendência em se melhor avaliar as ações das companhias que possuem o controle gerencial em face da não existência das ações do bloco de controle.

A respeito dos riscos apresentados pelo controle gerencial, J. E. PARKINSON escreve:

Enquanto a delegação do poder é um pré-requisito para a eficiência da empresa, ela traz o risco comum a todas as relações de outorga de poderes, o de que os diretores passem a agir em virtude de seus próprios interesses às

expensas do acionista, conseqüentemente minimizando os ganhos esperados¹⁵¹. (tradução livre)

Com base nas considerações acima, concluo que o controle gerencial pode vir a ser uma realidade entre nós, conforme o mencionado, e que a sua configuração expõe a limitação do conceito de acionista controlador apresentado pelo art. 116 da LSA, cuja interpretação deve, por conseguinte, ser flexibilizada de modo a alcançar o titular do controle gerencial, reconhecendo-o como verdadeiro controlador de uma companhia aberta nos casos em que em razão da extrema pulverização do capital social, o seu controle não for de outra forma manifestado.

Desta feita, a questão do controle gerencial apresenta relevância na medida em que a dissociação entre a propriedade do capital e o próprio controle podem levar a situações de conflito entre aquele que efetivamente exerce o controle gerencial – e que não obstante tal fato, não é identificado como “controlador” com base no art. 116 da LSA – e os acionistas proprietários do capital social. É sobre essa problemática que tratam os itens a seguir.

3.2.1. Responsabilidade do titular do poder de controle gerencial

Diante do cenário analisado no item 3.2 *supra*, defendo na presente tese o entendimento que aquele que exerce o controle gerencial não pode ser considerado simplesmente um administrador da companhia. Mesmo que efetivamente ele tenha sido eleito para tal cargo, a natureza dos atos por ele praticados no ambiente de capital pulverizado

¹⁵¹ J. E. Parkinson, *Corporate power and responsibility*, cit., p. 161.

transcende a mera administração da sociedade. Trata-se de verdadeiro controle, que como tal deve ser compreendido e regulado.

Isso porque, ainda que a LSA já estabeleça uma série de obrigações e responsabilidades para o administrador da companhia, o controlador deve ser responsabilizado como tal, e para tanto, sobre ele deverão recair os deveres e responsabilidades decorrentes do controle da companhia, afinal, aquele que exerce o controle gerencial direcionará os negócios sociais.

Nesse mesmo sentido, ao discorrer sobre a separação entre propriedade e controle na macroempresa, NELSON EIZIRIK afirma:

Em primeiro lugar, (...) ocorreria uma cisão nos direitos de propriedade, desaparecendo gradualmente a figura do empresário capitalista clássico, na medida em que se tornasse cada vez mais pulverizado, entre os acionistas, o poder de controle das grandes empresas. A gestão dessas macroempresas tenderia a ser exercida por gerentes profissionais, que constituiriam nova “classe”, mais dinâmica e aberta, na medida em que o acesso às posições diretivas se daria pela qualificação técnica e profissional, não mais pelas relações de parentesco. (...) A nova disciplina legal das Companhias Abertas deveria, ademais, atribuir novas responsabilidades aos administradores, além de criar institutos de proteção aos acionistas minoritários, tratados mais como investidores, aportadores de capital, do que propriamente como sócios¹⁵².

Note-se aqui que no cenário de pulverização de capital, os atos praticados pelo administrador possuem a força inerente aos atos praticados pelo acionista controlador. Ocorre, porém, que nessa hipótese não se trata do cumprimento de diretrizes estabelecidas por

¹⁵² Nelson Eizirik, Propriedade e controle na companhia aberta – uma análise teórica, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 23, n. 54, 1984, p. 90-1.

outrem, no caso o controlador; trata-se, sim, da adoção de um direcionamento instituído pelo próprio administrador.

Diante dessas colocações, em termos práticos entendo que ao se reconhecer os administradores titulares do controle gerencial como efetivos controladores, os atos por eles praticados passam a ser fiscalizados e avaliados sob uma perspectiva mais realista e benéfica para a companhia e para os seus acionistas.

Conseqüentemente, entendo que ao administrador que exerce o controle gerencial aplicam-se todas as disposições da LSA relativas ao cargo de administrador e à responsabilização do acionista controlador por abuso do poder de controle, na forma do art. 117 da LSA. Vale aqui lembrar que conexão semelhante já é realizada nos casos em que o acionista controlador exerce o cargo de administrador da companhia, circunstância em que a ele também são aplicáveis as responsabilidades atribuídas aos administradores, conforme estabelece o art. 117, § 3º, da LSA, que dispõe: “O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo”.

Partindo dessa premissa, defendo, portanto, que há como se caracterizar abuso de poder de controle por ato praticado pelo administrador que exerce o controle gerencial. Reiterando o já afirmado, o controle deve ser compreendido tal como ele se manifesta na companhia, não devendo ser restringido aos limites impostos pela definição de acionista controlador apresentada pelo art. 116 da LSA.

Devo ressaltar, contudo, que, no meu entendimento, não obstante o fato de o administrador que exerce o controle gerencial assumir o papel de efetivo controlador, a ele

não se aplicam as disposições da LSA que digam respeito à aquisição ou transferência de ações da companhia, como é o caso, por exemplo, das hipóteses do art. 254-A da LSA, referente à Oferta Pública de Aquisição de Ações (“OPA”), de que trata o item 3.6 *infra*, e do art. 116-A da LSA, referente à modificação da posição acionária do acionista controlador.

Isso porque, como já sustentado, o controle gerencial não é decorrente da titularidade de ações que garantam a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral, mas sim, da efetiva direção dos negócios sociais em razão da inexistência de acionista ou grupo de acionistas que exerça o poder de controle.

Por essa mesma razão, entendo que também não se aplica àquele que exerce o controle gerencial a penalidade estabelecida no art. 120 da LSA: “A assembleia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação”.

Defendo na presente tese, desse modo, que a análise do art. 116 da LSA deve ser realizada no contexto da companhia de capital pulverizado quando se tratar do controle gerencial. Somente flexibilizando os conceitos que foram criados sob uma perspectiva concentracionista é que poderemos apresentar para o mercado os mecanismos normativos-corretivos suficientes para auxiliar e garantir o seu amadurecimento e crescimento. E é nessa direção que defendo a relevância de se reconhecer os administradores detentores do controle gerencial como verdadeiros controladores.

3.2.2. O problema de agência

A desvinculação entre a propriedade do capital e o controle da companhia, característica do controle gerencial, pode ocasionar tanto o problema do conflito de interesses entre o administrador e a companhia, conforme o estabelecido no art. 156¹⁵³ da LSA, quanto o denominado problema de agência ou “*agency problem*”.

O *agency problem* é típico dos mercados avançados como o norte-americano, e é baseado na premissa de que há uma tendência de o administrador, no exercício do controle gerencial, buscar a satisfação dos seus próprios interesses, que podem ou não ser conflitantes com os dos demais acionistas e, em última análise, com os da companhia. Trata-se, portanto, de um desalinhamento de interesses entre os administradores de uma companhia e os acionistas, proprietários de suas ações.

É válido destacar, contudo, que o conceito do *agency problem* é mais amplo que o do conflito de interesses. Este último, conforme analisado no item 1.4.1 do presente trabalho, configura-se quando há uma situação que provoque ou possa provocar prejuízos à sociedade. Já no caso do *agency problem*, não necessariamente deve haver um prejuízo – efetivo ou iminente – envolvido na questão; ele pode ser configurado, por exemplo, quando o administrador deixar de atuar buscando a maximização de resultados para a companhia.

Diante desse fato e com vistas a aprimorar a estrutura legal existente para amparar os problemas decorrentes do *agency problem*, estudos realizados principalmente nos

¹⁵³ “Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse”.

Estados Unidos destacaram a importância do conselho de administração (*board of directors*) como órgão fiscalizador da atuação dos diretores (*officers*). Aos membros do conselho de administração, cabe o dever de, em nome dos próprios acionistas, monitorar as atividades desempenhadas pela diretoria.

Confirmando tal entendimento, JAY W. LORSH assim escreve a respeito das atribuições dos membros do conselho de administração:

Such characteristics are the foundation on which board empowerment is being built, but the critical and less explored issues are what empowered boards should do differently as they monitor and advise, and how they should carry out their activities without interfering with management's duty and capacity to run the company.

Three activities are crucial if the board is to be an effective monitor: ensuring legal and ethical conduct by the corporation's officers and employees; approving the company's strategic direction and evaluating its progress; selecting, evaluating, rewarding, and if necessary removing the CEO, and ensuring that appropriate top-management succession plans are in place¹⁵⁴.

Como forma de contornar os problemas de *agency*, o conselho de administração, então, deveria agregar às suas funções as seguintes atribuições: (i) garantir a condução ética e legal dos negócios da companhia por seus diretores e empregados; (ii) aprovar os planos estratégicos de direção da companhia, revendo-os periodicamente; e (iii) eleger, avaliar, remunerar e, quando necessário, substituir os diretores da companhia e garantir que exista um plano de sucessão de executivos de primeira linha.

¹⁵⁴ Jay W. Lorsh, "Empowering the board", *Harvard business review on corporate governance*, Boston: Harvard Business School Publishing, 2000, p. 37-8.

Muito embora não seja uma exclusividade do controle gerencial, o problema de *agency* apresenta-se mais relevante nesse caso, uma vez que é justamente nessa configuração de poder de controle que há uma completa dissociação entre propriedade e controle, exercido este último pelo próprio administrador. Ou seja, a ausência do acionista controlador e fiscalizador pode favorecer a prática de atos que podem ocasionar um problema de agência.

Como possibilidades de contornar o *agency problem* algumas sugestões são apontadas: (i) adoção de mecanismos internos que possibilitem um maior fluxo de informações entre a diretoria e o conselho de administração; (ii) promoção de maior integração entre a diretoria e o conselho de administração; e (iii) implementação de política de incentivos aos diretores vinculando remunerações e bônus aos resultados alcançados pela companhia.

É importante salientar que, diante do *agency problem*, os investidores tendem a aplicar um desconto sobre o preço que estão dispostos a pagar pelas ações de uma companhia que não apresente um conjunto de direitos que atenuem os efeitos do problema de agência. A ausência de tais direitos, portanto, representa maior risco para o investidor em relação à possibilidade de ocorrência de um evento dessa natureza.

Apesar de o nosso ordenamento jurídico não prever a figura do *agency problem*, entendo ser interessante observar os mecanismos utilizados para a proteção dos acionistas quanto a essa questão nos mercados em que ele é verificado, uma vez que estes mecanismos também podem ser eventualmente utilizados por nós, ainda que para o aprimoramento das normas que regulam os conflitos de interesses.

3.2.3. *Proxy gathering machine*

Como mencionado no item 3.2 *supra*, o *proxy gathering machine*, também conhecido como *proxy machinery*, é o instrumento que viabiliza o exercício do controle gerencial pelos administradores da companhia, consistente na captação, em larga escala, de procurações outorgadas pelos acionistas aos administradores, com poderes de representação nas assembleias-gerais da companhia¹⁵⁵.

Tal mecanismo assume papel relevante nas companhias com capital pulverizado, marcadas por grande absenteísmo por parte dos acionistas, já que, nesses casos, a outorga de procurações pelos acionistas ausentes e desinteressados confere, em última análise, o poder de controle ao administrador outorgado.

Nas grandes companhias norte-americanas, onde comumente o controle gerencial é exercido, são conhecidas as “*proxy fights*”, que eventualmente travam os administradores na disputa pelo controle. Nesse contexto é bastante mencionada pela doutrina a disputa de procurações entre a diretoria da *Standard Oil of Indiana* ocorrida em 1929, quando o acionista e magnata John Rockefeller assumiu o controle gerencial da companhia, após investir US\$800.000,00 (oitocentos mil dólares norte-americanos) em campanha para a destituição da sua diretoria.

¹⁵⁵ Nos Estados Unidos, país referência das companhias de capital pulverizado, existem empresas altamente especializadas na referida captação de procurações. A “*The Altman Group*” é uma dessas empresas, cujos serviços de auxílio às assembleias e de *proxy soliciting* oferecidos a acionistas encontram-se descritos em seu *website* <http://www.altmangroup.com>.

No Brasil, onde as sociedades de capital pulverizado podem vir a ser uma realidade, poderá haver em algum momento um cenário de *proxy machinery* e/ou de *proxy fights*. Isso porque a LSA autoriza, em seu art. 126, § 1º, que os acionistas sejam representados em assembleias por um administrador da companhia, abrindo espaço, assim, para a disputa pelo seu controle gerencial. A propósito, nos §§ 2º e 3º do referido art. 126, a LSA estabelece as regras relativas à captação de procurações, sem prejuízo de outras que sejam determinadas pela CVM.

Sobre esse assunto, FÁBIO KONDER COMPARATO e CALIXTO SALOMÃO FILHO se posicionam:

Sem dúvida, as nossas companhias ainda não têm a magnitude das grandes *corporations* americanas, européias ou japonesas, e a abertura de capital é fenômeno incipiente. Mas as sociedades anônimas de controle minoritário não são raras, e as disputas pela captação de procurações, em vésperas de assembleias, têm sido feitas com abusos inadmissíveis. (...) É lamentável que o legislador de 1976 tenha rompido com a tradição do nosso direito de impedir a representação de acionistas, em assembleias, por administradores e fiscais, abrindo, assim as portas à *proxy machinery*¹⁵⁶.

No direito estrangeiro observam-se duas tendências no tocante à *proxy machinery*. A primeira, verificada na legislação italiana, refere-se à imposição de algumas limitações para a representação de acionistas em assembleias, como por exemplo, a restrição do prazo de validade da procuração para somente uma assembleia, a limitação de número de outorgantes a serem representados por cada outorgado, e/ou a proibição de outorga de procurações a administradores, fiscais ou empregados da companhia¹⁵⁷ e a instituições

¹⁵⁶ *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 231-2.

¹⁵⁷ A limitação em questão também se estende para as sociedades controladas pela companhia, seus administradores, fiscais e funcionários.

financeiras, para representação do acionista em assembléia. Já a segunda tendência, que tem como modelo o direito norte-americano, diz respeito à disponibilização de informações as mais completas possíveis aos acionistas (*disclosure*), como pressuposto da solicitação de procurações¹⁵⁸.

A questão das *proxy fights* ainda não é uma realidade para nós. Todavia, em vista do surgimento das companhias de capital pulverizado em nosso mercado de capitais e conforme alertado por FÁBIO KONDER COMPARATO e CALIXTO SALOMÃO FILHO a respeito das companhias com controle minoritário, não levará muito tempo até que o tema passe a constar das pautas de discussões dos profissionais da área e investidores.

Assim sendo, diante do absenteísmo verificado nas assembléias-gerais das companhias em que não há a figura do acionista controlador e do disposto no art. 126 da LSA, entendo que seria interessante se fossem tomadas, via auto-regulação, medidas no sentido de disciplinar a *proxy machinery* tal como realizado pelas legislações italiana e norte-americana, com base nas quais podemos prever alguns conflitos que podem advir dessa prática de representação assemblear e, nessa medida, evitá-los.

3.2.4. O controle gerencial no mercado norte-americano

Após ter analisado o controle gerencial no nosso mercado, convém tecer algumas considerações a respeito deste controle no mercado norte-americano. Assim sendo, como já mencionado anteriormente, nos Estados Unidos a separação entre propriedade de

¹⁵⁸ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O poder de controle na sociedade anônima*, cit., p. 232-5.

capital e controle é bastante expressiva, ou seja, os acionistas são difusos e a administração das companhias é concentrada.

Para os estudiosos da economia norte-americana, essa separação entre e propriedade e controle pode tanto criar eficiências relevantes quanto problemas recorrentes, merecendo especial análise para que se possam identificar e superar as crises que se apresentam de tempos e tempos. MARK J. ROE escreveu sobre o tema:

A governança corporativa apresenta duas instabilidades centrais nos Estados Unidos. A primeira é a separação entre ‘controle’ e ‘titularidade’ (...). A segunda instabilidade surge da descentralização e porosidade do sistema regulatório (...). Essas instabilidades não podem ser resolvidas de uma vez e para sempre. Ao revés, resolvemos o problema tópico e imediato, seguimos adiante e, em algum momento, enfrentamos um novo problema, que emana de uma ou ambas essas instabilidades centrais. Nos movemos através delas; não as resolvemos porque não podemos fazê-lo¹⁵⁹.

Fazendo uma retrospectiva das crises ocorridas no mercado americano a partir da década de 50, MARK J. ROE analisando-as resume:

Assim, quando a propriedade é separada do controle, surgem problemas. Administradores perseguem seus próprios interesses, e parece que a cada década houve uma falha sistemática. Combine-se separação com oligopólio, e temos o grande poder dos anos 1950. Combine-se separação com idéias relativas a conglomerados, e temos as megaempresas sem justificativa continuada dos anos 1960. Aparecem as soluções – como as ofertas hostis – contra as quais o público reagiu nos anos 1980. Tivemos as hiperremunerações nos anos 1990, que eram soluções parciais e parcialmente resultaram em problema. E no início do século XXI tivemos enganos nas

¹⁵⁹ Mark J. Roe, A inevitável instabilidade da governança corporativa norte-americana, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 44, n. 140, 2005, p. 7-8.

demonstrações financeiras que minaram a confiança no mercado de valores mobiliários e fizeram alguns dos enganadores (temporariamente) ricos¹⁶⁰.

De uma forma geral, as crises pelas quais o mercado norte-americano passou têm uma relação direta com o poder excessivamente concentrado na figura dos administradores, que atuavam livremente sem a devida fiscalização por parte dos órgãos da companhia, dos acionistas e dos próprios diversos órgãos reguladores norte-americanos.

A respeito da regulação norte-americana, vale mencionar que se por um lado a sua estrutura fracionada e descentralizada facilita a inovação e reduz a rigidez encontrada nos países com regulação centralizada, por outro lado pode criar, em alguns momentos, lacunas que somadas à atuação dos administradores podem potencializar algumas crises de repercussão e efeitos mundiais.

Um dos escândalos vinculados ao controle gerencial das companhias norte-americanas é o já mencionado caso da empresa “*Enron Corporation*”. No *website* da FolhaOnline consta a seguinte nota sobre o caso:

A Enron, gigante americana do setor de energia, pediu concordata em dezembro de 2001, após ter sido alvo de uma série [sic] denúncias de fraudes contábeis e fiscais. Com uma dívida de US\$ 13 bilhões, o grupo arrastou consigo a Arthur Andersen, que fazia a sua auditoria. Segundo investigadores federais, a Enron criara parcerias com empresas e bancos que permitiram manipular o balanço financeiro e esconder débitos de até US\$ 25 bilhões nos últimos dois anos. O lucro e os contratos da Enron foram inflados artificialmente. A investigação indicou que ex-executivos, contadores, instituições financeiras e escritórios de advocacia foram responsáveis direta ou indiretamente pelo colapso da empresa. O governo

¹⁶⁰ Mark J. Roe, A inevitável instabilidade da governança corporativa norte-americana, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, cit., p. 14.

americano abriu dezenas de investigações criminais contra executivos da Enron e da Andersen. Além disso, pessoas lesadas pela Enron também moveram processos¹⁶¹.

Episódios como o ocorrido com a Enron demonstram que todo sistema normativo está sujeito a falhas e deve ser aprimorado constantemente, até mesmo aqueles que são conhecidos pelo alto grau de desenvolvimento, como é o caso do mercado norte-americano.

Não se trata, portanto, do certo ou do errado, da concentração do controle ou da separação total entre ele e a propriedade do capital, da regulação centralizada ou descentralizada. Trata-se de estudar o cenário legal, regulatório e econômico e tentar antecipar os problemas que podem dele surgir de modo a minimizar os seus efeitos. Nesse contexto a experiência americana pode nos ser de grande valia.

3.3. GOLDEN SHARE

Às ações que atribuem ao seu titular poderes para eleger a maioria dos membros do conselho de administração e o exercício do direito de veto em relação a determinadas deliberações, geralmente estratégicas, dá-se a denominação saxã “*golden share*”.

As *golden shares* encontram aparo em nossa LSA em dois artigos. No § 7º, do art. 17, e no art. 18, que assim dispõem:

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

¹⁶¹ Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/folha/sinapse/ult1063u416.shtml>. Acessado em 2 mar. 2008.

(...)

§ 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.

Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembléia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

Com base nos referidos artigos, afirma-se¹⁶² que há duas modalidades de *golden share*. A primeira, respaldada no § 7º do art. 17 acima transcrito, refere-se ao poder especial concedido ao ente desestatizante como forma de viabilizar a sua participação em decisões estratégicas de empresas privatizadas.

Um exemplo dessa primeira modalidade é a *golden share*¹⁶³ detida pela União Federal no capital social da EMBRAER – Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A, com

¹⁶² Calixto Salomão Filho, *O novo direito societário*, cit., p. 124-7.

¹⁶³ A União Federal também detém uma *golden share* no capital social da Vale do Rio Doce. No *website* da companhia, <http://www.vale.com>, há a seguinte informação a respeito da *golden share*: “As ações preferenciais de classe especial, *golden shares*, devem ser obrigatoriamente de titularidade da União Federal. O detentor das ações preferenciais de classe especial tem os mesmos direitos (incluindo àqueles relativos a voto e preferências de dividendo) dos detentores de ações preferenciais Classe A. Adicionalmente, o detentor das ações preferenciais de classe especial tem o direito de vetar quaisquer propostas em relação aos seguintes assuntos: 1. alteração de nossa denominação social; 2. mudança de nossa sede social; 3. mudança do nosso objeto social relativamente à exploração de jazidas minerais; 4. liquidação de nossa empresa; 5. qualquer alienação ou encerramento das atividades de uma ou mais das seguintes etapas dos sistemas integrados de nossa exploração de minério de ferro: jazidas minerais, depósitos de minério, minas, ferrovias, portos e terminais marítimos; 6. qualquer modificação dos direitos atribuídos às espécies e classes das ações de nossa emissão; 7. qualquer modificação de quaisquer dos direitos atribuídos por nosso Estatuto Social à ação preferencial de classe especial”. Disponível em <http://www.vale.com/vale/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=108>. Acessado em 15 mar. 2008.

base no art. 8º da Lei n. 9.491, de 9 de setembro de 1997¹⁶⁴, que estabelece:

Sempre que houver razões que justifiquem a União deterá, direta ou indiretamente, ação de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira, objeto da desestatização, que lhe confira poderes especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos seus estatutos sociais.

Como previsto na Lei n. 9.491/97 acima citada, o estatuto social da EMBRAER prevê os poderes especiais conferidos à União Federal. O seu art. 9º estabelece o poder de veto da acionista detentora da ação ordinária de classe especial:

A ação ordinária de classe especial confere à União poder de veto nas seguintes matérias:

- I. Mudança de denominação da Companhia ou de seu objeto social;
- II. Alteração e/ou aplicação da logomarca da Companhia;
- III. Criação e/ou alteração de programas militares, que envolvam ou não a República Federativa do Brasil;
- IV. Capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares;
- V. Interrupção de fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares;
- VI. Transferência do controle acionário da Companhia;
- VII. Quaisquer alterações: (i) às disposições deste artigo, do art. 4, do caput do art. 10, dos arts. 11, 14 e 15, do inciso III do art. 18, dos parágrafos 1º e 2º do art. 27, do inciso X do art. 33, do inciso XII do art. 39 ou do Capítulo

¹⁶⁴ Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei n. 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências.

VII; ou ainda (ii) de direitos atribuídos por este Estatuto à ação de classe especial¹⁶⁵.

Já quanto à segunda modalidade de *golden share*, amparada no mencionado art. 18 da LSA que autoriza a outorga de direitos políticos às ações preferenciais, afirma-se na doutrina que se trata de um verdadeiro mecanismo de deslocamento do poder de controle, dado que o exercício das prerrogativas conferidas pelo referido artigo possibilita um efetivo controle da sociedade – ainda que mediante o exercício do direito de veto e não de voto – entendido neste caso como um controle gerencial diferenciado daquele analisado no item 3.2 *supra*¹⁶⁶.

Essa segunda e última modalidade de *golden share*, que é a relevante para o escopo do presente trabalho, não envolve nenhuma estrutura societária complexa para a sua instituição. Esta é concretizada por meio do estabelecimento de regras no estatuto social da companhia que garantam ao titular da *golden share* poderes de veto de determinadas alterações estatutárias e poder de eleger a maioria dos membros do conselho de administração,

¹⁶⁵ Os parágrafos do art. 9 dispõem: “Parágrafo 1º Estará sujeita a prévia aprovação da União, na qualidade de detentora da ação ordinária de classe especial, a realização da oferta pública de aquisição de ações referida no art. 54 do presente Estatuto. Parágrafo 2º Observado o disposto na Lei 6.404/76 e no art. 18, inciso III deste estatuto, as matérias elencadas no presente artigo estarão sujeitas à deliberação do Conselho de Administração da Companhia, observando-se o seguinte procedimento: I. A matéria será objeto de deliberação do Conselho de Administração. II. Se aprovada pelo Conselho de Administração, o Presidente daquele órgão notificará o membro eleito pela União para que esta exerça seu direito de veto ou se manifeste favoravelmente à matéria, dentro do prazo de 30 dias a contar do recebimento da referida notificação. III. Decorrido o prazo referido no inciso II, acima, será realizada nova reunião do Conselho de Administração para: (i) reconsiderar a deliberação, caso a União tenha exercido o seu direito de veto; ou (ii) ratificar a deliberação, caso a União tenha se manifestado favoravelmente ou não tenha proferido qualquer manifestação no prazo indicado acima. IV. Se a deliberação for ratificada pelo Conselho de Administração, a matéria, nos casos em que a legislação assim exija, será submetida à aprovação da Assembléia Geral, na qual a União poderá ainda exercer o poder de veto nos termos do presente artigo. Parágrafo 3º Sem prejuízo do procedimento estabelecido no § 2º acima, todas as matérias sujeitas a veto da União, na qualidade de titular da ação ordinária de classe especial, a serem deliberadas pelo Conselho de Administração, deverão adicionalmente ser objeto de notificação prévia da Companhia ao Ministério da Fazenda, a ser feita concomitantemente com a notificação mencionada no inciso II acima, para pronunciamento dentro do prazo de 30 dias a contar do recebimento da notificação referida no inciso II acima”. Disponível no *website* da companhia <http://www.embraer.com.br> em http://www.embraer.com.br/ri/portugues/content/governanca_corporativa/estatuto_social_01.asp. Acessado em 15 mar. 2008.

¹⁶⁶ Calixto Salomão Filho, *O novo direito societário*, cit., p. 125.

ao qual deve ser atribuída a responsabilidade pela aprovação de todas as matérias necessárias à condução dos negócios da sociedade.

Cumpra observar que neste caso em que as matérias necessárias à condução da companhia são atribuídas ao conselho de administração, cuja maioria dos membros é eleita pelo titular da *golden share*, o poder por ele detido não reflete o poder de efetivo exercício direto do controle. Reflete, sim, o poder de direcioná-lo, de garanti-lo, tendo em vista que o seu exercício em sentido estrito se dará pela própria administração da sociedade. Esta, por sua vez, será protegida pelo titular da *golden share* que, no uso das suas prerrogativas, pode impedir que os demais acionistas a alcancem¹⁶⁷.

Em vista do mecanismo através do qual o acionista titular da *golden share* amparada no art. 18 da LSA manifesta a sua influência na direção dos negócios da companhia, a questão da caracterização do controle por ele exercido torna-se bastante complexa em face dos requisitos estabelecidos pelo art. 116 da LSA para a configuração do acionista controlador.

Entendo, contudo, que uma análise atenta desse cenário pode indicar que tal controle pode, sim, ser caracterizado, na medida em que o titular da *golden share* exerce, ainda que indiretamente, o denominado controle gerencial da companhia, conforme o já afirmado.

¹⁶⁷ A respeito da utilização da *golden share*, Calixto Salomão Filho explica: “Esse instrumento é e tem sido recentemente utilizado como eficaz meio de recuperação de empresas em dificuldades. Nesses casos, freqüentemente a imagem do controlador encontra-se tão desgastada que para a obtenção de crédito é fundamental não apenas uma mudança na administração, mas uma mudança de controle. A *golden share* fornece, então, instrumento eficaz e relativamente indolor para o controlador, já que ao mesmo tempo em que garante que este não possa influir na administração, perdendo virtualmente todos os seus poderes, não implica a perda do “patrimônio” do controlador, *i.e.*, diluição ou redução de sua participação de capital na companhia” (*O novo direito societário*, cit., p. 166).

A respeito da classificação da modalidade de controle exercida pelo acionista titular da *golden share*, cumpre fazer duas breves considerações. Em primeiro lugar, apesar de o titular da *golden share* ser acionista da companhia, o seu controle é exercido através do direito de veto, e não de voto, de maneira que o seu poder não é fundamentado na quantidade de ações com direito a voto que possui, mas no poder conferido às ações de que é titular. Por essa razão, seu controle não pode ser entendido como minoritário.

Em segundo e último lugar, o controle neste caso não é exercido plenamente pelos administradores da companhia. Estes, na realidade, atuam de acordo com a orientação que o titular da *golden share* estabelecer com a utilização ou não do seu poder de veto. Não se trata, portanto, do controle gerencial tal como classificado por BERLE e MEANS e analisado no item 3.2 *supra*. Por outro lado, porém, o titular da *golden share* não se distancia de todo do controle gerencial, na medida em que este é, na realidade, o veículo para o exercício do seu efetivo controle; por meio do bloqueio de qualquer alteração estatutária que limite ou reduza os seus poderes e através da nomeação dos cargos de administração, o titular da *golden share* exerce, através da própria administração da companhia, o seu controle gerencial.

Feitas essas considerações, entendo que este controle é, na realidade, o que se pode denominar um controle gerencial indireto. Ou seja, não se trata exatamente do mesmo controle gerencial abordado no item 3.2 *supra*, exercido no caso diretamente pelos administradores da companhia, mas sim de uma derivação sua.

Isso porque o controle a ser exercido pelo titular da *golden share* somente será configurado nas companhias de capital pulverizado em que possa haver o controle gerencial, isto é, em que como consequência da dispersão acionária, nenhum outro acionista

ou grupo de acionistas seja capaz de exercer qualquer outra modalidade de controle. Nesse contexto, no exercício de suas prerrogativas o titular da *golden share* viabiliza a configuração do controle gerencial, exercido indiretamente por ele próprio, e comanda a companhia através do seu direito de veto e da influência sobre os administradores por ele nomeados.

Desse modo, reforçando as premissas já assentadas no decorrer deste trabalho, quando o poder em questão é utilizado pelo titular da *golden share* para nomear a maioria dos membros do conselho de administração ou não alterá-los e, assim, garantir o veto às deliberações sociais que possam restringir ou limitar os seus poderes já existentes, pode-se entender que ele assumiu o papel de acionista controlador.

Note-se que a forma mediante a qual o poder do titular da *golden share* se exterioriza, qual seja o veto, não desqualifica o exercício deste poder, mas tão-somente lhe confere uma outra perspectiva, a de comandar as atividades sociais “negativamente” no sentido de “por meio do bloqueio”.

Assumindo, por conseguinte, que o controle de uma companhia possa ser exercido pelo acionista titular de *golden share*, defendo ser correto também entender que a este são aplicáveis todas as regras concernentes ao controlador e suas responsabilidades, reforçando o posicionamento que já assumi no item 3.2 *supra*, com relação ao titular do poder controle gerencial. Por esse mesmo motivo, não podem ser imputadas ao titular da *golden share* responsabilidades não atribuíveis ao controlador, lembrando sempre que os administradores também respondem pelos atos por eles praticados.

Defendo na presente tese, portanto, que o titular da *golden share* exerce verdadeiro “controle gerencial indireto” sobre a companhia, assumindo, assim, o papel de acionista controlador, devendo a ele serem consequentemente aplicadas as regras de responsabilidade estabelecidas no art. 117 da LSA.

No presente caso, assim como entendo que ocorre no controle gerencial analisado no item 3.2 *supra*, defendo também a tese que ao titular da *golden share* não se aplicam as disposições do art. 254-A da LSA e demais que digam respeito à aquisição ou transferência de ações da companhia, como é o caso do art. 116-A da LSA, que trata da modificação da posição acionária do acionista controlador.

O meu entendimento é fundamentado no fato de que o controle exercido pelo titular da *golden share* não decorre da quantidade de ações que possui, mas sim, do poder a elas atribuído, o qual, somado ao cenário de pulverização de capital de uma companhia aberta e à possibilidade de existência de um controle gerencial, acaba por resultar em um controle gerencial indireto, conforme busquei demonstrar. Em outras palavras, a *golden share* por si só não garante o controle da companhia; é necessário que ela esteja inserida em um contexto de pulverização do capital, que o seu titular possa eleger a maioria dos administradores e que estes possam ser responsáveis pela condução efetiva dos negócios sociais.

Por outro lado, porém, diferentemente do que defendo no caso do controle gerencial analisado no item 3.2 *supra*, entendo que ao titular da *golden share* se aplica a penalidade estabelecida no art. 120 da LSA. Isso porque, além de controlador, ele é acionista da companhia, e em sendo assim, pode ter o exercício dos seus direitos suspensos pela

assembleia-geral caso deixe de “cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação”.

No tocante à análise das *golden shares* em face da governança corporativa, no entendimento da Comissão Européia, essa modalidade de ação confere ao seu titular um poder de influência em decisões estratégicas da companhia, razão pela qual é considerada um instrumento de defesa *anti-takeover*, contrário às boas práticas de governança¹⁶⁸.

De fato, os poderes inerentes à *golden share* contrariam, integralmente, o princípio do Novo Mercado “uma ação – um voto”. Ainda que estejamos tratando, por exemplo, de somente uma *golden share*, ou seja, mantendo-se o limite do referido princípio, as suas peculiaridades inviabilizam por completo qualquer possibilidade de manutenção de equilíbrio de forças na companhia.

Indo mais além, não é equivocado afirmar que a *golden share* representa sim uma violação às boas práticas de governança e que a sua existência em uma companhia compromete a efetiva descentralização do controle, característica das companhias de capital pulverizado.

¹⁶⁸ A matéria veiculada no *website* “UOL”, no dia 23 de outubro de 2007, intitulada “*Porsche comemora proibição da ‘lei Volkswagen’*”, trata da condenação, pela Corte Européia de Justiça, da chamada “Lei Volkswagen”, que garantia ao governo alemão uma espécie de *golden share* na Volkswagen, por entendê-la contrária ao conceito “uma ação – um voto”: “Frankfurt, 23 out. (EFE) - A montadora alemã de carros esporte Porsche ‘comemorou’ a proibição da chamada ‘lei Volkswagen’, que limitava os direitos de voto de um acionista a 20%, independentemente de sua participação. Em comunicado de imprensa, a Porsche disse hoje que “comemora a sentença do Tribunal Europeu de Justiça segundo a qual a limitação dos direitos de voto a um máximo de 20% na Volkswagen é incompatível com a legislação da União Européia (UE)”. O Tribunal Europeu de Justiça sentenciou hoje que a ‘lei Volkswagen’, criada em 1960 para regular a privatização da montadora, restringe a livre circulação de capitais na EU”. Disponível em <http://noticias.uol.com.br/ultnot/economia/2007/10/23/ult1767u105815.jhtm>. Acessado em 23 out. 2007.

Concluo, assim, que em um cenário de capital pulverizado em uma companhia aberta, a outorga de uma *golden share* a um acionista viabiliza a configuração de um controle gerencial indireto a ser exercido por este acionista, o qual, neste caso, deverá se submeter às regras de responsabilidade aplicáveis ao acionista controlador, na forma do art. 117 da LSA.

Essa constatação é relevante na medida em que demonstra que a companhia de capital pulverizado sempre será controlada por alguém, seja pelos próprios acionistas ativos e participantes das decisões da assembléia-geral, seja pelos administradores, ou seja até mesmo pelo titular de uma *golden share*.

Em qualquer um desses casos, no entanto, o conceito apresentado pelo art. 116 da LSA não é suficiente para o alcance do contexto no qual o controle da companhia de capital pulverizado se insere, motivo pelo qual tal conceito deve ser flexibilizado e o controle caracterizado em virtude da sua efetiva exteriorização. Partindo-se dessa premissa, tem-se que aqueles que exercem o controle da companhia de capital pulverizado não podem se eximir das suas responsabilidades de controlador em razão da limitação do art. 116 da LSA. Devem, sim, agir em estrita observância ao disposto no art. 117 da LSA e responder pelos atos que praticam, garantindo dessa maneira a regular condução dos negócios sociais e protegendo a companhia e seus acionistas de eventuais abusos.

3.4. A REALIZAÇÃO DE OPA COM BASE NO ART. 254-A DA LSA

Em um cenário de controle disperso, uma questão relevante que se apresenta e que merece atenta reflexão é a referente à obrigatoriedade de realização de uma OPA em

razão da alienação de controle de uma companhia aberta¹⁶⁹, também denominada “OPA *a posteriori*”¹⁷⁰, a qual é doravante analisada.

No dia 21 de abril de 2004, foi aprovada pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho da União Européia, a Diretiva¹⁷¹ 2004/25/EC, que estabelece regras sobre os processos de *takeovers* ou ofertas públicas para aquisição do controle e que conceitua a OPA em seu art. 2º, n. 1 (a), da seguinte maneira:

(...) a) “Oferta pública de aquisição” ou “oferta”: uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objectivo essa aquisição do controlo nos termos do direito nacional.

A finalidade maior da OPA é garantir aos acionistas minoritários o direito ao *tag-along*, ou seja, o direito de realizarem a venda de suas ações juntamente com a venda

¹⁶⁹ A LSA prevê ainda a OPA voluntária de tomada hostil de controle (art. 257 e seguintes), a OPA obrigatória para cancelamento de registro de companhia aberta (art. 4º, § 4º) e a OPA obrigatória para aumento de participação do acionista controlador (art. 4º, § 6º).

¹⁷⁰ Roberta Nioac Prado, em sua obra “Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.” utiliza o termo “OPA *a posteriori*” para identificar a OPA realizada com base no art. 254-A da LSA.

¹⁷¹ Interessante transcrever breve explicação a respeito das diretivas no direito comunitário constante de artigo publicado por Plínio Shiguematsu: “As diretivas representam normas de direito derivado no direito comunitário produzidas internamente pelo Parlamento Europeu, o Conselho e a Comissão da Comunidade Européia. As normas de direito derivado são classificadas da seguinte maneira: (i) regulamentos; (ii) diretivas; (iii) decisões; (iv) recomendações e (v) pareceres. Diferentemente dos regulamentos, que são normas de caráter geral, mas de caráter obrigatório e diretamente aplicável em todos os Estados Membros, as diretivas não possuem a mesma aplicação direta dos regulamentos, mas vinculam os Estados Membros quanto ao resultado a se alcançar, deixando às instâncias nacionais a competência quanto à forma e aos meios para se alcançar esse resultado. (...) A diretiva, de qualquer forma gera um direito de não legislar de forma contrária ao conteúdo por ela disposto e, nesse ponto, já seria uma forma de aplicação direta na legislação pátria de cada Estado Membro, servindo mais como instrumentos de unificação do que de harmonização. (...) Estabelecido o escopo da lei, ou seja, regular os processos de ofertas públicas para aquisição de controle, a diretiva estabelece os princípios gerais aplicáveis a todos os Estados Membros, com o objetivo de orientá-los na elaboração de suas próprias regras sobre *takeovers*” (Diretiva da comunidade européia sobre tomada de controle busca maior proteção a minoritários, *Espaço Jurídico Bovespa*, disponível em <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/071218NotA.asp>. Acessado em 18 dez. 2007).

das ações do acionista controlador, recebendo, por tal venda, 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle. É o que determina o art. 254-A da LSA, que dispõe:

A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

Da análise do art. 254-A acima transcrito, depreende-se que o recebimento da oferta pública está assegurado sempre que houver a alienação do controle de companhia aberta. Dessa forma, para que a realização da referida oferta pública seja obrigatória, é imprescindível que um acionista da companhia titular de ações que lhe garantam o seu controle, transfira efetivamente tais ações a um terceiro que, concluída a transferência, assumirá a posição de controlador da companhia.

A OPA *a posteriori*, condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle, também é regulada pela Instrução CVM n. 361, que, em seu art. 2º, oferece breve definição a seu respeito e a respeito das demais modalidades de OPA:

Art. 2º - A Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta (OPA) pode ser de uma das seguintes modalidades:

I - OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, por força do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 e do § 6º do art. 21 da Lei 6.385/76;

II - OPA por aumento de participação: é a OPA obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76;

III - OPA por alienação de controle: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76;

IV - OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores;

V - OPA para aquisição de controle de companhia aberta: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76; e

VI - OPA concorrente: é a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso.

Vale também mencionar que de acordo com as regras do Novo Mercado, a realização de OPA *a posteriori* por preço igual ao fechado na transação é obrigatória sempre que houver transferência do “poder de controle” da companhia, entendendo-se por poder de controle neste caso, a obtenção da maioria dos votos nas três últimas assembleias-gerais da companhia.

O tema da obrigatoriedade de realização da OPA *a posteriori* é bastante relevante, na realidade, seja o capital da companhia pulverizado ou não. Isso porque as

operações que versam sobre a organização ou reorganização na estrutura de controle de uma companhia geralmente envolvem um grau elevado de dificuldade e incerteza quanto à configuração ou não de aquisição ou transferência de controle. Ocorre, entretanto, que essa dificuldade e incerteza são maiores ainda nas companhias em que, dada a pulverização do capital, não é possível identificar a existência do controle e sua transferência ou formação, daí a relevância da questão que se apresenta.

Isso porque, como já mencionado, para que o mecanismo previsto no art.254-A da LSA possa ser acionado, é necessário que o acionista detentor do poder de controle da companhia realize a transferência deste controle para um terceiro. Ou seja, nos casos em que o capital da companhia encontra-se pulverizado sem a existência da figura do acionista controlador, inexistente a possibilidade de haver alienação de controle, já que nenhum de seus acionistas o exerce e/ou já que não há nenhum critério estabelecido por lei que possa direcionar o mercado nessas circunstâncias de pulverização.

Tal ocorre especialmente porque os textos legais que regulamentam as ofertas públicas para aquisição de ações, quais sejam a LSA e a Instrução CVM n. 361, não alcançam claramente as variadas hipóteses de rearranjo na estrutura de controle de uma companhia. Como exemplo dessa limitação dos citados textos legais, pode-se mencionar os recentes casos que se tornaram referência no Brasil sobre a problemática da obrigatoriedade da OPA com base no art. 254-A da LSA, como o que envolveu a aquisição pelo grupo francês Casino de 50% (cinquenta por cento) do capital votante da *holding* do Pão de Açúcar¹⁷² e o da fusão entre a Mittal Steel Company N.V. e a Arcelor S/A.

¹⁷² Na decisão do caso Companhia Brasileira de Distribuição (processo CVM RJ/2005/4069), o Colegiado da CVM limitou a OPA aos casos em que o cedente for titular do controle majoritário.

Dessa maneira, a ausência de critérios objetivos quanto à configuração do cenário desencadeador de uma OPA *a posteriori* acaba por trazer ineficiência para o mercado, tendo em vista que a CVM é chamada para intervir sempre que uma operação não se enquadra perfeitamente nas situações previstas pela lei e regulamento acima citados. As constantes intervenções da CVM, por sua vez, geram insegurança nos investidores e acabam sendo refletidas no processo de formação de preço das ações objeto de compra.

Por essa razão, entendo que é necessário estudar as possíveis soluções para esse quadro, despontando a adoção do modelo europeu como uma boa alternativa: a Diretiva 2004/25/CE da União Européia fixa um percentual do capital social, ou das ações com direito a voto como critério para obrigar a realização de uma OPA *a posteriori*.

O art. 5º, n. 1, da referida Diretiva, dispõe:

Sempre que uma pessoa singular ou coletiva, na seqüência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma¹⁷³, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4.

¹⁷³ O n. 3 deste mesmo art. 5º da Diretiva 2004/25/CE da União Européia dispõe: “A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do n.º 1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social”.

A fixação de um critério objetivo, conforme estabelecido pelo modelo europeu, esclareceria qualquer dúvida quanto à configuração de aquisição ou transferência de controle, conferindo, neste aspecto, segurança às operações do mercado brasileiro.

O estabelecimento deste critério de definição do grau de participação que define o controle, contudo, não foge à regra e também apresenta aspectos negativos. Uma vez que se determina um limite objetivo, inevitável inferir que qualquer número abaixo deste limite será insuficiente para que se desencadeie o resultado indesejado, no caso a realização da OPA *a posteriori*. Ou seja, o limite estabelecido poderia servir, eventualmente, como um estímulo à aquisição de participações muito próximas a ele apenas para se fugir do gatilho que dispararia a OPA *a posteriori*.

Para tentar contornar essa possibilidade de se burlar a realização da OPA *a posteriori* no caso de determinação de um critério objetivo, penso que uma alternativa seria tratar o percentual-limite como presunção relativa, que admite uma contraprova. A propósito, vale mencionar que a Diretiva Européia não desconsidera as situações em que o critério objetivo pode ser contestado ou deliberadamente evitado¹⁷⁴.

Uma solução como a acima mencionada demandaria uma alteração da própria LSA, ou, ao menos enquanto a reforma legislativa não se procede, se esse for o caso, uma adoção desse critério no Regulamento de Listagem do Novo Mercado ou no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2. Poder-se-ia, por exemplo, presumir que ocorre alienação de controle quando o adquirente comprar mais de

¹⁷⁴ Um dos princípios do normativo que orienta a construção das leis nos países-membros da União Européia é justamente o de exame dos casos concretos para evitar se eventuais distorções.

30% (trinta por cento) das ações da companhia alvo, tal como aplicado nos mercados europeus.

Independentemente da solução que venha a ser adotada, fato é que a nova realidade do mercado acionário brasileiro e das companhias abertas tem requerido uma releitura dos dispositivos da LSA e, em alguns casos com o ora analisado, uma regulação mais específica. As estruturas de controle minoritário ou gerencial são conseqüências naturais do processo de desenvolvimento dos mercados de capitais e ainda falta à nossa lei mecanismos para regulamentar a OPA *a posteriori* nessas situações.

No que diz respeito a controle acionário, como já reiterado anteriormente, a LSA não contempla as diversas formas de organização do poder de controle previstas nos estatutos sociais das companhias abertas, as quais podem apresentar figuras como o controle gerencial.

Nas companhias sem controle definido, portanto, determinar se uma transferência de ações conferirá aos demais acionistas o direito à realização da OPA *a posteriori* não é uma tarefa fácil, para não dizer impossível. Assumir que a transferência de ações se enquadra no citado art. 254-A da LSA e na Instrução CVM n. 361, significa identificar naquele acionista cujas ações pretende-se alienar, a figura do controlador, inexistente nos cenários de pulverização. E a questão do controle nas companhias de capital pulverizado não é matemática.

Há ainda outro aspecto que deve ser analisado. O eventual estabelecimento do critério objetivo acima mencionado tem por finalidade esclarecer a questão dos eventos

que desencadeiam a obrigatoriedade de realização da OPA *a posteriori* naqueles casos em que não há a clássica alienação de controle representada pela aquisição de ações representativas de mais que 50% (cinquenta por cento) do capital social. Ocorre, entretanto, que a necessidade de se estabelecer tal critério surgiu justamente porque o controle, tal como definido no art. 116 da LSA, não se configura nas sociedades de capital pulverizado. Em sendo assim, há de se indagar da legalidade em se obrigar o acionista ofertante a pagar um prêmio por um controle que não necessariamente lhe será transferido e garantido.

Isto é, no limite, a análise do art. 254-A da LSA deve ser casuística a fim de que se possa verificar se uma eventual operação de transferência de ações de companhia de capital pulverizado implica na transferência de um controle pré-existente ou simplesmente na aquisição originária deste controle, caso em que não haveria, portanto, a obrigatoriedade de realização da OPA *a posteriori*. Há de se considerar, ainda, que a transferência ou aquisição originária do controle também pode ser realizada em um segundo nível societário em decorrência de operações realizadas por uma companhia controladora indireta ou direta da companhia brasileira, a qual tem seu capital disperso em mercado estrangeiro, o que torna ainda mais complexo o processo de determinação da obrigação de realização da OPA com base no art. 254-A da LSA.

Em conclusão, seja por intermédio da LSA reformada, seja adotando regras de auto-regulação ou até mesmo ampliando os poderes da CVM para melhor regulamentar a OPA *a posteriori*, o mercado acionário brasileiro carece de definições mais claras e adequadas ao cenário atual quanto ao momento exato da realização da oferta pública. Essa sem dúvida é mais uma questão que deverá ser enfrentada e solucionada no processo de

amadurecimento do nosso mercado de capitais, contribuindo, assim, para o fortalecimento na nossa estrutura jurídica e, em última análise, da nossa economia.

Nessa conjuntura, a Diretiva 2004/25/CE da União Européia é uma importante referência para a discussão e avaliação da necessidade de uma melhor regulamentação sobre as ofertas públicas de aquisição de controle no Brasil. A sua análise pode indicar a importância de adotarmos normas similares em nosso ordenamento jurídico, considerando que a realização de OPAs pode se tornar mais freqüente em razão do momento no qual o nosso mercado acionário se encontra.

3.5. MECANISMO DE PROTEÇÃO À DISPERSÃO ACIONÁRIA: *POISON PILLS*

O crescimento do mercado de capitais brasileiro apresentou às companhias abertas nacionais uma série de possibilidades, inclusive de estruturação de seus órgãos, políticas e poder de controle. As tradicionais “empresas familiares”, onde o poder de controle é ou foi – na maioria das vezes – detido por membros familiares, vai aos poucos cedendo espaço ao fenômeno da dispersão acionária e às chamadas companhias de capital pulverizado.

A adoção do modelo de pulverização de capital, por sua vez, implica mais e novas mudanças, necessárias à sua acomodação aos mecanismos jurídicos existentes em nosso ordenamento jurídico e às próprias demandas intrínsecas a um mercado acionário mais avançado, destacando-se, entre elas, um alto grau de eficiência e transparência.

Nesse contexto em que os administradores devem alcançar os resultados esperados e levados ao conhecimento da massa dispersa acionária com base no princípio da

transparência, a oferta pública de aquisição de ações voluntária, vulgar e comumente denominada aquisição hostil ou tomada hostil de controle (“*hostile takeovers*”), é um risco real que se apresenta para aquelas companhias cuja administração não está maximizando valor para os seus acionistas.

Trata-se, a tomada hostil de controle, de uma aquisição do controle de uma companhia via compra direta de suas ações em bolsa, sem nenhuma negociação prévia com os acionistas. ROBERTA NIOAC PRADO apresenta a seguinte explicação a respeito dessa forma de aquisição do controle societário de companhia aberta:

Por meio deste mecanismo de aquisição de controle, que cria uma opção distinta daquela em que há necessidade de contratação direta com o(s) efetivo(s) controlador(es), como meio de atingir o seu objetivo, a pessoa física ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, em conjunto ou individualmente, vai a mercado e faz apelo público para adquirir o controle de determinada companhia. (...) No Brasil, conforme já referimos, esta espécie de OPA *a posteriori*, voluntária, é regulada pelo art. 257 e seguintes da LSA de 1976 e pela Instrução CVM 361, e equivale ao *take over bid* previsto na legislação norte-americana¹⁷⁵.

Apesar da sua denominação pouco simpática, a aquisição hostil de controle é considerada pela doutrina estrangeira como a “forma ideal de transferência onerosa e voluntária de controle acionário, tanto para o adquirente quanto para os acionistas minoritários, e, por conseguinte, para o mercado de capitais como um todo”¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Roberta Nioac Prado, *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*, São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 65-7.

¹⁷⁶ Idem, *ibidem*, cit., p. 68.

Por parte do proponente da oferta, é possível fixar – e limitar¹⁷⁷ – o número de ações com direito de voto que pretende adquirir e que devem garantir o poder de controle, assegurando que a compra das ações somente será realizada caso a oferta seja aceita por acionistas que ofereçam à venda a quantidade de ações nela estabelecida. Além disso, há ainda a vantagem de a operação ter um preço determinado, o que permite ao acionista conhecer previamente o seu custo total¹⁷⁸.

Por parte dos acionistas, a grande vantagem da oferta pública de aquisição de controle, com base no art. 257 da LSA, é que todos receberão o mesmo valor por ação, independentemente de as ações a serem alienadas pertencerem a um minoritário ou a um controlador.

Em vista do desenvolvimento do nosso mercado de capitais e do surgimento das companhias abertas de capital pulverizado em nosso país, é interessante mencionar que no dia 16 de julho de 2006, a Sadia S/A fez uma oferta hostil para a aquisição do controle da Perdigão S/A¹⁷⁹, inaugurando entre nós esse mecanismo de aquisição de controle, que até então era denominado por alguns de “abstração jurídica”¹⁸⁰. A oferta foi recusada no dia 20 de julho de 2006 pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“Previ”), fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil S/A que detinha, à época, ações

¹⁷⁷ Na hipótese de limitação do número de ações que pretende adquirir, o ofertante deverá prever na oferta o mecanismo de rateio para a aquisição de ações, caso a quantidade de ações oferecidas à venda pelos acionistas exceda o limite estabelecido na oferta.

¹⁷⁸ Roberta Nioac Prado, *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*, cit., p. 68.

¹⁷⁹ “(...) Com a operação, a Perdigão integrou uma categoria nova de companhias que começou a transitar pelo mercado de ações brasileiro este ano, detentoras do chamado controle difuso. Trata-se de uma espécie de controle meio-a-meio, nem tão definido como quando se tem um bloco de controle com 50% mais 1 das ações com voto, nem tão pulverizado como quando todos os acionistas possuem frações bastante reduzidas do capital. No caso da Perdigão, os maiores acionistas, todos fundos de pensão, detêm atualmente cerca de 45% das ações, o que lhes reserva o “quase- controle”. Mas a nova composição acionária foi suficiente para que sua maior concorrente, a Sadia, aproveitasse a oportunidade do controle difuso para tentar uma oferta hostil em bolsa de valores — que foi rapidamente descartada pelo grupo de “quase-controladores”, que, com a ajuda de outros poucos, reuniram mais de 50% do capital e logo vetaram a proposta” (*Revista Capital Aberto*, ano 4, n. 41, ago. 2006, p. 41-2).

¹⁸⁰ Roberta Nioac Prado, *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*, cit., p. 69.

representando 15,67% (quinze vírgula sessenta e sete por cento) do capital social da Perdigão S/A¹⁸¹. A esse respeito, cabe transcrever notícia veiculada no site da empresa Letras & Lucros:

A chamada “oferta hostil” feita pela Sadia numa tentativa de adquirir o controle da Perdigão na semana passada é um episódio que chama a atenção para um novo desenho que começa se formar do mercado de ações brasileiro: a pulverização do controle. Mais em linha com o que é observado em economias mais desenvolvidas, a pulverização e a existência apenas de ações ordinárias (ON, com voto) permitem que investidores tomem o controle de empresas em mercado. A Sadia veio a mercado fazer uma oferta pública pelas ações da Perdigão, uma transação que no jargão do mercado leva o nome de oferta hostil, sem que isso tenha qualquer sentido negativo. O termo reflete qualquer oferta de compra em bolsa que não tenha passado pela aceitação da empresa a ser adquirida. Segundo a Instrução 361, de 2002, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), essa operação é chamada de oferta pública de aquisição de ações voluntária. Mas, como os acionistas – fundos de pensão que detêm juntos 55,38% do capital da Perdigão – rejeitaram a proposta, inviabilizou-se a intenção da Sadia de adquirir 50% mais uma ação da concorrente por meio da operação. Fosse o capital da Perdigão mais pulverizado, talvez a Sadia teria mais sucesso. Ou, ainda, tivesse a Perdigão problemas de gestão, as ações estariam tão depreciadas que o bloco que resistiu à oferta talvez não estivesse tão convicto¹⁸².

Em razão do seu mecanismo, portanto, a oferta de aquisição hostil de controle pode representar uma ameaça para administrações não eficientes, tendo em vista que os acionistas insatisfeitos com a condução dos negócios sociais e não interessados em manter seus investimentos na companhia a longo prazo podem preferir vender suas ações mediante o recebimento de uma oferta de aquisição de controle, ao invés de permanecerem na companhia.

¹⁸¹ Notícia veiculada pelo jornal Folha de S. Paulo no dia 21 de julho de 2006.

¹⁸² Disponível em <http://www.letraselucros.com.br/noticias/pages.aspx?id=21>. Acessado em 2 mar. 2008.

Justamente para garantir a proteção contra eventual aquisição hostil, foram criadas as chamadas *poison pills*, que constituem instrumento de proteção da base acionária, exteriorizado na forma de cláusulas inseridas no estatuto social das companhias de capital pulverizado com o objetivo de dificultar eventuais tomadas de controle repentinas e, assim, manter a estrutura do capital. Note-se que, em tese, não se trata de instrumento para efetivamente impedir a tomada “hostil” do controle, mas sim para torná-la mais cara, obrigando o comprador a apresentar aos acionistas proposta financeiramente mais interessante, ou a negociar a compra das ações em condições mais vantajosas para os acionistas.

Em 2005, a Lojas Renner S/A figurou na BOVESPA como a primeira companhia brasileira com controle pulverizado, seguida desde então por diversas outras companhias. Uma vez que foi confirmado o número crescente de companhias brasileiras rumo ao controle pulverizado e a resposta positiva do mercado a essas “*corporations*”, houve uma incrementação geral dos mecanismos de proteção à dispersão acionária (*poison pills*), inclusive por aquelas companhias que mantiveram a figura do acionista controlador.

A adoção de *poison pills* tem se revelado, assim, uma prática bastante comum no mercado de capitais brasileiro¹⁸³, especialmente nas companhias listadas no Novo Mercado, que vislumbram nesse instrumento um meio de dificultar operações de aumento de participação acionária ou até mesmo troca de controle. O fundamento principal para a sua utilização é que a garantia de uma dispersão de capital mínima pode provocar efeitos

¹⁸³ Dados de veículos especializados indicam que atualmente no Brasil, cerca de 50 (cinquenta) companhias adotam as *poison pills* em seus estatutos sociais. O dispositivo começou com a estreia da Natura Cosméticos S/A, em 2004, e foi reproduzido quase que em série pelas novatas que a seguiram.

positivos sobre a liquidez das ações da companhia para todos os acionistas, e não somente para os controladores, além de proteger a companhia de ofertas hostis¹⁸⁴.

No Brasil as *poison pills* assumem diversas formas, variando desde mecanismos para evitar a concentração de liquidez por um único acionista – naqueles casos de companhias com acionista controlador definido – até recursos para prevenir uma aquisição hostil, utilizadas por companhias com controle pulverizado ou com intenção de pulverizá-lo.

Em suas diversas manifestações, a *poison pill* pode, por exemplo, consistir em limitação estatutária ao exercício do direito de voto¹⁸⁵ previsto no art. 110, §1º, da LSA. Outra modalidade bastante conhecida de *poison pill* é a que condiciona a aquisição de um determinado percentual de ações de uma companhia à realização de uma OPA derivada de regra estatutária – e não do art. 254-A da LSA – a todos os acionistas, por valor estipulado estatutariamente.

Esse instrumento, embora polêmico, é aceito por muitos. O que vem causando polêmica e despertado posições mais refratárias, contudo, são aquelas cláusulas que protegem as *poison pills*.

¹⁸⁴ Nos Estados Unidos, as *poison pills* foram muito utilizadas como forma de evitar que os administradores ineficientes permanecessem indefinidamente nos seus cargos, em decorrência do exercício do controle gerencial.

¹⁸⁵ A Embraer restringiu o direito de voto a 5% (cinco por cento) do total de ações para um único investidor ou grupo, independente da posição acionária detida. O inciso I do art. 14 do seu estatuto social dispõe: “Art. 14. Cada ação ordinária conferirá direito a um voto nas deliberações da Assembléia Geral, observados os seguintes limites: I. nenhum acionista, ou Grupo de Acionistas, brasileiro ou estrangeiro, poderá exercer votos em número superior a 5% da quantidade de ações em que se dividir o capital social da Companhia (...)”. Disponível no *website* da companhia em http://www.embraer.com.br/ri/portugues/content/governanca_corporativa/estatuto_social_00.asp. Acessado em 4 fev. 2008.

Companhias brasileiras listadas no Novo Mercado como a Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S/A, OdontoPrev S/A, Log-In Logística Intermodal S/A e a General Shopping Brasil S/A adeptas dessa modalidade de *poison pill* estabeleceram estatutariamente a obrigatoriedade de realização da OPA aos acionistas que aprovarem em assembléia a retirada ou a modificação da *poison pill* existente em seus estatutos sociais. O art. 43 e seu parágrafo 10, do estatuto social da General Shopping Brasil S/A, dispõem:

Artigo 43 – Caso qualquer Acionista Adquirente adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, inclusive quanto à necessidade ou não de registro de tal oferta pública, os regulamentos da BOVESPA e os termos deste artigo 43, estando o Acionista Adquirente obrigado a atender as eventuais solicitações ou as exigências da CVM com base na legislação aplicável, relativas à oferta pública de aquisição, dentro dos prazos máximos prescritos na regulamentação aplicável.

(...)

Parágrafo 10 - Qualquer alteração deste Estatuto Social que limite o direito dos acionistas à realização da oferta pública de aquisição prevista neste artigo ou a exclusão deste artigo, incluindo, sem limitação, a redução do percentual de 150% (cento e cinquenta por cento) a que se refere o parágrafo 2º acima, obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembléia Geral a realizar, de forma conjunta e solidária, a oferta pública de aquisição prevista neste artigo¹⁸⁶.

¹⁸⁶ Disponível no *website* da companhia em http://www.b2i.cc/Document/1521/ESTATUTO_SOCIAL.pdf. Acessado em 9 mar. 2008.

Com a instituição deste mecanismo, os acionistas pretenderam transferir a responsabilidade de realização da OPA, que seria de um eventual adquirente de ações – e eventualmente do controle da companhia –, para aqueles demais acionistas que tenham a intenção de alterar as regras estatutárias. Em decorrência desse princípio, cláusulas dessa natureza têm chamado a atenção não somente dos investidores, mas também, e principalmente, dos estudiosos do direito, em vista do seu caráter repressor.

No meu entendimento, a adoção de referida cláusula, de fato, beira a ilegalidade e é passível de questionamento jurídico. Trata-se de verdadeira penalidade imposta ao acionista que exerce o seu direito de voto, na defesa de seu interesse. Ademais, tal cláusula cria uma armadilha para todos os acionistas na medida em que impede a alteração do estatuto social, independentemente das peculiaridades que cada caso pode apresentar.

Como se pôde observar da análise da modalidade de *poison pill* acima discutida, o acionista torna-se um prisioneiro das normas sociais, as quais, em minha opinião, somente poderão ser modificadas pela unanimidade dos acionistas, do contrário, o grupo de acionistas que alcance *quorum* na assembléia-geral para alterar uma disposição dessa natureza sempre correrá o risco de ser demandado por demais acionistas que eventualmente não concordem com a alteração e desejem, assim, ver realizada a oferta pública. De fato, não há solução simples para essa questão.

Naqueles casos, porém, em que não tenha sido instituída *poison pill* que obrigue a realização da OPA pelos acionistas que aprovarem em assembléia a retirada ou a modificação de qualquer outra *poison pill* existente no estatuto social da companhia, uma alternativa para modificá-la ou retirá-la do estatuto social é, exatamente, levar essa discussão

para a assembléia-geral e, assim, criar uma oportunidade para discussão do tema entre os acionistas que, na ocasião, confirmarão ou modificarão seus conceitos a respeito deste mecanismo de defesa. Para tanto, os acionistas que representem ao menos 5% (cinco por cento) do capital social devem convocar uma assembléia com esta finalidade¹⁸⁷.

Na realidade, não somente as *poison pills* que obrigam os acionistas que as modificarem ou as retirarem do estatuto social à realização de OPA, mas a própria adoção das *poison pills* de uma maneira geral tem sido objeto de discussões jurídicas e financeiras, já que a “pílula de veneno” também apresenta os seus “efeitos colaterais” e pode acabar se voltando contra a própria sociedade. Em outras palavras, a adoção de um mecanismo que em um primeiro momento pode parecer vantajoso para a companhia e seus acionistas, pode se transformar em uma significativa barreira ao crescimento da própria sociedade e um instrumento violador dos direitos dos acionistas.

Como mencionado inicialmente, em primeiro lugar destaca-se o fato de que as *poison pills* não necessariamente protegem os acionistas, na medida em que podem prolongar a duração de uma administração ineficiente, a qual somente poderá ser substituída com a chegada de um novo acionista controlador; em segundo lugar, esse mecanismo pode se transformar em um importante obstáculo à venda da companhia, uma vez que encarece sobremaneira o seu preço. Por exemplo, a *poison pill* que prevê o pagamento de um prêmio no valor da ação a ser pago na OPA, de 20% (vinte por cento) a 50% (cinquenta por cento) sobre o seu valor de mercado, encarece significativamente uma eventual aquisição da companhia ou de seu controle e, por essa razão, pode, eventualmente, acabar afastando

¹⁸⁷ Nos Estados Unidos a única maneira de se revogar uma *poison pill* sem recorrer a um processo judicial é por meio do conselho de administração, e somente se a proposta obtiver a maioria absoluta dos votos.

investidores estratégicos interessados na companhia que tenha tal cláusula inserida em seu estatuto social.

Diante dessas questões, defendo a tese que as *poison pills* podem ser anuladas judicial e até extrajudicialmente em alguns casos específicos¹⁸⁸, como, por exemplo, nos casos em que o prêmio da OPA for excessivo ou em que consistir em verdadeira proibição do direito do acionista de modificar o estatuto social da companhia. Nesse contexto, o que se deve fazer é provar que a *poison pill* tem como efeito proteger um grupo de acionistas que deseja se perpetuar no controle da companhia, e não proteger a companhia, o que fica mais nítido nos casos em que o gatilho para a realização da OPA for inferior ao percentual detido pelo grupo com poder de controle. Ou seja, o que se pretende nessas circunstâncias, no limite, é impedir que outro acionista ou grupo de acionistas alcance a mesma posição acionária.

Outro caso que também pode ser passível de anulação referente ao demasiadamente excessivo prêmio da OPA, é a hipótese em que o acionista controlador visivelmente se beneficiará do pagamento do prêmio, razão pela qual deveria ser impedido de votar na assembléia que tem como objeto a modificação ou exclusão dessa *poison pill* em vista do latente conflito de interesses.

Um aspecto que ainda merece ser destacado no tocante às *poison pills* diz respeito à livre circulabilidade das ações. O art. 36 da LSA dispõe:

¹⁸⁸ Ainda não se têm notícias a respeito da validade de uma *poison pill* ter sido questionada judicial ou administrativamente no Brasil.

O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

A livre transferência de ações é característica essencial de uma companhia de capital aberto e uma das principais formas de distingui-la das sociedades limitadas. As *poison pills*, portanto, não podem ser utilizadas de forma a impedir ou restringir a livre circulabilidade das ações das companhias abertas. Essa restrição parcial ou total fere completamente os princípios mais elementares do direito societário, motivo pelo qual não se podem tolerar abusos na “dosagem do veneno”.

Além desse fundamento contrário à adoção da *poison pill*, convém também mencionar que, no tocante à valorização das ações das companhias que a adotam, uma questão que se coloca é que ao se criar a *poison pill*, tira-se um dos principais retornos que se têm com a ação, que é o prêmio de controle. Desta forma, tem-se que a utilização desse mecanismo de proteção à dispersão acionária pode apresentar um impacto negativo na avaliação do valor das ações da companhia.

Há quem entenda, contudo, que as *poison pills* são legais e não violam nenhum direito dos acionistas. Para os que compartilham desse entendimento – como o qual não concordo –, o fato de uma *poison pill* encarecer a compra do controle de determinada companhia, dificultando a realização de uma OPA, não impede os acionistas de venderem suas ações de outras maneiras, razão pela qual sustentam que não há que se falar em restrição à circulabilidade das ações.

Ainda na opinião dos que defendem a adoção das *poison pills*, os potenciais compradores que não estejam dispostos a realizar a OPA nos termos estabelecidos no estatuto social de uma companhia que, por exemplo, estabeleça o pagamento de prêmio no caso de venda do controle, têm a opção de realizar a escalada na Bolsa de Valores ou de tornarem-se titulares de ações representativas de, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital social da companhia, para, assim, proporem a exclusão ou modificação da *poison pill* em assembleia de acionistas, como já mencionado. A respeito da escalada, transcrevo conceito apresentado por ROBERTA NIOAC PRADO:

A escalada em Bolsa de Valores é um mecanismo de aquisição de controle societário que consiste na aquisição progressiva, em Bolsa de Valores (Mercado Secundário) e, eventualmente, em contratações privadas com acionistas minoritários, de participações acionárias votantes de emissão da companhia aberta cujo controle se pretende adquirir, pela pessoa, ou grupo de pessoas, físicas ou jurídicas, até que esta(s) adquira(m) número suficiente de ações com direito a voto para efetivamente exercer o controle desta companhia aberta¹⁸⁹.

Enquanto as questões acerca da legalidade das *poison pills* estão sendo discutidas, penso que uma possível solução seria acomodar a sua utilização, ou, em outras palavras, utilizá-las com mais prudência. Dever-se-ia, assim, criar mecanismos que efetivamente protejam a companhia das tomadas de controle hostis, sem, contudo, impedir ou inviabilizar a transferência de controle, a realização de alguma reestruturação societária benéfica à companhia ou conferir poderes em excesso aos administradores. No meu entendimento, portanto, as *poison pills* podem ser ilegais quando a sua adoção traduzir-se em uma violação do direito dos acionistas.

¹⁸⁹ *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*, cit., p. 70.

Por exemplo, uma proposta de atenuação dos efeitos colaterais da *poison pill* que impõe a realização da OPA caso acionistas modifiquem o seu conteúdo ou as eliminem do estatuto social, seria estabelecer um determinado *quorum* que, se alcançado, neutralizaria os efeitos da cláusula: caso acionistas representando 75% (setenta e cinco por cento) do capital social aprovassem a exclusão do estatuto social ou modificação da *poison pill*, não haveria a obrigatoriedade de realização da OPA.

Felizmente, recentemente algumas operações amenizaram as *poison pills*, como foi o caso, por exemplo, da Bovespa Holding S/A, que, embora tenha inserido a *poison pill* no art. 62 do seu estatuto social¹⁹⁰, não prevê ônus financeiro aos acionistas que votarem a favor da exclusão do mecanismo.

Outro exemplo de atenuação dos efeitos da *poison pill* é o mecanismo já adotado pela Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F S/A (“BM&F”)¹⁹¹, que no art. 71 do seu estatuto social atribuiu ao conselho de administração a função de convocar uma assembléia para revogar a restrição de voto estabelecida no art. 9º, caso seja realizada uma oferta de compra considerada conveniente para a companhia e seus acionistas. Os referidos arts. 9º e 71 e também o art. 15 do estatuto social da BM&F dispõem:

¹⁹⁰ Disponível no *website* da companhia em <http://www.bovespaholding.com.br>.

¹⁹¹ A BM&F prevê a OPA para quem atingir 20% (vinte por cento) de participação no capital social. Os seus arts. 69 e 70 dispõem: “Artigo 69 – Qualquer acionista ou grupo de Acionistas (“Acionista Adquirente”) que pretenda adquirir ou se tornar titular (i) de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% do total de ações de emissão da Companhia ou (ii) de outros direitos, inclusive usufruto e fideicomisso, sobre as ações de emissão da Companhia que representem mais de 15% do seu capital, deverá obter autorização prévia da CVM, na forma estabelecida na regulamentação por esta expedida. (...) Artigo 70 – Obtida a autorização prevista no artigo anterior, o Acionista Adquirente deverá, no prazo máximo de 15 dias a contar da data da autorização expedida pela CVM, realizar ou solicitar o registro, conforme o caso, de uma Oferta Pública de Aquisição (“OPA”) da totalidade das ações de emissão da Companhia pertencentes aos demais acionistas, observando-se o disposto na Lei nº 6.404/1976, na regulamentação expedida pela CVM, pelas bolsas de valores nas quais os valores mobiliários de emissão da Companhia sejam admitidos à negociação, e as regras estabelecidas neste Estatuto”. Disponível no *website* da companhia em http://www.mzweb.com.br/bmf/web/arquivos/BMF_Estatuto_Social_20080228_port.pdf. Acessado em 23 fev. 2008.

Artigo 9º – A cada ação ordinária corresponderá o direito a um voto nas deliberações da Assembléia Geral, observado que nenhum acionista ou Grupo de Acionistas poderá exercer votos em número superior a 7,5% da quantidade de ações em que se dividir o capital social da Companhia, ressalvado o disposto nos artigos 15, § 1º, e 71, inciso IV, deste Estatuto Social.

(...)

Artigo 15 (...) – Parágrafo 1º - A deliberação da Assembléia Geral sobre a alteração ou exclusão das disposições do artigo 70 deste Estatuto, que limite o direito dos acionistas à realização da OPA ali prevista, será tomada pela maioria absoluta de votos presentes, computando-se um único voto por acionista, independentemente da sua participação no capital social.

(...)

Artigo 71 – O Conselho de Administração deverá reunir-se, no prazo máximo de 10 (dez) dias da divulgação ao mercado de qualquer edital de oferta pública destinada à aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, a fim de apreciar os termos e condições da oferta formulada, observado ainda que:

(...)

III – caso o Conselho de Administração entenda, com base na responsabilidade fiduciária de seus membros, que a oferta é oportuna e conveniente e que sua aceitação pela maioria dos acionistas da Companhia é do interesse geral dos acionistas e do segmento econômico em que atua a Companhia, deverá convocar Assembléia Geral Extraordinária, a ser realizada no prazo de 20 (vinte) dias, a fim de deliberar sobre a revogação da limitação ao número de votos prevista no artigo 9º deste Estatuto, sendo que tal revogação ficará condicionada a que, com a realização da oferta, o Acionista Adquirente se torne titular de, no mínimo, 2/3 (dois terços) do total de ações emitidas pela Companhia, excluídas as ações em tesouraria;

IV – a limitação ao número de votos prevista no artigo 9º deste Estatuto não prevalecerá na Assembléia Geral Extraordinária prevista no inciso III acima, exclusivamente quando a mesma seja convocada por iniciativa do Conselho de Administração (...) ¹⁹².

¹⁹² Disponível no *website* da companhia em http://www.mzweb.com.br/bmf/web/arquivos/BMF_Estatuto_Social_20080228_port.pdf. Acessado em 23 fev. 2008.

Uma nova alternativa adotada recentemente pelas companhias para amenizar as “pílulas de veneno” é a exclusão de prêmio sobre o preço designado para a realização da OPA. Por exemplo, a São Martinho S/A, que adota um limite baixo para a obrigatoriedade de realização da OPA, 10% (dez por cento), estabelece como critério de preço o valor determinado por laudo de avaliação contratado pelo adquirente especialmente para essa situação, sem prêmio adicional. O art. 40 do seu estatuto social estabelece:

Artigo 40 – Qualquer comprador, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Sociedade, em quantidade igual ou superior a 10% (dez por cento) do total de ações de emissão da Sociedade, excluídas para os fins deste cômputo as ações em tesouraria, deverá, no prazo de 30 (trinta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações nessa quantidade, realizar ou solicitar o registro de uma oferta pública para a aquisição da totalidade das ações de emissão da Sociedade, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da BOVESPA e os termos deste Capítulo.

Parágrafo Primeiro – O preço a ser ofertado pelas ações de emissão da Sociedade objeto da Oferta pública (“Preço da OPA”) deverá ser o preço justo, entendido como sendo ao menos igual ao valor de avaliação da Sociedade, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários ou com base em outro critério aceito pela CVM, assegurada a revisão do valor da oferta na forma deste Artigo¹⁹³.

A Positivo Informática S/A, por sua vez, que também estabeleceu em 10% (dez por cento) o gatilho para a realização da OPA, determina apenas que o valor da oferta de aquisição seja a maior cotação unitária que a ação tiver alcançado nos dois anos anteriores. O parágrafo segundo do art. 32 do seu estatuto social dispõe:

¹⁹³ Disponível no *website* da companhia <http://www.saomartinho.ind.br/>. Acessado em 18 fev. 2008.

Artigo 32. (...)

(...)

Parágrafo Segundo. O preço a ser ofertado pelas ações de emissão da Companhia objeto da OPA (“Preço da OPA”) não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado através de laudos de avaliação, observado o disposto nos Parágrafos Terceiro e Quarto deste Artigo; (ii) o valor patrimonial constante do último balanço auditado da Companhia; e (iii) a maior cotação unitária das ações de emissão da Companhia durante o período de 24 (vinte e quatro) meses anterior à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia¹⁹⁴.

Por conta da sua recente utilização no mercado brasileiro, as *poison pills*, bastante conhecidas nos Estados Unidos¹⁹⁵, merecem ser alvo de estudos, especialmente porque as companhias brasileiras que adotaram este mecanismo em seus estatutos sociais ainda não tiveram a oportunidade de conhecer os seus efeitos colaterais.

Essa oportunidade ainda não surgiu principalmente porque, de uma maneira geral, o atual perfil das companhias partidárias da utilização das *poison pills* é consolidador e as barreiras impostas à transferência ou aquisição de controle ainda não tiveram como demonstrar efeitos adversos. Ou seja, tais efeitos virão à tona justamente na eventualidade de tais companhias se tornarem, futuramente, alvo de aquisições.

¹⁹⁴ Disponível no *website* da companhia <http://www.positivoinformatica.com.br/ri/> em http://www.mzweb.com.br/positivo/web/arquivos/Positivo_Estatuto2007_port.pdf. Acessado em 18 fev. 2008.

¹⁹⁵ Embora permitida nos Estados Unidos, as *poison pills* são consideradas prejudiciais às boas práticas de governança corporativa, motivo pelo qual vêm sendo cada vez menos utilizadas.

Enquanto a CVM não se manifesta a respeito da regulamentação da utilização dessa modalidade de cláusula, se é que se manifestará sobre este tema¹⁹⁶, ganha força no País propostas de auto-regulação. Nesse contexto, uma idéia seria a criação de um comitê inspirado no *Takeover Panel* britânico¹⁹⁷, responsável pelo monitoramento de ofertas voluntárias de aquisição de controle, quando essas ofertas encontrarem forte resistência por parte dos administradores das companhias.

De fato, por sua flexibilidade de adaptação e agilidade para implementar mudanças, a auto-regulação é a melhor ferramenta que o mercado tem para preencher as lacunas da LSA e aprimorar os recursos atualmente existentes sempre que necessário, sem prejuízo de, eventualmente, se proceder à reforma da lei.

Acredito, de todo modo, que o aumento no patamar atualmente exigido pelas companhias brasileiras de capital pulverizado para se realizar a OPA ou a possibilidade de se delegar à assembléia-geral de acionistas a prerrogativa de dispensar o adquirente que ultrapassar o limite previsto para a realização da OPA, entre outras medidas acima citadas, representam formas de atenuação dos efeitos nocivos que a utilização indiscriminada das *poison pills* pode gerar.

Concluo afirmando, portanto, que as *poison pills* devem ser utilizadas com cautela sob pena de violarem direitos dos acionistas, o que culminaria na sua nulidade, e a fim de que, inclusive, possa se determinar a sua efetiva eficácia e conveniência. O uso

¹⁹⁶ A Presidente da CVM, Sra. Maria Helena Santana, já declarou em entrevistas concedidas a mídia especializada que não é intenção da CVM se manifestar a respeito das *poison pills* em vista do entendimento que os benefícios da sua adoção deverão ser auferidos pelo mercado e pelos próprios investidores.

¹⁹⁷ Até maio de 2006, o *Takeover Panel* funcionava como um órgão de auto-regulação, mas a reforma na legislação que regula as companhias abertas — realizada para harmonizar seus princípios com os da diretiva da Comunidade Européia, lhe concedeu poderes de lei, que passaram a vigorar efetivamente em janeiro de 2007.

indiscriminado de um mecanismo como esse pode ser um elemento desencadeador de conflitos sociais, os quais além de não serem benéficos para a companhia e seus acionistas, podem ser evitados se nos orientarmos pela experiência que os mercados mais avançados já acumularam.

3.5.1. As *poison pills* em outros mercados

Como mencionado, as *poison pills* se tornaram popular nos Estados Unidos nos anos 80, como reação à onda de tomadas hostis de controle verificada neste período, quando a administração do ex-presidente Ronald Reagan adotou uma postura de liberalismo com relação aos cartéis, autorizando a realização de operações que até então não seriam aprovadas.

Também nesse mesmo período foi o auge das operações chamadas de “*leveraged buyout*”, nas quais todas as ações de uma companhia eram adquiridas por seus diretores ou um grupo de investidores que pagavam bons preços por elas, mas muitas vezes fechavam o capital da companhia e a vendiam em pedaços.

Foi nesse contexto que as companhias mais visadas trataram de se proteger e criar mecanismos que forçassem investidores a negociar a compra da companhia com os seus conselheiros, ou que, ao menos, garantissem à companhia tempo para buscar um novo comprador. Surgiam, assim, as *poison pills*, que sempre eram utilizadas no mercado americano com nomes exóticos, conforme se verifica em algumas modalidades abaixo ilustradas:

(i) “*Macaroni defense*”: obriga o tomador de controle a resgatar uma grande quantidade de bônus emitidos pela companhia a preços elevados, que em alguns casos podem se expandir como “massa instantânea em macarrão fervendo”.

(ii) “*Pac-man*”: a companhia-alvo vira o jogo e tenta adquirir aquela que fez a oferta de sua aquisição hostil.

(iii) “*Lobster trap*”: constitui cláusula inserida no estatuto social, mediante a qual se proíbe qualquer investidor que detenha mais do que 10% (dez por cento) em títulos conversíveis (como debêntures e ações preferenciais) de transformar tais títulos em ações com direito a voto.

(iv) Pílula de “*jonestown*”: pílula muito venenosa. Para desestimular a aquisição, a companhia-alvo tenta se autodestruir, vendendo alguns de seus ativos mais importantes e contraindo enormes dívidas. Jonestown alude ao suicídio em massa cometido na cidade de Guiana pelos seguidores do fanático Jim Jones.

(v) Mão morta: cláusula que dificulta a exclusão da *poison pill* do estatuto social da companhia, mesmo quando os acionistas da companhia-alvo aprovam a aquisição. Autoriza somente os conselheiros que originalmente instituíram o dispositivo de defesa a retirá-lo.

(vi) “*Chewable pill*”: variedade que não se aplica a determinadas ofertas de aquisição ou permite aos acionistas votar sobre essas ofertas, de modo que os sócios podem “mastigar” e “cuspir” a pílula sem a interferência do conselho de administração.

(vii) “*Flip-in*”: os acionistas da companhia-alvo, exceto o tomador de controle, podem comprar mais ações da empresa a um preço com desconto.

(viii) “*Flip-over*”: permite que os acionistas da companhia-alvo comprem ações da companhia adquirente a um preço mais baixo do que o praticado no mercado.

Nos Estados Unidos a forma mais comum de *poison pill* são os chamados planos de direitos de acionistas (“*shareholder rights plan*”). Por meio deste mecanismo os acionistas têm o direito de adquirir, junto à tesouraria da companhia, novas ações, a um preço abaixo da cotação em mercado, sempre que uma oferta hostil de tomada de controle for apresentada. Neste caso, o ofertante é obrigado a adquirir as novas ações que passam a existir após o acionamento da *poison pill*, o que acaba por encarecer a aquisição da companhia-alvo.

Outra modalidade de *poison pill* também bastante adotada pelas companhias norte-americanas é o “*supermajority vote*” ou “*quorum super qualificado*”, que exige a aprovação de 2/3 (dois terços) dos acionistas para a realização de operações de fusões e aquisições, e dos planos de benefícios excepcionais para a alta administração da companhia em casos de troca de controle (os “*golden parachutes*”).

Muito embora atualmente a governança corporativa norte-americana seja contrária à adoção das *poison pills*, as companhias abertas norte-americanas adotaram, no fim da década de 90, um número recorde de adoção do mecanismo em seus estatutos sociais. Isso demonstra que àquela época, não obstante os defensores da boa governança entenderem que a adoção e a manutenção dessas cláusulas tornava mais cara uma oferta hostil de aquisição de controle, protegendo, por conseqüência, administrações pouco eficientes por livrá-las da ameaça de uma troca no controle, os acionistas preferiram correr o risco da administração ineficiente ao invés do risco da tomada hostil de controle.

Considerando-se que nos Estados Unidos o prazo padrão adotado para a validade das *poison pills* é de 10 anos, a *SharkRepellent.net*, empresa norte-americana de

pesquisa especializada em defesas *anti-takeover*, realizou ano passado um levantamento junto às *corporations* norte-americanas para verificar quantas companhias previam avaliar a necessidade de renovação de suas *poison pills*. Foi verificado que 183 (cento e oitenta e três) companhias previam fazer a avaliação em 2007 e outras 276 (duzentas e setenta e seis) devem fazê-lo neste ano de 2008.

Se comparado o resultado desse levantamento com o resultado do levantamento realizado em 2002 e 2003, quando os números eram, respectivamente, de 28 e 39 empresas que pretendiam avaliar a necessidade de renovação de suas *poison pills*, a conclusão é que, ao longo dos últimos anos, as empresas norte-americanas vêm optando por abandonar os dispositivos¹⁹⁸, segundo confirma texto extraído do *website* da referida *SharkRepellent.net*:

Poison pills continued to be increasingly unpopular. At year end, 1,400 U.S. companies had a poison pill in place, a net decline of 221 companies from last year. Most of the remaining 1,400 companies (80%) are either small or microcap companies as larger cap companies have been the most aggressive in shedding poison pills in recent years. The percentage of S&P 500 companies with a poison pill in place fell below 30% during the year. Just five years ago, 60% had a poison pill in place. New poison pill adoptions have also fallen off significantly. The 42 first time pill adoptions in 2007 was the lowest total since the early 1980s. Based on adoption and renewal rate trends and companies being acquired it's possible the number of U.S. companies with a poison pill will fall below 1,000 companies by early 2009. Not an insignificant milestone considering at year end 2002, 2,200 companies had a poison pill¹⁹⁹.

¹⁹⁸ A Pfizer Inc., companhia reconhecida nos Estados Unidos como líder na adoção pioneira de diversas práticas de governança, eliminou de seu estatuto social as *poison pills*.

¹⁹⁹ Texto disponível em <http://www.SharkRepellent.net>. Acessado em 18 fev. 2008.

Importante mencionar que, atualmente, apenas o Estado da Pensilvânia permite a utilização das *poison pills*. Em todos os outros Estados, é proibido incluir esse mecanismo nos estatutos sociais das companhias, sendo tolerados apenas os casos de empresas que tinham a cláusula previamente à proibição.

Na Europa, onde as estruturas de controle concentrado são mais comuns, não houve ainda a proibição das *poison pills*, mas há o entendimento de que elas devem ser condicionadas à aprovação em assembléia-geral, sempre que um acionista atingir o percentual estabelecido como limite.

Apenas a título ilustrativo a respeito da validade da *poison pill* em outros mercados, a revista *Financial Times* publicou no dia 8 de agosto de 2007 uma nota a respeito do posicionamento da justiça japonesa sobre o assunto²⁰⁰. Diante de uma tentativa de aquisição hostil da *Bull-Dog Sauce* – uma empresa japonesa –, pelo fundo hedge norte-americano “*Steel Partners*” a Suprema Corte decidiu pela validade da *poison pill* utilizada pela empresa após a realização de uma proposta hostil de aquisição de controle no valor de US\$ 264.000.000,00 (duzentos e sessenta e quatro milhões de dólares norte-americanos).

Apesar da orientação da justiça japonesa, o Ministério da Economia do Japão se posicionou contrariamente à adoção das *poison pills*, alertando as companhias que a

²⁰⁰ “*Steel Partners, the US hedge fund run by Warren Lichtenstein, on Tuesday lost its final court appeal against a “poison pill” defence by Bull-Dog Sauce, the Japanese condiments maker it has been trying to take over since May. (...) The Supreme Court decision effectively ends Steel Partners’ ¥32bn (\$270m) hostile bid for Bull-Dog, maker of a popular brand of Worcester-style sauce. (...) In its ruling last month approving Bull-Dog’s defence plan, the Tokyo high court labelled Steel Partners an “abusive acquirer” whose only concern was short-term gain (...)*”. Revista *Financial Times*, edição de 8 de agosto de 2007, nota “*Steel Partners loses final court appeal*”. Disponível em <http://search.ft.com/ftArticle?queryText=Steel+Partners+&y=5&aje=true&x=17&id=070808000875&ct=0>. Acessado em 10 fev. 2008.

adoção de medidas defensivas contra aquisições não solicitadas podem afetar negativamente a produtividade nacional²⁰¹.

3.6. ACORDO DE ACIONISTAS

Como já analisado no item 1.3.4 *infra*, o acordo de acionistas é um instrumento para a formação ou manutenção do controle em uma sociedade. Em um ambiente de pulverização do capital, o acordo de acionistas tem seus efeitos potencializados, na medida em que qualquer grupo de acionistas que se una possui chances de assumir o controle minoritário da companhia, em decorrência da sua dispersão acionária.

Diante de tal fato, o acordo de acionistas representa um fator de risco para a dispersão acionária, especialmente se considerarmos que pode haver acordos de acionistas verbais ou acordos escritos não arquivados na sede da companhia e em relação aos quais a companhia não tem qualquer controle quanto à sua existência. Nesses casos, vale lembrar, a oponibilidade contra terceiros fica prejudicada e a companhia não se obriga a não computar os votos proferidos em assembléia contrariamente ao acordo.

Em todo caso, contudo, para fins de formação do bloco de controle, o acordo de acionistas verbal ou não arquivado na sede da companhia gera efeitos entre as partes contratantes e é suficiente para alterar um cenário de pulverização.

²⁰¹ De acordo com dados disponibilizados pela mídia especializada, no ano de 2005, 15 (quinze) companhias japonesas incluíram *poison pills* em seus estatutos sociais, e no ano de 2006 foram 140 (cento e quarenta) companhias utilizando esse mecanismo, em grande parte estimuladas pelo grande movimento de ofertas hostis de aquisição ocorridas na Europa (*Revista Capital Aberto*, ano 4, n. 41, jan. 2007, p. 60).

Assim, a análise do acordo de acionistas sob a perspectiva de um cenário de pulverização do capital e do controle é relevante na medida em que se conclui que por mais medidas de proteção à dispersão acionária que possam ser tomadas, pode haver eventos que não são passíveis de regulação e o acordo de acionistas verbal ou não arquivado na sede da companhia é um desses.

A premissa de que a companhia não terá comando sobre esse instrumento contrário à dispersão acionária, a meu ver apenas confirma que o estabelecimento de *poison pills*, em muitos casos demasiadamente venenosas como as demonstradas no item 3.5 *supra*, pode ser mais maléfico à companhia do que benéfico.

Afirmo isso porque entendo que as *poison pills* impõem um ônus à companhia e aos seus acionistas sem lhes garantir uma efetiva proteção da dispersão acionária. Com a sua instituição, criam-se mecanismos onerosos e demasiadamente limitadores dos movimentos dos acionistas e, no limite, da própria companhia, enquanto, paralelamente, podem ser instituídos grupos de controle através de acordo de acionistas, em relação aos quais as *poison pills* não terão alcance caso o acordo seja estabelecido verbalmente ou não seja arquivado na sede da companhia.

Logo, considerando que o acordo de acionistas leva à formação de bloco de controle, algumas companhias de capital pulverizado podem pretender tomar providências, ou melhor, criar *poison pills*, com o intuito de regular esses casos e, assim, criar mais um meio de proteção à dispersão acionária.

Possivelmente foi com base nesse entendimento que a IdeiasNet S/A estabeleceu em seu estatuto social uma *poison pill* vinculada inclusive à existência de acordo de acionistas:

Artigo 29 – A alienação, direta ou indireta, do Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente do Controle se obrigue a efetivar OPA para adquirir as ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário ao do acionista alienante do Controle.

Parágrafo Primeiro: Adicionalmente, também será sempre considerada alienação do Controle da Companhia o negócio jurídico, ou a série ou conjunto de negócios jurídicos, pelo qual um acionista, grupo de acionistas reunidos por acordo ou terceiro adquira de acionista(s) da Companhia ações de emissão da Companhia que representem, pelo menos, 40% (quarenta por cento) do capital social²⁰².

Como se pode concluir, o objetivo do art. 29 acima transcrito foi evitar a concentração de uma grande parcela das ações nas mãos de um único acionista ou de um grupo de acionistas. A *poison pill*, neste caso, é acionada não somente quando algum acionista adquire participação relevante na companhia por meio da compra de suas ações, mas também quando dois ou mais acionistas que, juntos, detenham 40% (quarenta por cento) do capital social, celebram acordo de voto.

No entanto, o ponto sensível da questão é a constatação que a companhia somente terá conhecimento dos acordos de acionistas que sejam arquivados em sua sede, do contrário, não há elementos comprobatórios que possam evidenciar a existência da avença e,

²⁰² Disponível no *website* da companhia em <http://www.ideiasnet.com.br/atas.htm>. Acessado em 10 mar. 2008.

desse modo, desencadear a *poison pill*, daí por que me manifesto contrariamente à adoção indiscriminada desse recurso.

Entendo, portanto, que o acordo de acionistas torna aparente uma lacuna não preenchida pela adoção das *poison pills* e, nesse sentido, pode ser considerado um bom argumento contrário a esse mecanismo utilizado em larga escala em nosso mercado.

Analisando por fim a questão do acordo de acionistas sob a perspectiva da governança corporativa, entendo que especialmente em relação às companhias listadas no Novo Mercado, o acordo de acionistas contraria o princípio “uma ação – um voto” e, por essa razão, pode ser compreendido como um instrumento contrário às práticas de boa governança.

3.7. ESTRUTURAS PIRAMIDAIAS NO NOVO MERCADO

O princípio norteador do Novo Mercado é o de equivalência entre a quantidade de ações representativas do capital social e o poder político a elas inerente, baseado na regra de emissão somente de ações ordinárias. Ou seja, a rigor, todo acionista tem poder de decisão sobre os rumos da companhia equivalente ao seu investimento no negócio.

Não obstante tal regra, vem sendo utilizada no Novo Mercado uma forma sutil de alavancagem de controle, que são as denominadas “estruturas piramidais de propriedade”, constituídas a partir da sobreposição de companhias, uma com poder de controle sobre a outra. Desse modo, o controlador diminui a sua exposição econômica na sociedade no fim da cadeia, mas garante a decisão final sobre ela.

A estrutura piramidal de controle, portanto, nada mais é do que um mecanismo de aumento de controle (“*control enhancing mechanism*”), que tem como objeto a redução da proporção entre propriedade de capital e poder de decisão. A adoção de mecanismos de aumento de controle na Europa é legal e comum, e embora seja recomendada pela Comissão Européia, não é bem aceita no mercado.

As pirâmides de controle, é válido lembrar, não são exclusividade do Novo Mercado. Grandes conglomerados não listados no Novo Mercado também apresentam a estrutura piramidal como característica da organização do controle acionário. A diferença é que a máxima “uma ação, um voto” das melhores práticas da BOVESPA aplicável às companhias listadas no Novo Mercado busca justamente o equilíbrio entre participação nos resultados e poder de orientar os rumos da companhia, o que, em última análise, não é alcançado com a pirâmide de controle.

Com a vedação à emissão de ações preferenciais pelas companhias listadas no Novo Mercado, buscava-se, através da auto-regulação, criar uma solução para o velho dilema da vinculação da propriedade do capital e do exercício do poder de controle. A adoção da estrutura piramidal como mecanismo de aumento de controle acaba por tornar ineficaz o que seria uma das diferenciações entre as empresas listadas no Novo Mercado e as demais listadas na BOVESPA. Nota-se, assim, que também no Novo Mercado há a chance de se verificar abuso de direito e desvios de conduta que possam permitir ao acionista controlador se beneficiar em detrimento da companhia e dos demais acionistas, uma vez que não foi possível afastá-lo integralmente das companhias listadas nesse segmento de mercado, não obstante a adoção do princípio “uma ação – um voto”.

Dessa forma, a participação direta na companhia – e não piramidal – é sempre a melhor garantia contra abusos, uma vez que o acionista sempre tenderá a se sentir mais responsável em relação à companhia em que detém diretamente participação no capital social. Além da participação direta, uma ferramenta que também garante maior segurança é a transparência. Uma companhia em que haja transparência nas suas informações confere aos investidores maior segurança em relação aos seus investimentos.

Apesar dos efeitos que acarreta em termos de organização do poder de controle na companhia, não há norma que proíba essa formação societária, motivo pelo qual não há ilegalidade em sua prática. Entendo que o que pode haver, contudo, é a regulação da matéria com a finalidade de se estabelecer, por exemplo, que quando se verificar a configuração do controle mediante a utilização de estruturas piramidais, será possível identificar o acionista controlador, ainda que indireto, e assim a ele atribuir a responsabilidade por seus atos de gestão, na forma do art. 117 da LSA. Ademais, penso que nessa hipótese será possível também estabelecer que a transferência do controle realizada por esse acionista poderá desencadear a obrigação de realização de uma OPA *a posteriori*.

Entendo, por fim, que o mercado deverá se familiarizar cada vez mais com as nuances que a questão do controle nas companhias de capital aberto suscita e, assim, irá precificar os mecanismos utilizados para o aumento ou organização deste controle.

3.7.1. Análise de caso: Cosan S/A

Anteriormente à polêmica e comentada reestruturação societária divulgada no ano de 2007, a Cosan S/A era controlada diretamente por Aguassanta Participações S/A e

Usina Costa Pinto S/A, ambas detendo conjuntamente 51% (cinquenta e um por cento), aproximadamente, das ações ordinárias da Cosan e controladas, indiretamente, pelo usineiro Rubens Ometto, portanto, acionista indireto da Cosan. Essa estrutura de controle indireto, por sua vez, percorria um complexo organograma societário repleto de *holdings* familiares e demais sócios.

Quando anunciou, no dia 25 de junho de 2007, o seu plano de reorganização societária, a Cosan S/A propôs a seus acionistas minoritários, como implementação da expansão internacional do Grupo Cosan, que deixassem a empresa listada no Novo Mercado da BOVESPA para tornarem-se acionistas da *holding* Cosan Limited, sediada nas Bermudas e também controlada indiretamente por Rubens Ometto.

Em vista dos direitos que seriam conferidos aos acionistas da Cosan S/A que migrassem para a Cosan Limited, a referida reestruturação, embasada na legislação bermudense, violou o princípio fundamental do Novo Mercado de “uma ação – um voto” –, alterando o equilíbrio de poder entre os acionistas, e, assim, surpreendeu o mercado, que reagiu fortemente²⁰³. Não obstante, a alavancagem de controle em si não deveria ter assustado os investidores. O controle de Rubens Ometto sobre a companhia listada no Novo Mercado já era alavancado antes mesmo do anúncio da criação da Cosan Limited.

A breve análise do caso Cosan leva à conclusão de que, em algumas situações, as operações de abertura de capital têm como finalidade primordial, para não dizer única, a mera captação de recursos junto ao mercado financeiro, mantendo-se por trás de uma

²⁰³ A ação ordinária da Cosan S/A foi lançada a um preço inicial de R\$ 15,80 (quinze reais e oitenta centavos), tendo atingido R\$ 62,39 (sessenta e dois reais e trinta e nove centavos). Quando foi anunciada a reestruturação societária, o valor da ação teve uma queda substancial e hoje, 1 fevereiro de 2008, vale R\$ 27,50 (vinte e sete reais e cinquenta centavos).

intrincada cadeia societária, a mesma estrutura de controle concentrado que predominou em absoluto no mercado brasileiro até poucos anos atrás.

Isso significa afirmar que, apesar da indiscutível inovação e preocupação com a proteção dos acionistas minoritários, as regras do Novo Mercado ainda não alcançam, por exemplo, as estruturas piramidais, revelando que, no limite, em casos como o da Cosan, a transformação do nosso mercado acionário não ampara por completo os acionistas da maneira que uma análise superficial da questão pode indicar.

3.8. ASSEMBLÉIA-GERAL COMO INSTRUMENTO DE CONTROLE

O art. 121 da LSA dispõe:

A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Entre as diversas atribuições da assembléia-geral estabelecidas no art. 122 da LSA, incluem-se (i) reformar o estatuto social, (ii) eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, (iii) tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas; (iv) suspender o exercício dos direitos do acionista; e (v) deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas.

Desse modo, em vista da natureza das matérias que são objeto de deliberação da assembleia-geral, independentemente da quantidade ou classe de ações de titularidade do acionista, a sua participação nas assembleias da companhia é fundamental, pois este é o foro competente para a discussão e determinação de diretrizes essenciais aos negócios da companhia, cujos efeitos têm reflexo direto na rentabilidade do investimento realizado na aquisição de uma participação societária.

Em uma companhia com controle pulverizado, a expectativa é que o acionista, na condição de investidor no capital da sociedade, atue ativamente em relação às deliberações sociais, pois a valorização do seu investimento está diretamente vinculada à orientação a ser dada aos negócios sociais.

Analisando, então, um cenário de capital pulverizado onde não há a figura do acionista controlador, sustento que aquele acionista que na assembleia-geral impõe a sua vontade à dos demais na medida em que garante a maioria dos votos nas deliberações dos acionistas, acaba por, indiretamente, interferir nos demais órgãos sociais, exercendo, assim, o seu controle sobre toda a esfera decisória da companhia.

Importante esclarecer que nesse caso, entendo que o poder de controle é detido por aqueles acionistas que mesmo não detendo a maioria absoluta do capital e/ou que ainda não estejam vinculados por acordo de acionistas, tenham assegurada a maioria dos votos nas três últimas assembleias-gerais.

Essa última presunção, todavia, é relativa e pode ser refutada, por exemplo, com base nas matérias aprovadas nessas assembleias. Se estas forem questões do curso

ordinário dos negócios, que não envolvem decisões estratégicas ou de maior relevância, pode-se eventualmente afastar a tese de controle de fato. Por outro lado, em se tratando as questões aprovadas pela assembléia-geral de matérias relevantes para a orientação dos negócios da companhia, configurado estará o controle de fato.

Seguramente que o controle de fato exercido por acionistas não detentores da maioria absoluta do capital e/ou não vinculados por acordo é instável, não existindo neste caso a constância – ou, nas palavras da LSA, a permanência – do comando. Todavia, em se verificando o caráter de permanência²⁰⁴ estabelecido pela LSA, configurado estará o controle de fato.

Assim sendo, conclui que a consequência prática dessa constatação é a submissão dos acionistas controladores ao cumprimento das obrigações estabelecidas nos arts. 117 e 120 da LSA.

3.9. PARTICIPAÇÃO DO ACIONISTA NAS ASSEMBLÉIAS-GERAIS

A participação dos acionistas minoritários nas assembléias-gerais das companhias que têm um controlador é, na maioria das vezes, dispensável. As decisões são tomadas independentemente da vontade do acionista minoritário, para o qual as assembléias não passam, portanto, de eventos burocráticos realizados para o cumprimento de uma obrigação e formalidade legal e para a concretização da vontade do acionista controlador ou do grupo de controle.

²⁰⁴ Cf. item 1.1 *supra*.

Não obstante tal fato, nas companhias com capital pulverizado, bem como naquelas listadas no Novo Mercado – em que todos os acionistas têm direito ao voto – a questão da participação do acionista minoritário adquire relevância, uma vez que, a rigor, não existe a figura do acionista controlador.

Diante dessa realidade, a assembléia de acionistas assume novos contornos, pois espera-se que os acionistas pretendam dela participar e exercer os seus direitos de voto, receber informações relevantes, enfim, fazer valer as suas prerrogativas, seja pessoalmente, seja por meio de um procurador autorizado a exercer direitos legais em seu nome. A propósito e como mencionado, de acordo com o disposto no § 1º do art. 126²⁰⁵ da LSA, o acionista pode ser representado na assembléia por um procurador, desde que este seja advogado, outro acionista ou instituição financeira²⁰⁶.

Além disso e principalmente, há também uma importante questão de fundo legal e formal: o *quorum*, exigido por lei, de acionistas que representem 1/4 (um quarto) do capital social para a instalação de uma assembléia ordinária e 2/3 (dois terços) do capital social para a instalação de uma assembléia extraordinária, e o *quorum* necessário para aprovar determinadas matérias específicas previstas no art. 136 da LSA e, eventualmente, no próprio estatuto social das companhias.

²⁰⁵ LSA, art. 126: “As pessoas presentes à assembléia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas:

(...)

§ 1º O acionista pode ser representado na assembléia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos”.

²⁰⁶ No relatório da Comissão Européia publicado em fevereiro de 2006, foi recomendado que os membros da União Européia retirassem quaisquer barreiras que restringissem quem poderia ser representante dos acionistas nas deliberações sociais, os direitos de *proxy* e a forma de nomear os procuradores. De um modo geral, a recomendação era no sentido de que qualquer pessoa pode ser um representante, podendo receber os mesmos direitos de um acionista pleno e que os membros da União Européia podem utilizar meios eletrônicos para transferir tais direitos.

O § 2º do art. 124 e os arts. 125 e 136 da LSA estabelecem o seguinte a respeito da realização das assembléias:

Art. 124. (...)

(...)

§ 2º Salvo motivo de força maior, a assembléia-geral realizar-se-á no edifício onde a companhia tiver a sede; quando houver de efetuar-se em outro, os anúncios indicarão, com clareza, o lugar da reunião, que em nenhum caso poderá realizar-se fora da localidade da sede.

(...)

Art. 125. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembléia-geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número.

(...)

Art. 135. A assembléia-geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto somente se instalará em primeira convocação com a presença de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital com direito a voto, mas poderá instalar-se em segunda com qualquer número.

Em vista do teor dos dispositivos acima transcritos, tem-se que a obrigatoriedade de realização das assembléias na sede da companhia somada à dispersão acionária e aos quóruns acima mencionados, pode fazer com que os acionistas pouco participem das deliberações sociais ou, simplesmente, que não participem delas, o que pode inviabilizar a aprovação de matérias necessárias à condução dos negócios sociais e, assim, prejudicar a companhia.

Nesse contexto, a participação dos acionistas nas assembléias-gerais das companhias de capital pulverizado e nas companhias listadas no Novo Mercado pode se transformar em um problema.

Por essa razão, a Associação Brasileira das Companhias Abertas²⁰⁷ (“ABRASCA”) elaborou um projeto de plataforma eletrônica para o envio de procurações de voto pelos acionistas para a nomeação de procurador para fins de participação em assembleia²⁰⁸. Mediante esse sistema, os acionistas poderiam enviar seus votos pela rede mundial de computadores, os quais seriam executados por procuradores indicados pela própria companhia ou por outros acionistas.

A iniciativa da ABRASCA trata da adoção de um sistema que cadastre os acionistas mediante a identificação de suas assinaturas digitais e viabilize a outorga de procurações *on-line*, sem a necessidade de cumprimento das formalidades atualmente exigidas para a outorga de procurações, que envolvem a assinatura de documentos e reconhecimento de firmas e, ainda, nos casos das procurações outorgadas por acionistas estrangeiros, a tradução juramentada da procuração e seu registro no Cartório de Títulos e Documentos.

A proposta de plataforma eletrônica para o envio de procurações é inspirada na experiência norte-americana e prevê que os bancos e as corretoras confirmem um certificado digital às companhias, para o reconhecimento das pessoas físicas e jurídicas autorizadas a realizar negociações na *web*. Obtido o certificado digital, o acionista receberia uma senha de acesso e um *login* e a companhia enviaria para ele dois modelos de procuração com as opções “sim” e “não”, referentes às deliberações que seriam tomadas na assembleia-geral. Ao escolher por uma ou outra resposta, o acionista automaticamente nomearia um procurador e a sua escolha ficaria registrada no sistema da companhia, ao qual a CVM teria acesso.

²⁰⁷ Informações sobre a associação disponíveis no *website* <http://www.abrasca.org.br/>.

²⁰⁸ *Revista Capital Aberto*, ano 5, n. 53, jan. 2008, p. 18-22.

Em minha opinião, embora o processo de nomeação eletrônica de procurador não resolva integralmente a questão da participação efetiva do acionista na assembleia, a qual entendo que tem um fundo cultural bastante significativo, pode atenuar o absenteísmo dos acionistas, na medida em que permite uma maior interação entre o acionista e a companhia e reduz a burocracia do procedimento para outorga de procuração. Além disso, pode também ser uma solução rápida caso o tema seja tratado como auto-regulação, incorporado, por exemplo, às regras do Novo Mercado.

Diante dessa perspectiva, entendo que a outorga eletrônica de procurações é válida e legal na medida em que não há proibição para a sua prática. Nem mesmo o art. 130 da LSA pode ser compreendido como um obstáculo a tal procedimento, dado que este regulamenta a assinatura das atas da assembleia, questão intimamente ligada à presença do acionista exigida para a sua instalação, e não o processo de outorga de procurações:

Dos trabalhos e deliberações da assembleia será lavrada, em livro próprio, ata assinada pelos membros da mesa e pelos acionistas presentes. Para validade da ata é suficiente a assinatura de quantos bastem para constituir a maioria necessária para as deliberações tomadas na assembleia. Da ata tirar-se-ão certidões ou cópias autênticas para os fins legais.

Defendo, assim, o entendimento que a outorga eletrônica de procuração, portanto, não viola nenhum dispositivo da LSA, ao contrário, contorna os obstáculos impostos pelos seus arts. 125, 130 e 135 referentes ao *quorum* de instalação da assembleia e a assinatura de suas atas, na medida em que facilita a representação do acionista por procurador.

Reforçando ainda mais o argumento da validade da procuração eletrônica, cumpre transcrever o art. 654 do Código Civil brasileiro, que dispensa o cumprimento de formalidades para a validade da outorga de procuração:

Todas as pessoas capazes são aptas para dar procuração mediante instrumento particular, que valerá desde que tenha a assinatura do outorgante.

§ 1º O instrumento particular deve conter a indicação do lugar onde foi passado, a qualificação do outorgante e do outorgado, a data e o objetivo da outorga com a designação e a extensão dos poderes conferidos.

§ 2º O terceiro com quem o mandatário tratar poderá exigir que a procuração traga a firma reconhecida.

Com base no citado art. 654 do Código Civil, pode-se afirmar que, ao contrário do art. 1.289 do antigo Código, o reconhecimento de firma é dispensável – a menos que exigido pelo mandatário – motivo pelo qual uma procuração outorgada eletronicamente mediante a utilização dos recursos de certificação digital pode ser considerada instrumento válido e legal. A propósito, a própria Receita Federal nas suas relações com o contribuinte já vem admitindo essa modalidade de outorga²⁰⁹, que muito facilitaria o exercício do direito de voto pelo acionista em assembleias da companhia.

Outra alternativa que em minha opinião resolveria a questão integralmente, ao menos no que diz respeito à viabilização da participação do acionista nas assembleias, seria

²⁰⁹ “Este serviço possibilita ao contribuinte certificado delegar a terceiros a possibilidade de lhe representarem perante a Receita Federal do Brasil, em determinadas atividades ou transações já disponíveis com o uso de certificação digital, mediante o estabelecimento prévio de procuração eletrônica. (...) Ao utilizar este serviço, o contribuinte certificado, pessoa física ou jurídica, poderá autorizar sua representação por terceiros, mediante emissão prévia de procuração em favor destes (que podem ser prepostos; outros sócios; ou mesmo, os contadores ou escritórios de contabilidade que os representem), e que poderão dessa forma atuar em nome de seus clientes, em todos os serviços disponíveis com uso de certificação digital, consultar as procurações eletrônicas que tenha cadastrado anteriormente, através da exibição de seus dados e respectivo período de vigência, cancelar as que porventura não sejam mais de seu interesse manter, ou seja, não estejam mais válidas, bem como consultar as procurações eletrônicas delegadas por terceiros em seu nome”. Disponível no *website* da Receita Federal em <http://www.receita.fazenda.gov.br/Atendvirtual/App/ProcuracaoEletronica.htm>. Acessado em 8 fev. 2008.

a implantação do voto eletrônico. Neste caso, porém, estar-se-ia vislumbrando mais que a outorga de procuração eletrônica; estar-se-ia tratando da realização de uma assembléia virtual e da participação remota do acionista.

Tal alternativa, entretanto, exigiria uma verdadeira reforma na LSA, dado que esta considera essencial a presença física do acionista nas assembléias da companhia, conforme se depreende da análise dos arts. 125 e 130 da LSA acima transcritos e, especialmente, do art. 127, que dispõe:

Antes de abrir-se a assembléia, os acionistas assinarão o “Livro de Presença”, indicando o seu nome, nacionalidade e residência, bem como a quantidade, espécie e classe das ações de que forem titulares.

A questão da necessidade da presença física do acionista na assembléia traz consigo, ainda, o aspecto da confidencialidade que eventos dessa natureza requerem e que a princípio a transmissão *online* da assembléia não tem como assegurar. Em outras palavras, permitir a realização de assembléias virtuais demandaria, além da alteração da LSA, uma modificação do próprio entendimento que se tem da assembléia enquanto fórum adequado para que sejam discutidas em confidencialidade as questões internas da companhia e tomadas as decisões acerca dos seus negócios, posto que não haveria como se controlar o acompanhamento dessas reuniões por terceiros estranhos à sociedade.

No mesmo sentido que as iniciativas acima pontuadas, tramita no Senado o Projeto de Lei n. 288, de 29 de maio de 2007, do senador VALDIR RAUPP, que altera os arts. 121, 126 e 127 da LSA, prevendo a permissão para participação de acionista em assembléia-geral de sociedades anônimas, por meio de assinatura eletrônica e certificação digital.

De acordo com o referido Projeto de Lei, o acionista poderá participar da assembleia-geral por meio de assinatura eletrônica e certificação digital, na forma prevista no estatuto social da companhia e conforme regulamentação da CVM²¹⁰.

A expectativa, enfim, é que o voto eletrônico viabilize a participação do acionista na assembleia. Independentemente, porém, da sua existência e validade em nosso ordenamento jurídico, já há uma preocupação da CVM em regular as companhias no tocante à disponibilização de informações aos acionistas no momento da convocação das assembleias de forma a exigir maior qualidade e detalhes nas informações prestadas. Tal assunto será objeto da reforma da Instrução 202 da CVM²¹¹, que é esperada para ocorrer neste ano de 2008.

Apesar da clara necessidade em se modernizar as assembleias e viabilizar, assim, uma maior participação do quadro acionário nas deliberações sociais, há quem entenda

²¹⁰ De acordo com o citado Projeto de Lei n. 288/07, será considerado presente em assembleia geral, para todos os efeitos, o acionista a distância que registrar sua presença por meio de assinatura eletrônica e certificação digital, que comprovarão a qualidade do acionista, observados: I — o instrumento de mandato deve ser depositado na companhia com antecedência de até 48 horas antes da data marcada para a realização da assembleia geral e o acionista pode ser representado na assembleia geral por procurador constituído há menos de um ano, que seja acionista, administrador de companhia ou advogado; II — o instrumento de mandato pode ser depositado por meio de assinatura eletrônica e certificação digital, na forma prevista no estatuto da companhia e conforme regulamentação da CVM. Antes de ser aberta a assembleia, os acionistas assinarão o livro de presença, podendo fazê-lo por meio de assinatura eletrônica com certificação digital, indicando o seu nome, nacionalidade e residência, bem como a quantidade, espécie e classe das ações de que forem titulares. A previsão de depósito do instrumento de mandato no prazo de 48 horas antes da realização da assembleia permite a prévia análise pela companhia dos documentos apresentados, facilitando os trabalhos que devem ser realizados por ocasião da assembleia geral. “O funcionamento da assinatura digital ocorre da seguinte forma: é necessário que o usuário tenha um documento eletrônico e a chave pública do destinatário. Através de programas apropriados, o documento é então criptografado de acordo com a chave pública. O receptor usará então sua chave privada correspondente (que é exclusiva dele) para decifrar o arquivo. Já para se obter uma assinatura digital não é tão simples. Primeiro é necessário procurar uma entidade que faça esse serviço, isto é, deve-se procurar uma autoridade certificadora. Essa entidade tem a função de verificar a identidade de um usuário e associar a ele uma chave. As informações são então em um certificado digital. Trata-se, portanto, de um documento eletrônico que contém as informações da identificação de uma pessoa ou de uma instituição”. Disponível em http://www.aceauditoria.com.br/boletim/boletim93_2007jul10.htm. Acessado em 27 jan. 2008.

²¹¹ A Instrução CVM n. 202, de 06 de dezembro de 1993, dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. A reforma da referida Instrução tem como objeto a criação de categorias de companhias abertas, conforme previsto no art. 4º, § 3º da LSA, a modernização do relatório de informações anuais (IAN), entre outros temas bastante relevantes e discutidos pelo mercado de capitais.

que a participação dos acionistas nas assembleias da companhia é uma questão puramente cultural e que o atual cenário não será modificado simplesmente com a criação da outorga eletrônica de procuração ou do voto eletrônico. Para estes, para haver uma modificação da cultura dos acionistas brasileiros será necessário investir também na disponibilização de informações, pela companhia, a respeito das assembleias e matérias constantes da ordem do dia. O acionista precisaria, assim, ser mais bem informado sobre a relevância das matérias que serão deliberadas para que possa se motivar a ter uma atuação mais ativa na condução dos negócios sociais.

Embora eu não compartilhe do entendimento de que a questão da participação dos acionistas nas assembleias da companhia é meramente cultural, concordo com aqueles que defendem essa corrente no que diz respeito à necessidade de investimento por parte das companhias para aprimoramento do canal de comunicação com os acionistas.

Acredito que diante do crescente número de sociedades com capital pulverizado, o problema da participação dos acionistas – que já vem sendo enfrentado por algumas companhias, como, por exemplo, a Lojas Renner S/A²¹², pode se agravar e por isso é premente que se adotem medidas no sentido de politizar os acionistas, incentivar sua maior inteiração com as companhias e criar mecanismos alternativos de viabilização da sua participação nas assembleias.

Antecipando uma eventual mudança de postura por parte dos acionistas das companhias abertas brasileiras e modificação das regras referentes à participação desses nas

²¹² Para contornar a questão da falta de *quorum* para instalação das assembleias gerais, a Lojas Renner S/A passou a convocar os acionistas para a assembleia com 45 (quarenta e cinco) dias de antecedência e oferecer informações detalhadas sobre as matérias constantes da ordem do dia, conforme indicado no *website* da companhia: <http://www.lojasrenner.com.br/ri>.

assembléias-gerais, a consultoria MZ Consult²¹³ lançou no Brasil, em fevereiro deste ano, o sistema “Assembléias Online”, destinado a prestar serviços de voto à distância (*proxy vote*), discussão das matérias propostas pela administração da companhia em *blog* específico e acompanhamento das assembléias pessoal e remotamente. No *website* do Assembléias Online consta a seguinte descrição dos serviços oferecidos:

O Assembléias Online foi desenvolvido para proporcionar aos acionistas e cotistas de companhias: (i) o direito ao voto à distância – sem a obrigatoriedade de presença no local da assembléia ou incorrendo em custos com a nomeação de procuradores como seus representantes, (ii) o fácil acesso à documentação pertinente às deliberações das assembléias; (iii) um fórum para discussão dos temas entre os acionistas ou cotistas e os administradores da companhia – Blog; e (iv) acompanhar o evento remotamente por *webcast* ou *videocast* na Internet. Todas as informações protocoladas na CVM – Comissão de Valores Mobiliários, estarão disponíveis simultaneamente e abertamente no Assembléias Online. As áreas de votação, fórum de discussão (blog) e acompanhamento do evento ao vivo são exclusivas a acionistas e cotistas, cujo acesso é gratuito e requer prévio cadastramento²¹⁴.

Apesar de a CVM ainda não ter se manifestado oficialmente a respeito das questões suscitadas pela utilização da rede mundial de computadores nas assembléias-gerais das companhias abertas, me parece que esse é um caminho sem volta, ao menos no que disser respeito à outorga de procurações eletronicamente e disponibilização de informações para os acionistas.

Concluo afirmando que a participação dos acionistas nas assembléias das companhias de capital pulverizado é um ponto sensível, merece análise atenta e

²¹³ Empresa de consultoria em relações com investidores, serviços financeiros e comunicação integrada com o mercado de capitais: <http://www.mz-ir.com>.

²¹⁴ <http://www.assembleiasonline.com.br>.

regulamentação, bem como providências por parte das companhias. Embora ainda estejamos nos adaptando à realidade da pulverização de capital das companhias abertas²¹⁵, muitas têm sido as questões que se colocam para os administradores, acionistas e o mercado neste novo cenário e em relação a algumas delas, é necessário ter agilidade para contornar os conseqüentes problemas que podem surgir ou já surgiram, como é o caso do tema ora analisado.

Assim, defendo neste trabalho a tese de que é preciso analisar a LSA à luz da pulverização do capital das sociedades anônimas de capital aberto, a fim de compreender o fenômeno da dispersão acionária – e inexistência de acionista controlador nos casos de extrema dispersão – e antecipar os problemas que essa dispersão pode causar de modo a evitá-los ou atenuá-los. Neste contexto, a outorga eletrônica de procurações demonstra ser uma alternativa bastante razoável e o voto eletrônico se apresenta como uma possibilidade bastante atraente a ser estudada.

3.9.1. A experiência do mercado internacional

Nos Estados Unidos, país das *corporations*, previamente à realização das assembléias os acionistas recebem das companhias uma convocação acompanhada de uma

²¹⁵ A Gazeta Mercantil publicou a notícia “Mecanismo eletrônico melhora governança”, que diz o seguinte: “O aumento do número de companhias abertas cuja composição societária não inclui bloco de controle definido deve consolidar a utilização dos meios eletrônicos de assembléias de acionistas no País. A opinião é de especialistas do mercado de capitais consultados pela Gazeta Mercantil. O movimento deve ganhar força pelo fato de a maior parte dos IPOs (oferta pública inicial, em sigla em inglês) de empresas brasileiras – cerca de 75% – serem adquiridas por investidores estrangeiros. Tanto assim que a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), órgão que regula o mercado de capitais, prepara-se para colocar a discussão em pauta. Para o vice-presidente do Ibri (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores), Ricardo Florence, mercados de capitais maduros – nos quais a dispersão acionária das empresas é uma realidade – o uso de mecanismos eletrônicos tem melhorado grau de governança. “A disseminação das informações por esses meios nos Estados Unidos, onde há a tradição de investir em ações, é algo consolidado”, afirma. O mesmo deverá ser replicado em mercados em desenvolvimento de varejo, como o Brasil, estima o executivo” (*Jornal Gazeta Mercantil*, 12 fev. 2008, p. B4).

documentação denominada “*proxy statement*”, na qual estão inseridas todas as informações referentes às matérias constantes da ordem do dia da assembléia que será realizada, entre elas, textos que fundamentam cada uma das proposições e a análise dos seus impactos na companhia.

Considerando-se que o custo da impressão e distribuição dos *proxy statements* é bastante expressivo²¹⁶, a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”)²¹⁷ promulgou, no dia 22 de janeiro de 2007, novas regras referentes à divulgação deste material pela rede mundial de computadores, as quais entraram em vigor no dia 30 de março do mesmo ano.

De acordo com tais novas regras, a companhia está autorizada – e não obrigada – a cumprir a sua obrigação de envio dos *proxy statements* mediante a disponibilização deste material em seu *website*. Para tanto, deverá enviar pelo correio, no mínimo 40 (quarenta) dias antes da data da assembléia, um aviso de disponibilidade dos *proxy statements* em seu *website* (“*notice of internet availability of proxy materials*”). Os acionistas que, ainda assim, desejarem receber o material impresso, poderão solicitá-lo através de um endereço de e-mail ou de um serviço de chamadas gratuitas especificamente criados para este fim, sem que isso incorra em nenhum custo. Seguem abaixo comentários dos advogados americanos MARCO E. ADELFO e MARC T. FOSTER, do escritório de advocacia Morrison & Foerster LLP, a respeito do tema:

On January 22, 2007, the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) promulgated new proxy rules (the “New Rules”) permitting, but not

²¹⁶ A preocupação nos Estados Unidos com as despesas com as assembléias de acionistas equipara-se à preocupação, no Brasil, com as despesas de publicação de balanço e informações financeiras pelas sociedades anônimas.

²¹⁷ A SEC é o órgão regulador do mercado de capitais norte-americano.

requiring, new methods for issuers to furnish proxy materials to shareholders. Under the New Rules, issuers can satisfy their delivery obligations under the SEC's proxy rules by posting proxy materials on a Web site and providing a notice to shareholders of their availability. The SEC believes that this "notice and access" approach can meaningfully reduce costs associated with the proxy solicitation process, while more efficiently furnishing proxy materials to shareholders. The New Rules are effective March 30, 2007, but issuers may not send a Notice of Internet Availability of Proxy Materials (described below) to shareholders before July 1, 2007. (...) The New Rules do not alter state law requirements concerning the delivery of any document related to a shareholder meeting or proxy solicitation.

(...) A shareholder must be allowed to request copies of the proxy materials without charge. An issuer must send a copy (by email or paper copy, as requested) of the proxy materials to the shareholder within three business days after receiving the request. (...) The Web site must be publicly accessible, and the Web site address provided to shareholders must lead directly to the proxy materials or have prominent links to each of the disclosure documents set forth in the Notice²¹⁸⁻²¹⁹.

A *notice of internet availability of proxy materials* abriu a discussão nos Estados Unidos a respeito da utilização da rede mundial de computadores como forma de aproximação dos acionistas com as companhias. Tal discussão agora gira em torno do voto eletrônico ("*e-voting*"), que ainda não é uma realidade naquele país.

²¹⁸ Disponível em <http://veteransptsdclassaction.org/news/updates/files/update02321.html>. Acessado em 17 fev. 2008.

²¹⁹ No tocante ao teor do aviso de disponibilidade dos *proxy statements* que deverá constar do *website* das companhias, Marco E. Adelfio e Marc T. Foster explicam: "*The Notice, which can take the form of a postcard, is required to include the following items in plain English: (i) A prominent, bold-face legend stating that proxy materials are available on the Internet and giving the Web site address, that shareholders can request copies of the materials at no charge, and the manner in which they may do so; (ii) The date, time, and location of the shareholder meeting; (iii) An identification of each matter intended to be acted upon and the issuer's recommendation regarding those matters; (iv) A list of proxy materials available on the Web site; (v) A toll-free telephone number, email address, and Web site address where shareholders can request paper or email copies of the proxy materials; (vi) Any control or identification numbers that a shareholder will need in order to access a proxy card and instructions to obtain such access; and (vii) Information about how to attend the meeting in person*". Disponível em <http://veteransptsdclassaction.org/news/updates/files/update02321.html>. Acessado em 17 fev. 2008.

O mesmo, porém, não se pode dizer da Inglaterra, que autoriza o voto eletrônico desde o início desta década. Segundo pesquisa realizada pelo *Shareholder Voting Working Group*²²⁰, o nível médio de participação em assembleias das companhias inglesas passou de 50% (cinquenta por cento), em 2003, para 61% (sessenta e um por cento), em 2005, graças à adesão da quase-totalidade, 89% (oitenta e nove por cento), das maiores companhias abertas britânicas (FTSE-100²²¹) ao voto eletrônico²²².

A União Européia também demonstra preocupação com a questão da participação dos acionistas estrangeiros nas assembleias. O Parlamento Europeu aprovou, no dia 15 de fevereiro de 2007, a Diretiva da Comissão Européia 2004/109/CE, de 15 de dezembro de 2004, que autoriza os acionistas domiciliados em países diferentes daquele em que a companhia é listada a votarem eletronicamente. Cada país membro pode definir a plataforma que considera mais adequada para a colocação desses votos, desde que garanta sua

²²⁰ “*The Shareholder Voting Working Group (SVWG) was established in September 1999 as the first industry wide group to act as an advisory body identifying and resolving the constraints, deterrents and logistical problems that impede the voting process*”. Disponível em www.manifest.co.uk/myners/myners%20press%20release.doc. Acessado em 15 dez. 2007.

²²¹ De acordo com a definição da FTSE, companhia independente de propriedade conjunta do *The Financial Times* e da *London Stock Exchange*, que tem como objeto disponibilizar informações a respeito do desempenho das companhias listadas na Bolsa de Valores de Londres, o índice FTSE-100 “*comprises the 100 most highly capitalised blue chip companies, representing approximately 81% of the UK market. It is used extensively as a basis for investment products, such as derivatives and exchange-traded funds*”. Disponível em http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/index.jsp. Acessado em 25 jan. 2008.

²²² Sobre o tema, segue transcrição da nota “*Shareholder Voting Process Improves, But More To Be Done*”: “*Paul Myners has today published his progress report to the Shareholder Voting Working Group on his review of the impediments to voting UK shares – one year after his initial report. The original report, in February 2004, outlined a comprehensive action programme to remove impediments to the process by which UK institutions vote their shares in UK companies. He concluded that electronic voting was the key to a more efficient voting system. One year on, there is a high degree of confidence that the barrier has been broken. Every FTSE 100 company now allows electronic voting or is taking steps to do so. Myners expects this increase to cascade rapidly into the next tier of companies by market capitalisation. There has also been more use of electronic voting facilities by institutional investors over the year, although take up is still not universal and not all institutional votes are cast electronically. A new issue requiring attention is the increase in stocklending and the impact this has on voting practices. When shares are lent, the voting rights transfer from lender to borrower. Myners believes this is something to which participants need to be alerted in order to ensure that economic interest and voting activity are aligned rather than subverted*”. Disponível em <http://www.investmentuk.org/press/2005/20050314.asp>. Acessado em 25 jan. 2008.

segurança e facilidade de operação²²³.

Para garantir que os acionistas possam exercer remotamente seus direitos de voto nas assembleias, foi ampliada de 15 (quinze) para 21 (vinte e um) dias a antecedência obrigatória para divulgação da ordem do dia e do material a respeito das matérias que serão discutidas na assembleia. As companhias também deverão disponibilizar meios para que os acionistas possam sugerir itens para a ordem do dia da assembleia e também para que façam perguntas à administração. A referida Diretiva determina, ainda, que os resultados de cada assembleia sejam divulgados e disponíveis nos *websites* das companhias.

Sobre o assunto, segue nota disponível no *website* da Comissão Europeia:

The Commission Action Plan on modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union set the improvement of the rights of shareholders of companies across the Member States as a priority. After it carried out two public consultations, the Commission, therefore, proposed on 5 January 2006 a directive which was formally adopted in June 2007. The Directive that has to be transposed into Member States' laws by

²²³ “A participação dos accionistas é uma condição imprescindível para a gestão eficaz das empresas. Contudo, frequentemente os cidadãos da UE que são titulares de acções de uma sociedade cotada noutra Estado-Membro confrontam-se com problemas graves quando pretendem exercer os direitos de voto inerentes a essas acções e, por vezes, estes obstáculos tornam mesmo a votação praticamente impossível. Hoje em dia, geralmente, os investidores detêm as suas acções através de contas abertas junto de intermediários de valores mobiliários que, por sua vez, têm essas acções depositadas em contas junto de outros intermediários e de depositários centrais de valores mobiliários situados noutras jurisdições. Nem sempre as disposições legais de que emanam os direitos dos accionistas nos Estados-Membros são inteiramente adaptadas a esta forma moderna de intermediação mobiliária. Assim, as redes transfronteiras de intermediários dificultam não só a comunicação entre emitentes e accionistas, como também o próprio processo de votação. (...) A proporção crescente de acções detidas por accionistas estrangeiros já está a criar uma situação em que as empresas da UE cotadas são detidas por uma base accionista passiva. Além disso, a existência de obstáculos jurídicos à votação transfronteiras impede os pequenos accionistas individuais de outros Estados-Membros que pretendem exercer os seus direitos de voto de o fazerem sem custos e de forma simples. Por conseguinte, no seu de “Plano de acção para a modernização do direito das sociedades e o reforço do governo das sociedades na União Europeia”, a Comissão considerou que há uma necessidade de facilitar o exercício transfronteiras dos direitos dos accionistas. Foi reconhecido que não só o acesso às assembleias gerais e os outros direitos relacionados com estas devem estar abertos a accionistas independentemente do seu país de residência na UE, como também que é necessário resolver alguns problemas específicos relativos à votação transfronteiras (...)”. Disponível em http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/pt/com/2005/com2005_0685pt01.pdf. Acessado em 12 dez. 2007.

*summer 2009 will ensure in particular that shareholders have timely access to the complete information relevant to general meetings and facilitates the exercise of voting rights by proxy. Furthermore, the directive provides for the replacement of share blocking and related practices through a record date system*²²⁴.

Diante do exposto, concluo que o tratamento concedido à matéria da participação dos acionistas em assembleias de companhias de capital pulverizado pelos mercados mais desenvolvidos, como é o caso dos mercados norte-americano e europeu, demonstra que são pertinentes os questionamentos que ora se apresentam para nós. Mais ainda, demonstra que as iniciativas que vêm sendo tomadas em nosso mercado seguem a tendência das medidas tomadas nos mercados avançados, razão pela qual tudo indica estarmos no caminho certo e sem volta, como já mencionado no item 3.9 *supra*.

3.10. INSTALAÇÃO DO CONSELHO FISCAL

Nas companhias com extrema pulverização do capital, a indicação pelos acionistas minoritários de um representante no conselho fiscal, órgão fiscalizador da companhia, pode se apresentar como um desafio. Isso porque somente poderão fazer tal indicação acionistas titulares de 10% (dez por cento) das ações com direito a voto, conforme estabelece o art. 161 da LSA:

A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.
(...)

²²⁴ Disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm. Acessado em 17 fev. 2008.

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto (...).

A situação mostra-se ainda mais complexa nas companhias que tenham somente ações ordinárias, como é o caso das listadas no Novo Mercado. Nessas circunstâncias, reunir acionistas que representem 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto implica reunir acionistas que representem 10% (dez por cento) do capital social, o que equivale, em muitas companhias, a mais da metade do total das ações emitidas pela companhia e disponíveis para a negociação na BOVESPA²²⁵.

Desse modo, essa obrigatoriedade legal decorrente do formato societário previsto na LSA em que coexistem os acionistas com e sem direito de voto, pode, eventualmente, inviabilizar o exercício, pelos acionistas minoritários, da prerrogativa de indicação de um membro para o conselho fiscal naquelas companhias com forte pulverização do capital.

Muito embora a questão da indicação de representante para o conselho fiscal pelos minoritários também seja um problema existente nas companhias em que há ações ordinárias e preferenciais, isto é, com e sem direito de voto, nesses casos a ausência de *quorum* por parte dos acionistas minoritários pode ser “suprida” pela indicação, pelos

²²⁵ Nas companhias com ações ordinárias e preferenciais, a exigência de acionistas representando 10% (dez por cento) das ações com direito de voto equivale a aproximadamente 3% (três por cento) do capital social.

preferencialistas, de um representante da “categoria dos minoritários”, ou melhor, da categoria daqueles acionistas que não pertencem ao bloco de controle.

O mesmo, claramente, já não ocorre naquelas companhias com apenas ações ordinárias e com o capital totalmente pulverizado, de maneira que a exigência do art. 161 acima transcrito requer, de fato, uma adaptação via auto-regulação ou até mesmo uma modificação legislativa para disciplina de hipóteses como essa que ora se analisa.

Enquanto ainda não se cogita da referida adaptação via auto-regulação ou modificação legislativa, uma solução é a flexibilização espontânea, pelas companhias, do *quorum* mínimo necessário à indicação de um representante dos acionistas minoritários no conselho fiscal, tal como ocorre com relação ao *quorum* necessário para a instalação de tal órgão, nos termos da Instrução CVM 324²²⁶. Tal Instrução determina, em seu art. 2º, que o *quorum* mínimo para instalar o conselho fiscal pode variar de 8% (oito por cento) a 1% (um por cento), conforme o capital social da companhia:

Art. 2º O Conselho Fiscal de funcionamento não permanente das companhias abertas será instalado pela assembléia geral, a pedido de acionistas que representem, no mínimo, as porcentagens de ações constantes da seguinte escala:

Capital Social da companhia aberta	% de Ações com direito a voto	% de Ações sem direito a voto
Até R\$ 50.000.000,00	8%	4%
Entre R\$ 50.000.000,00 e R\$ 100.000.000,00	6%	3%
Entre R\$ 100.000.000,00 e R\$ 150.000.000,00	4%	2%
Acima de R\$ 150.000.000,00	2%	1%

²²⁶ A Instrução CVM 324, de 19 de janeiro de 2000, fixa escala reduzindo, em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias ao pedido de instalação de conselho fiscal de companhia aberta, conforme previsto no § 2º do art. 161 da LSA.

Para analisar um problema dessa natureza verificado na prática, vale citar o episódio ocorrido na Souza Cruz S/A. A Previ e a Souza Cruz S/A, que tem seu capital composto apenas por ações ordinárias, das quais apenas 24,7% (vinte e quatro vírgula sete por cento) estão em circulação no mercado, tiveram um impasse a respeito da instalação do conselho fiscal.

A Previ, detentora de 2,87% (dois vírgula oitenta e sete por cento) do capital social da companhia, juntamente com outros acionistas, requereu a instalação do conselho fiscal. Essa instalação foi considerada pela administração da companhia matéria prejudicada, uma vez que os minoritários não perfaziam o *quorum* necessário para a realização de eleição de membro em separado de 10% (dez por cento) das ações com direito a voto (art. 161, §4º, da LSA), e dado que o acionista controlador não tinha interesse em fazer, ele próprio, suas indicações.

Consultada sobre o assunto, a CVM se manifestou no sentido de reduzir o *quorum* do art. 161, § 2º, da LSA, e determinar a instalação do órgão. Vale a pena transcrever parte da decisão dos Processos RJ2007/3246 e RJ2006/5701:

O Colegiado, com base em todo o exposto pelo Relator, deliberou negar provimento ao recurso interposto por Souza Cruz S.A., concluindo que: (i) a insuficiência de participação acionária para que a minoria acionária de que trata o § 4º, (a), in fine, do art. 161 da Lei 6.404/76 possa proceder à eleição em separado prevista em tal dispositivo não constitui impedimento à instalação do Conselho Fiscal, se requerida por acionistas que preencham o quórum específico para tanto estabelecido pela lei (art. 161, § 2º), com a redução determinada pela CVM com base na autorização legislativa específica (art. 291); (ii) na hipótese de os acionistas minoritários titulares de ações ordinárias não preencherem o quórum de que trata o § 4º, (a), in fine, do art. 161 da Lei 6.404/76 (que não pode ser reduzido pela CVM, a teor do

mencionado art. 291), os acionistas presentes, inclusive o controlador, poderão eleger os conselheiros fiscais, por maioria de votos; e, (iii) o acionista controlador não é obrigado a participar da eleição dos membros do conselho fiscal na hipótese de que trata o item (ii) acima, e se não o fizer todos os conselheiros serão eleitos pelo voto dos demais acionistas, qualquer que seja sua participação no capital, pois o conselho estará instalado (art. 161, § 2º), sendo obrigatória a eleição de seus membros (art. 161, § 4º)²²⁷.

Desse modo, o tema da indicação de membro do conselho fiscal pelos acionistas minoritários apresenta relevância na medida em que, apesar de a instalação do conselho por si só já atender ao direito do acionista à fiscalização da administração, uma vez que, a rigor, todo conselheiro possui um dever fiduciário com a companhia, é bem verdade que nem sempre este princípio reflete a realidade, razão pela qual geralmente cada grupo de acionistas deseja ter o seu próprio representante no conselho fiscal.

Vale aqui pontuar, contudo, que ainda não há um entendimento uniforme no mercado a respeito do papel do conselho fiscal nas empresas de controle pulverizado. Há quem entenda que ele deva funcionar permanentemente, como forma de evitar os contratemplos de *quorum* quando de sua instalação, e há quem entenda que ele deve ser substituído por um comitê de auditoria, composto por membros do conselho de administração com experiência em finanças, cuja finalidade é supervisionar o relacionamento da companhia com o auditor e os seus controles internos²²⁸.

²²⁷ Processos RJ2007/3246 e RJ2006/5701, Relator: Presidente Marcelo Fernandez Trindade. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/>. Acessado em 15 fev. 2008.

²²⁸ Os que defendem a substituição do conselho fiscal por um comitê de auditoria entendem que este último tem condições de trabalhar de forma mais eficaz por estar integrado ao conselho de administração, que tem entre as suas atribuições não só a definição dos rumos da companhia, mas também o monitoramento da administração.

Feitas essas considerações, concluo que enquanto a estrutura do conselho fiscal existir nas companhias com extrema pulverização do capital tal como concebido originalmente na LSA, será necessário buscar a flexibilização da regra da própria LSA, seja por ato espontâneo da companhia, seja por manifestação da CVM provocada pelos acionistas que se sentirem prejudicados ou até mesmo por modificação da própria lei, a fim de que o propósito da LSA possa ser alcançado e os acionistas possam exercer os seus direitos nela previstos.

CONCLUSÃO

Em vista das transformações que vêm sendo promovidas nos últimos anos em nosso mercado de capitais e na estrutura das sociedades anônimas, pudemos constatar na prática que efetivamente o grau de proteção legal conferido aos investidores tem impacto direto sobre o crescimento do próprio mercado e, em última análise, da economia do País.

A adoção voluntária por companhias de capital aberto das boas práticas de governança corporativa da BOVESPA contribuiu decisivamente para a retomada e crescimento do nosso mercado acionário, tendo em vista que a implantação desse mecanismo de certificação demonstrou com clareza o grau de comprometimento das companhias com os interesses dos investidores.

Nesse processo de desenvolvimento econômico, financeiro e legal, também pudemos comprovar que o mercado reagiu positivamente às políticas implementadas para a atração do capital investidor, resultando em uma significativa captação de recursos via emissão de ações nos mercados primários e secundários de títulos mobiliários no País.

Assim, a despeito da predominância em nosso país de uma estrutura de forte concentração do poder de controle, torna-se cada vez maior o número de companhias abertas de capital pulverizado, nas quais é possível verificar a manifestação de outras formas de poder de controle, como o controle minoritário, e, eventualmente, até mesmo o controle gerencial.

Entre os efeitos que a pulverização do capital de uma companhia aberta acarreta, destaca-se a ausência da figura do acionista controlador e a desvinculação entre a

propriedade do capital e o exercício do controle, o que suscita reflexões no tocante a adequação do nosso ordenamento jurídico às novas questões que os referidos efeitos suscitam.

Desse modo, após analisar a estrutura das sociedades anônimas brasileiras de capital pulverizado, defendo na presente tese que o controle gerencial pode vir a ser uma realidade em nosso mercado, razão pela qual entendo que o conceito de acionista controlador apresentado pelo art. 116 da LSA deve ser flexibilizado, a fim de que o titular do controle gerencial possa ser considerado o controlador da companhia, assumindo, conseqüentemente, a responsabilidade pelos seus atos praticados na forma do art. 117 da LSA.

Partindo da premissa por mim defendida que o controle gerencial pode se concretizar em nosso mercado acionário, considero possível que ocorram nas companhias brasileiras de capital pulverizado conflitos da mesma natureza dos já verificados nos mercados internacionais mais avançados, tais como os *agency problems* e as *proxy fights*. Em vista desse fato, entendo que a experiência de tais mercados nos será válida em termos de reconhecimento de riscos e análise de soluções.

Igualmente defendo neste trabalho que o titular de *golden share* exerce verdadeiro controle gerencial indireto sobre a companhia, em decorrência do poder atribuído às ações de que é titular. Ressalte-se, todavia, que a estruturação deste controle somente será viabilizada nos casos em que, em razão da pulverização do capital social, possa ser manifestado o controle gerencial, haja vista que, no exercício de suas prerrogativas, o titular da *golden share* não exercerá o controle em sentido estrito, mas sim, o poder de direcioná-lo e garanti-lo. Por essas razões, sustento que o titular da *golden share* deve ser compreendido como controlador, sendo-lhe aplicáveis as disposições dos arts. 117 e 120 da LSA.

Ainda em termos de estruturação do poder controle, defendo a tese que a assembleia geral de acionistas é um veículo para a sua organização em um ambiente de dispersão acionária, assim como o acordo de acionistas. Nesses casos, os controladores devem ser responsabilizados por eventual abuso do direito de controle, na forma da LSA.

Analisando outros aspectos da questão da organização do poder de controle nas companhias de capital pulverizado, entendo que a dispersão acionária inviabiliza a configuração do controle tal como previsto no art. 116 da LSA, motivo pelo qual defendo nesta tese a inaplicabilidade do disposto no art. 254-A da LSA – que trata da realização de OPA *a posteriori* – em relação a tais companhias. Desta feita, sustento que o tema deverá ser objeto de regulamentação, seja mediante reforma da LSA ou através da auto-regulação, servindo a Diretiva 2004/25/CE da União Européia como uma importante referência em ambos os casos.

No mesmo sentido, sustento que igualmente deverão ser tema de discussões e de eventual regulamentação, as questões da instalação e participação dos acionistas nas assembleias-gerais, e da indicação de membro do conselho fiscal pelos acionistas minoritários nas companhias com extrema pulverização do capital e naquelas listadas no Novo Mercado.

No primeiro caso, o mecanismo previsto na LSA para a instalação das assembleias-gerais e representação dos acionistas nesses eventos tem-se mostrado aquém do que a realidade das companhias de capital acionário disperso requer, de modo que algumas delas têm enfrentado problemas de *quorum* tanto para a instalação da assembleia em primeira convocação, quanto para a aprovação de matérias relevantes para a condução dos negócios

sociais. O absenteísmo da massa acionária dispersa tem representado, assim, um verdadeiro problema que demanda rápida solução. Desta feita, defendo na presente tese a possibilidade de outorga eletrônica de procurações e a necessidade de instituição de políticas de incentivos a uma participação mais ativa nas deliberações sociais por parte dos acionistas, as quais envolvem desde uma maior disponibilização de informações acerca da ordem do dia das assembleias, até o estudo da implantação do voto eletrônico para a realização de assembleias virtuais.

Já com relação ao conselho fiscal, defendo nesta tese que a estrutura da LSA prevista para a eleição dos membros de tal órgão pelos acionistas minoritários não é compatível com a realidade das companhias de extrema pulverização do capital, de maneira que se faz necessária uma regulamentação específica da matéria, sem prejuízo de as companhias voluntariamente flexibilizarem o *quorum* necessário para a instalação do conselho fiscal para confortar os acionistas minoritários e assegurar o exercício de suas prerrogativas.

Finalmente, defendo no presente trabalho que a adoção das *poison pills* como mecanismo de proteção da dispersão acionária pode acarretar na violação de direitos dos acionistas em razão do caráter repressor que tais cláusulas apresentam e, ainda, constituir importantes barreiras à realização de operações societárias benéficas à companhia. Por essa razão, entendo que esse recurso estatutário deve ser utilizado com extrema cautela sob pena de a sua validade ser questionada, judicial ou extrajudicialmente, não se podendo ignorar a este respeito a experiência internacional que já demonstrou que o “veneno” em excesso pode se mostrar prejudicial à própria companhia.

Ademais, entendo que as *poison pills* não impedem que haja a estruturação do controle nas companhias em que a pulverização é uma finalidade, como é o caso daquelas listadas no Novo Mercado, tendo em vista a existência das estruturas piramidais e da própria possibilidade de arranjos societários entre acionistas mediante a celebração de acordos não formais ou não registrados na sede social conforme preceitua o art. 118 da LSA.

Diante das questões levantadas e das conclusões acima apresentadas, defendo neste estudo a tese que a análise da LSA deve ser casuística e que para sua efetiva adequação à nova realidade é necessário flexibilizar alguns conceitos e regras. Tal flexibilização, contudo, não necessariamente deve ser realizada mediante reforma legislativa, podendo ser consubstanciada inclusive via auto-regulação, prática que tem se mostrado bem sucedida entre nós.

Somente flexibilizando os conceitos que foram criados sob uma perspectiva concentracionista é que poderemos apresentar para o mercado os mecanismos normativos-corretivos suficientes para auxiliar e garantir o seu amadurecimento e crescimento.

BIBLIOGRAFIA

AMENDOLARA, Leslie. *Os direitos dos acionistas minoritários: com alterações da Lei 9.457/97*. São Paulo: Editora STS, 1998.

ANDREZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária – efetivo avanço? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 130, 2003.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.

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

_____. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para reforma de sua disciplina legal. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 3, n. 8, 2000.

BARRETO, Celso de Albuquerque. *Acordo de acionistas*. Rio de Janeiro: Forense, 1982.

BARROSO, Heller Redo. A alienação de controle acionário de companhia aberta e o dever de informação ao mercado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 38, n. 116, 1999.

BEBCHUK, Lucian Arye. “Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers”. *Harvard Law Review*, v. 98, n. 8, 1985.

BENSOUSSAN, Fábio Guimarães. *Intervenção estatal na empresa privatizada: análise das “golden shares”*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2007.

BERGER, David J. “A comparative analysis of takeover regulation in the European community”. *Law and Contemporary Problems: Duke University School of Law*, v. 55, n. 4, 1992.

BERLE A., Adolf, MEANS C., Gardiner. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Trad. Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BERTOLDI, Marcelo M. O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 39, n. 118, 2000.

BESSONE, Darcy. Acordo de acionistas: poderes do acionista controlador de sociedade anônima. *RT*, São Paulo, v. 80, n. 672, 1991.

BOITEUX, Fernando Netto. O acesso ao voto na sociedade anônima. *RF*, Rio de Janeiro, v. 84, n. 303, 1988.

_____. Voto minoritário e *quorum* na assembléia geral da sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 28, n. 75, 1989.

_____. A função social da empresa e o novo Código Civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 125, 2002.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 5. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb, SZTERLING, Fernando. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame da legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 125, 2002.

BRANCO, Adriano Castello. *O conselho de administração nas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2004.

BRATTON, William W. “Venture capital on the downside: preferred stock and corporate control”. *Michigan Law Review*, Michigan, v. 100, n. 5, 2002.

BRUNA, Sérgio Varella. *O poder econômico e a conceituação do abuso em seu exercício*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997.

BRUDNEY, Victor. “Equal treatment of shareholders in corporate distributions and reorganizations”. *California Law Review*, v. 71, 1983.

BRUNETTI, Antonio. *Tratado del derecho de las sociedades*. Trad. Felipe de Solá Cañizares, Buenos Aires: Uteha, 1960, v. II. (Luiz Alfredo Paulin)

BULGARELLI, Waldirio. *A proteção às minorias na sociedade anônima*. São Paulo: Pioneira, 1977.

_____. *Estudos e pareceres de direito empresarial: o direito das empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

_____. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 50, 1983.

_____. *Problemas de direito empresarial moderno*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

_____. *Manual das sociedades anônimas*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

_____. *O regime jurídico do conselho fiscal das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CADBURY, Adrian. “*The Cadbury Report*”, 1992.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. A reforma da Lei das Sociedades por Ações. *RF*, Rio de Janeiro, v. 93, n. 340, 1997.

_____. *Estudos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

CARVALHOSA, Modesto. *Direito econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.

_____. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Saraiva, 1984.

_____. Ações preferenciais desprovidas de preferências. *RT*, São Paulo, v. 83, n. 707, 1994.

_____. Acordo de acionistas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 106, 1997.

_____. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1998, v. 2.

_____. Responsabilidade civil dos administradores das companhias abertas, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 49, 1983.

CHIODARO, Renato. Novo mercado e governança corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 5, n. 16, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. *O empresário e os direitos do consumidor*. São Paulo: Saraiva, 1994.

_____. *Direito antitruste brasileiro: comentários à Lei n. 8.884/94*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *Manual de direito comercial*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 1996.

_____. Caracterização de infração contra a ordem econômica. *Revista de Direito Civil, Imobiliário, Agrário e Empresarial*, São Paulo, v. 20, n. 75, 1996.

_____. *Código Comercial e legislação complementar anotados*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 1997.

_____. *Curso de direito comercial*. 10. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 2.

COMPARATO, Fabio Konder. *Aspectos jurídicos da macroempresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____. Acordo de acionistas e interpretação do art. 118 da Lei das S. A. *RT*, São Paulo, n. 527, 1979.

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

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

_____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. Os grupos societários na nova lei das sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 15, n. 23, 1976.

_____. Estado, empresa e função social. *RT*, São Paulo, v. 85, n. 732, 1996.

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

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Direito de voto na S.A. *RT*, São Paulo, v. 530, 1979.

_____. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 1994.

_____. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

COSTA, Carlos Celso Orcesi da. Controle externo nas companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico*, São Paulo, v. 20, n. 44, 1981.

DIAS, Rui Belford. A responsabilidade dos administradores e as alterações promovidas no âmbito da responsabilidade civil no novo Código Civil, de uma forma geral. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 128, 2002.

EIZIRIK, Nelson. “Insider trading” e responsabilidade de administrador de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 50, 1983.

_____. Propriedade e controle na companhia aberta – uma análise teórica. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 23, n. 54, 1984.

_____. O mito do controle gerencial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 26, n. 66, 1987.

_____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

FERRAZ JR., Tércio Sampaio. Da abusividade do poder econômico. *Revista de Direito Econômico*, Brasília, n. 21, 1995.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda (Org.). *Novo Aurélio século XXI: o dicionário da língua portuguesa*. 3. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999.

FORGIONI, Paula A. Posição dominante e seu abuso. *Revista de Direito Econômico*, Brasília, n. 26, 1997.

_____. *Os fundamentos do direito antitruste*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998.

FRANÇA, Erasmo Valadão. *Conflito de interesses nas assembleias gerais*. São Paulo: Malheiros, 1993.

GARCIA, Letícia Simonetti. *O acordo de acionistas e seus efeitos concorrenciais*. Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Comercial. São Paulo, 2001.

GAZETA MERCANTIL, de 12 fev. 2008.

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

_____. Formas de abuso de poder econômico. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 26, n. 66, 1987.

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

GUIMARÃES, Ruy Carneiro. *Sociedade por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1960, v. 2.

KANDIR, Antônio. *A nova CVM e a modernização da Lei das S.A.: reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Forense, 2002.

KÖKE, Jens, RENNEBOOG, Luc. “Do corporate control and product market competition lead to stronger productivity growth? Evidence from market-oriented and blockholder-based governance regimes”. *The Journal of Law and Economics: University of Chicago*, v. 48, 1990.

KOZLOWSKI, Wilson. Breves notas de governança corporativa acerca do conflito de interesses na sociedade anônima. *Revista Jurídica*, Porto Alegre, n. 313, 2003.

LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S/A*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 32, n. 92, 1993.

_____. O alcance das limitações estatutárias ao poder de representação dos diretores. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 37, n. 113, 1999.

LEAL, Ricardo P. Câmara. Três desafios para a abertura de capital. *Revista da Comissão de Valores Mobiliários*, São Paulo, n. 32, 2000.

LEITE FILHO, Fernando Rudge. Da responsabilidade dos administradores das sociedades anônimas no direito brasileiro e no comparado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 12, n. 2, 1973.

LOBO, Jorge. Proteção à minoria acionária. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 105, 1997.

LORSH, Jay W. "Empowering the board". *Harvard business review on corporate governance*. Boston: "Harvard Business School Publishing", 2000.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. Limites de efetividade do direito societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 39, n. 118, 2000.

MARTINS, Fran. *Direito societário: estudos e pareceres*. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

_____. *Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio*. 22. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1997.

_____. O acionista controlador e os direitos dos acionistas minoritários. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará*, Fortaleza, v. 29, n. 2, 1998.

MESSINA, Paulo de Lorenzo. “Capital requirements and the Brazilian banking system”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 93, 1994.

MIRANDA JR., Darcy Arruda. *Dicionário jurisprudencial da sociedade por ações*. São Paulo: Saraiva, 1988.

MORAES, Luiza Rangel de. A jurisprudência no tocante aos conflitos de interesse no exercício do voto em sociedades anônimas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo, v. 4, n. 11, 2001.

MOTTA, Nelson Cândido. Alienação e titularidade do poder de controle nas companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 28, n. 76, 1989.

_____. Alienação do poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 32, n. 89, 1993.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 18, n. 34, 1979.

NUNES, Pedro Caetano. *Responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas*. Coimbra: Livraria Almedina, 2001.

PARETO, Vilfredo. *Manual de economia política*. São Paulo: Abril Cultural, 1984. v. I.

PARKINSON, J. E. *Corporate power and responsibility*. Oxford: Clarendon Press, 1996.

PAULIN, Luiz Alfredo. Administrador de fato nas sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 130, 2003.

PEIXOTO, Carlos F. Cunha. *Sociedade por ações*. São Paulo: Saraiva, 1972. v. 2.

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

PINTO JUNIOR, Mario Engler. O Novo Mercado da Bovespa e o compromisso da sociedade de economia mista com práticas de boa governança corporativa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 128, 2002.

PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades anônimas*. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1998. v. 1.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*; parte especial. Rio de Janeiro: Borsoi, 1966. Tomo II. v. 51.

POSSAS, Mario Luiz. Os conceitos de mercado relevante e de poder de mercado no âmbito da defesa da concorrência. *Revista do IBRAC*, São Paulo, v. 3, n. 5, 1996.

PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REVISTA CAPITAL ABERTO, ano 4, n. 41. São Paulo, Editora Capital Aberto, 2007.

REVISTA CAPITAL ABERTO, ano 5, n. 53. São Paulo, Editora Capital Aberto, 2008.

REVISTA CAPITAL ABERTO, ano 5, n. 55. São Paulo, Editora Capital Aberto, 2008.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 2. ed., São Paulo: Saraiva, 1993. v. 1 e 2.

_____. *Aspectos modernos do direito comercial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 2.

REVISTA EXAME, ano 42, n. 2. São Paulo: Abril, 2008.

ROCHA, João Luiz Coelho da. Particularidades do conselho de administração das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 128, 2002.

_____. Fechamento de capital, extinção da oferta pública no “take over” da companhia e outros problemas afetos à proteção das minorias sociais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 38, n. 116, 1999.

ROE, Mark J. A inevitável instabilidade da governança corporativa norte-americana. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 44, n. 140, 2005.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 1998.

_____. *Direito concorrencial: as estruturas*, São Paulo: Malheiros, 1998.

_____. Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 127, 2002.

SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 130, 2003.

SHIGUEMATSU, Plínio. Diretiva da comunidade europeia sobre tomada de controle busca maior proteção a minoritários. *Espaço Jurídico Bovespa*, São Paulo, 2007.

SCHUARTZ, Luis Fernando. Poder econômico e abuso do poder econômico no direito da defesa da concorrência brasileiro. *Cadernos de Direito Tributário e Finanças Públicas*, São Paulo, v. 1, n. 4, 1993.

_____. Abuso do poder econômico e (i)legitimidade. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 33, n. 95, 1994.

SEVERINO, Antonio Joaquim. *Metodologia e trabalho científico*. 20. ed. São Paulo: Cortez, 1996.

SHIEBER, Benjamin M. *Abusos do poder econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1966.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Rio de Janeiro: FMF, 2004.

SOLOMON, Lewis D., SCHWARTZ, Donald E., SELIGMAN, Joel. *1984 supplement to Solomon, Stevenson and Schwartz's corporations law and policy materials and problems*. Minnesota: West Publishing Co., 1984.

SPILLER, Pablo T. "Politicians, interest groups, and regulators: a multiple-principals agency theory of regulation, or 'let them be bribed'". *The Journal of Law and Economics: University of Chicago*, v. 333, 1990.

SZTAJN, Rachel. Os custos provocados pelo direito. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 112, 1998.

_____. Notas de análise econômica: contratos e responsabilidade civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 111, 1998.

STEINKE, Dora Berger. Conceito e direitos dos acionistas não controladores na legislação alemã e na brasileira. *RT*, São Paulo, v. 87, n. 750, 1998.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda, GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 1.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1997.

TORNOVSKY, Miguel. Acordo de acionistas sobre o exercício do poder de controle: análise das principais alterações introduzidas ao art. 118 da Lei das S/A pela Lei 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 127, 2002.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações*. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953, v. II.

WALD, Alexandre de Mendonça, MORAES, Luiza Rangel de. Transferência de controle de companhia aberta. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 10, n. 38, 2007.

WALD, Arnaldo. Do direito de voto dos titulares de ações preferenciais. *RT*, São Paulo, v. 77, n. 634, 1988.

_____. Do regime legal do conselho de administração e da liberdade de voto dos seus componentes. *RT*, São Paulo, v. 77, n. 630, 1988.

_____. Considerações sobre a aquisição e alienação de controle societário: o estudo da jurisprudência. *RF*, Rio de Janeiro, v. 89, n. 321, 1993.

_____. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 110, 1998.

_____. Da competência das agências reguladoras para intervir na mudança de controle das empresas concessionárias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 128, 2002.

_____. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 5, n. 15, 2002.

_____. Da caracterização da alienação de controle. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 10, n. 38, 2007.

WALD, Arnaldo, MORAES, Luiza Rangel de. Alguns aspectos do controle e da gestão de companhias no projeto de reforma da lei das sociedades por ações – considerações gerais. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 3, n. 8, 2000.

ZINGALES, Luigi. “What determines the value of corporate votes?”. *The Quarterly Journal of Economics*, 1995.