

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
LL.M. em Direito Societário**

Thaís Lombard-Platet

**O ACORDO DE ACIONISTAS E A PULVERIZAÇÃO DO
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

**São Paulo
2013**

Thaís Lombard-Platet

**O acordo de acionistas e a pulverização do mercado
acionário brasileiro**

Monografia apresentada ao Programa de LL.M.
em Direito Societário do Insper Instituto de
Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos
para a obtenção do título de pós-graduação
lato sensu em Direito.

Área de concentração: Direito Societário
Orientador: Marcel Gomes Bragança Retto –
Insper

**São Paulo
2013**

Lombard-Platet, Thaís

O acordo de acionistas e a pulverização do mercado acionário brasileiro/ Thaís Lombard-Platet; orientador: Prof. Marcel Gomes Bragança Retto – São Paulo: Insper, 2013. 123 f.

Monografia (LL.M. – Legal Law Master). Programa de pós-graduação *lato sensu* em Direito. Área de concentração: Direito Societário. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Sociedade Anônima 2. Acordo de Acionistas 3. Mercado Acionário Brasileiro

FOLHA DE APROVAÇÃO

Thaís Lombard-Platet

O acordo de acionistas e a pulverização do mercado acionário brasileiro

Monografia apresentada ao Programa de LL.M. em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduação *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Direito Societário

Aprovado em: ___/___/2013

Banca Examinadora

Prof. Marcel Gomes Bragança Retto
Orientador

Instituição: Insper

Assinatura: _____

Prof. _____

Instituição:

Assinatura: _____

Prof. _____

Instituição:

Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer ao meu orientador por ter me direcionado na elaboração do presente trabalho, pela responsabilidade de me orientar durante todo este período de estudos e pela disponibilidade de fazer sugestões para o aprimoramento do texto.

Agradecimentos especiais para a minha mãe e irmã que sempre me acompanharam, incentivaram e apoiaram ao longo da minha trajetória e, especialmente neste trabalho, pois foram pacientes para escutarem minhas abordagens sobre o tema (mesmo sem entenderem muito!). Ao meu pai que acredito sempre estar ao meu lado desde a sua partida há quase 11 anos.

Agradeço, também, aos amigos e familiares que me ajudaram de certa forma, seja com conhecimentos, material ou palavras de apoio e incentivo.

Por fim, e não menos importante, agradeço ao meu namorado, LF, por estar sempre comigo em todos os momentos e pelos novos ensinamentos e pensamentos que me fizeram crescer ao longo desse um ano de namoro que espero ser apenas o começo da nossa trajetória.

*“Quando somos jovens acreditamos
que estaremos ligados a muitas pessoas.
Porém, no decorrer da vida, percebemos
que isto só acontece poucas vezes.”*

*(Tradução livre – Celine, *Before Sunset*)*

RESUMO

LOMBARD-PLATET, Thaís. **O Acordo de Acionistas e a pulverização do mercado acionário brasileiro**. São Paulo, 2013. 123 f. Monografia (LL.M. em Direito Societário) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013.

A presente monografia irá tratar de um tema fundamental para o direito societário atual: o Acordo de Acionistas, instituto disciplinado pelo Art. 118 da Lei n.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada e em vigor, o qual regula e determina as relações entre os acionistas da sociedade anônima.

Atualmente, é um tema amplamente estudado e discutido em diversos âmbitos do direito societário e mercado de capitais brasileiro. O presente estudo pretende realizar uma análise da disciplina dos Acordos de Acionistas, através dos principais tópicos relacionados com a sua atual aplicação, institutos e exemplos práticos, especialmente ao que tange a pulverização do mercado acionário brasileiro. Pretendemos demonstrar, também, o papel do Acordo de Acionistas como um obstáculo a mencionada pulverização, visto que este regula o bloco de controle da companhia, pouco importando a participação acionária envolvida, ou seja, pode acontecer de uma companhia com *free float* de mais de 50% (cinquenta por cento) possuir um bloco de controle apenas com os minoritários da companhia. Assim, não há a pulverização de fato da companhia, pelo fato de possuir um bloco de controle.

A fim de desenvolver o presente estudo, introduzimos o trabalho com o conceito de Sociedade anônima de capital aberto fechado e aberto e seus principais institutos. Analisamos, também, o conceito e principais pontos do Acordo de Acionistas e a sua aplicabilidade no direito societário e de mercado de capitais atual, como um mecanismo de proteção ao bloco de controle da companhia. Além de mencionados temas, será feita uma análise dos mercados concentrado e diluído, especialmente o acionário brasileiro e sua pulverização, bem como o estudo comparado dos mercados diluídos dos Estados Unidos da América e da Inglaterra, os únicos mercados pulverizados no mundo. Como forma de verificar a tendência do mercado acionário brasileiro, será apresentada pesquisa realizada no *site* da Comissão de Valores Mobiliários com o número de companhias pulverizadas brasileiras e se há ou não a celebração e a aplicação de Acordo de Acionistas.

Como finalização, analisamos os mecanismos de proteção aos minoritários, seja como controlador ou não, bem como as boas práticas de mercado através da aplicação de Instruções Normativas da CVM e o manual do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Ao final da presente monografia concluiremos qual é o papel do acordo de acionistas no direito societário e de mercado de capitais atual e haverá, também, ponderações acerca do mercado concentrado e diluído.

Palavras-chave: Sociedade anônima; acordo de acionistas; atribuições; características; mercado acionário brasileiro.

ABSTRACT

LOMBARD-PLATET, Thaís. **The shareholders' agreement and the brazilian stock market dispersion**. São Paulo, 2013. 123 f. Dissertation (Mastership) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013.

This dissertation is going to discuss an important subject to the corporate Law: the Shareholders' Agreement, established by Article 118 of the LSA, as amended and in place, which regulates and determines the shareholders' relations within the company.

Nowadays, it is an extensively studied and discussed subject in different scopes of the corporate law and Brazilian stock market. The current study shall analyze the Shareholders' Agreement discipline, through the main related topics with its current application, institutes and practical examples, especially regarding the Brazilian stock market dispersion. This dissertation intends to also demonstrate the role of the Shareholders' Agreement as an obstacle to the referred dispersion, given that it regulates the company's controlling block, regardless of the ownership interests involved, i.e., it may happen that a company with free float of more than 50% (fifty per cent) holding a controlling block only with the company's minority. In this way, there is not a real dispersion of the company, due to the fact that it holds a controlling block.

With the purpose of developing this study, we introduce this dissertation with the concept of a closely-held and publicly-held company and its main institutes. We also analyze the concept and key issues of the Shareholders' Agreement and its applicability in the corporate Law and the stock market, as a mechanism of protection to the company's controlling block. Besides the aforementioned, an analysis of the diluted and concentrated markets shall be made, especially the Brazilian one and its dispersion, as well as comparative studies of the diluted markets of United States and England, the only dispersion markets in the world. As a means to verify the tendency of the Brazilian stock market, a research made in the website of the Brazilian Securities and Exchange Commission shall be presented with the number of the dispersion Brazilian companies and whether or not there is an execution and enforcement of the Shareholders' Agreement.

Finally, we shall analyze the minority protection mechanisms, being a controller or not, as well as the market good practices through the application of Brazilian Securities and Exchange Commission's Normative Rules and the manual of the Brazilian Institute of Corporate Governance.

In the end, there shall be a conclusion about the role of the Shareholders' Agreement in the corporate Law and the stock market and some concerns regarding diluted and concentrated market.

Keywords: Company; shareholders' agreement; assignments; characteristics; Brazilian stock market.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Tabela 1: Ranking de valores das Bolsas de Valores	84
Tabela 2: Ranking das aberturas de capitais.	109
Gráfico 1: Abertas de capitais nos segmentos de Governança Corporativa	117
Tabela 3: Companhias diluídas: celebração ou não de Acordo de Acionistas	119

SUMÁRIO

ABREVIATURAS E SIGLAS	11
1. INTRODUÇÃO	12
2. SOCIEDADE ANÔNIMA.....	17
2.1. Conceito de Sociedade Anônima: fechada ou aberta	17
2.2. Constituição da Sociedade Anônima de capital fechado e a sua transformação em capital aberto.....	20
2.3. Constituição através da subscrição pública	25
2.3.1. O registro na Comissão de Valores Mobiliários	27
2.3.2. A intermediação.....	31
2.3.3. Colocação das ações.....	32
2.4. A formação e a integralização do capital social	33
2.5. Ações	37
2.5.1. Conceito e natureza da ação	37
2.5.2. Ações com ou sem valor nominal e valor patrimonial.....	38
2.5.3. Ações ordinárias, preferenciais, gozo ou fruição e de classe especial	41
3. O ACORDO DE ACIONISTAS.....	46
3.1. Conceito.....	46
3.2. Partes.....	48
3.3. Forma.....	50
3.4. Duração.....	50
3.5. Publicidade e eficácia.....	51
3.6. Objeto.....	53
3.7. Tipos de Acordo de Acionistas.....	54
3.7.1. Acordo de controle.....	54
3.7.2. Acordo de voto (minoritário) ou defesa.....	58
3.7.3. Acordo de bloqueio	62
3.7.3.1. Direito de preferência.....	64
3.7.3.2. Opção de compra e venda.....	67

3.7.3.3. <i>Tag Along</i> – pacto de venda conjunta.....	69
3.7.3.4. <i>Drag Along</i> – pacto de compra conjunta.....	71
3.8. O bloco de controle no acordo de acionistas	73
3.9. O acordo de acionistas e as companhias de capital aberto	77
4. O MERCADO CONCENTRADO E DILUÍDO.....	80
4.1. O mercado de capitais brasileiro.....	80
4.2. Comissão de Valores Mobiliários	85
4.3. Sistema de controle concentrado.....	89
4.4. Sistema de controle diluído	94
4.5. O acionista controlador perante o sistema de controle concentrado.....	97
4.6. Qual sistema é mais eficiente: o concentrado ou o diluído do ponto de vista do mercado, do minoritário, do controlador.....	102
5. TENDÊNCIA DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO	105
5.1. A evolução do mercado de capitais e as aberturas de capitais.....	105
5.2. O papel da Comissão de Valores Mobiliários na aplicação da Instrução Normativa no. 481	110
5.3. O novo mercado.....	114
5.4. Companhias diluídas e tendências	118
6. ESTUDO COMPARADO: ESTADOS UNIDOS E INGLATERRA	120
6.1. O mercado de capitais inglês	120
6.2. O mercado de capitais norte-americano	125
6.3. Comparação de mercados.....	130
7. CONCLUSÃO	133
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	136
OBRAS CONSULTADAS.....	141

ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBID	Associação Brasileira de Bancos de Investimento
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CC	Código Civil – Lei nº 10.406 de 2002
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FCA	Financial Conduct Authority
FSA	Financial Services Authority
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LSA	Lei das Sociedades Anônimas – Lei nº 6.404 de 1976
LSE	London Stock Exchange
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NYSE	New York Stock Exchange
PRA	Prudential Regulation Authority
SEC	Securities Exchange Commission

1. INTRODUÇÃO

A história da sociedade é tão antiga quanto a da civilização. O momento da junção entre 02 pessoas para a obtenção de algum resultado econômico e, assim, surgia, o primeiro conceito de sociedade, como exemplo podemos citar os povos primitivos que tinham por objetivo o comércio e, de maneira costumeira, formularam normas aplicáveis aos negócios.

No sentido jurídico da palavra, a sociedade tem como base a união de pessoas para a execução de um fim e objetivo comum. De acordo com José Edwaldo Tavares Borba:

Os primeiros documentos legislativos conhecidos, nos quais já se vislumbra a origem do direito societário, situam-se, contudo, no Direito Romano.¹

Porém, foi somente na Idade Média que há o registro das primeiras sociedades com fins econômicos, de caráter familiar. Nessas sociedades, os sócios eram solidariamente responsáveis pelo cumprimento dos negócios firmados – surgiu a noção da separação entre o patrimônio da sociedade e o dos sócios. A limitação à responsabilidade dos sócios com relação às obrigações da sociedade formou-se nos séculos XVII e XVIII, devido ao surgimento das grandes companhias coloniais, constituídas com recursos dos Estados e do povo para o início da exploração do comércio marítimo. Essas companhias deram origem às atuais sociedades anônimas, sendo a Companhia Holandesa das Índias Orientais teria sido a primeira.

Para a formação da sociedade anônima houve três momentos distintos: **(i)** o sistema de privilégios, nos séculos XVII e XVIII, no qual a criação da sociedade dependia de um ato legislativo do Governo que definia um regime especial, ou seja, não dependia de qualquer vontade das partes, mas de uma concessão do Governo; **(ii)** o sistema de autorização, o qual, também, dependia de prévia autorização do governo, porém a sociedade era constituída por vontade das partes interessadas; e **(iii)** o sistema de livre criação, o qual verificamos nos dias atuais – a sociedade

¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 2.

anônima é constituída pela vontade das partes e deve ser devidamente registrada no órgão competente. Atentando-se ao fato que determinadas sociedades dependem de prévia autorização governamental, como as instituições financeiras.

A disciplina sobre sociedades comerciais no direito pátrio foi introduzida e sistematizada em 25 de junho 1850, data em que foi sancionado o primeiro Código Comercial brasileiro pela corte portuguesa, o qual foi elaborado com base nos códigos comerciais de Portugal, França e Espanha. Devido à evolução do tráfico comercial e mercantil, novas leis foram promulgadas para revogar aquelas que entraram em vigor em 1850, para uma devida atualização. Em se tratando das sociedades anônimas, o Brasil já teve as seguintes leis: **(i)** o Decreto nº 434, de 04 de julho de 1891, o qual contemplava uma base rural, comercial uma industrialização precária; **(ii)** o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, o qual refletia uma fase de crescimento industrial; e **(iii)** a atual e em vigor LSA, a qual reflete a criação de grandes companhias e o início da expansão do mercado de capitais nacional - essa Lei foi alterada 03 vezes. Segundo José Edwaldo Tavares Borba:

A Lei 6.404/76 oferece cinco linhas básicas de orientação, quais sejam: 1^a) a da proteção dos acionistas minoritários; 2^a) a da responsabilização do acionista controlador; 3^a) a da ampla diversificação dos instrumentos postos na Lei, à disposição dos acionistas, para serem, ou não, adotados pela sociedade; 4^a) a da diferenciação entre companhias abertas e fechadas; 5^a) a da definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa (...).²

Um importante instrumento introduzido pela LSA foi o Acordo de Acionistas, o qual regula a relação entre os acionistas signatários e será analisado ao longo do presente trabalho. O Decreto-Lei nº 2.627/40 não previa a celebração do Acordo de Acionistas, mas não havia qualquer proibição nesse sentido.

Porém, o Acordo de Acionistas era utilizado para versar sobre a preferência na compra e venda de ações, a convenção de voto – a qual também não era prevista, mas não proibida. Desta forma, tais precisões somente seriam válidas para os acionistas signatários do Acordo. Com o passar dos anos, ficou clara a larga

² BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12^a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 153.

utilização das práticas acima mencionadas nas Companhias via Acordo de Acionistas, conforme demonstra Modesto Carvalhosa:

(...) acabou ingressando nos costumes societários a convenção de acionistas abrangendo, inclusive, o exercício do voto, visando a aglutiná-los, seja para fazer-lhe frente por parte dos minoritários.³

Atualmente, o Direito Societário tem significativa relevância, atraindo, desta forma, a atenção e interesses do direito atual e da economia mundial contemporânea, devido à expansão do mercado de capitais verificada nos últimos anos. A legislação societária de cada país adapta-se à realidade e às exigências do mercado nacional, e, diversas vezes, influenciam outros ordenamentos jurídicos. Como já verificado acima, o direito societário brasileiro, especialmente ao tocante às sociedades por ações, estruturou-se em diferentes legislações com o passar dos anos. Com relação às sociedades anônimas de capital aberto, poderão ser aplicadas, ainda, as Instruções Normativas editadas pela CVM.

Neste contexto, este trabalho tem por objetivo desenvolver o estudo com relação à constituição e à formação das sociedades anônimas, especialmente as de capital aberto, o Acordo de Acionista, bem como seu conceito, forma e aplicação e a trajetória e a evolução do mercado de capitais brasileiro, tornando-se um mercado mais diluído, e a sua comparação com os mercados norte-americano e inglês. Desta forma, para que fosse possível a realização do presente tema, foram adotados os seguintes métodos: **(i)** o método histórico; **(ii)** o método analítico-investigativo; e **(iii)** empírico e o método originário.

O método histórico valeu-se da disposição, análise e estudo da constituição e formação das sociedades anônimas e o seu tratamento pelo ordenamento jurídico brasileiro, bem como conceitos de integralização, abertura de capital, ação e controle. Em uma segunda análise, este método também buscou estudar o conceito e a adoção do Acordo de Acionistas nas Companhias e, posteriormente, sua forma de utilização e aplicabilidade, sempre de acordo com a LSA. Este método auxiliou,

³ MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 75 a 134. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 2º vol. p. 516.

assim, a delimitação do tipo societário a ser analisado: a sociedade anônima, especialmente a de capital aberto.

O método analítico-investigativo e empírico estudou a disposição, análise e discussão sobre a adoção do Acordo de Acionistas nas Companhias de capital aberto tendo em vista a pulverização de suas ações perante o mercado acionário brasileiro, ou seja, a manifestação de uma nova tendência em mencionado mercado. No mais, foi feita uma análise dos mercados concentrados e diluídos e suas principais características e qual a utilidade do controle e do Acordo de Acionistas. Foi analisado, também, o mercado de capitais nacional, o qual se encontra em fase de transição de um mercado concentrado para um mercado mais diluído, e os mercados de capital norte-americano e inglês.

Por fim, o método originário deu-se através de consultas às mais variadas fontes de estudo e pesquisa, desde legislação pátria e internacional e obras, nacionais e internacionais, que abordem o presente tema, bem como sites da internet e revistas que tratem do assunto e tragam posições de diversos juristas acerca do tema em questão. Neste ponto é importante mencionar que poucas são as doutrinas e estudos referentes ao controle diluído e a pulverização do mercado acionário brasileiro por serem temas extremamente atuais.

Assim, o trabalho foi dividido em 05 capítulos. Após a presente introdução, será apresentada, no primeiro capítulo, uma análise formação e constituição das sociedades anônimas, especialmente as de capital aberto, bem como a análise de determinados conceitos relacionados ao título do capítulo.

No capítulo seguinte, serão abordadas as questões referentes ao Acordo de Acionistas, iniciando-se com o seu conceito e suas peculiaridades. Em seguida, faz-se uma análise dos diferentes tipos de Acordo de Acionistas, bem como a sua aplicabilidade. Adicionalmente, este capítulo também reflete sobre o controle exercido na Companhia pelos signatários do Acordo de Acionistas.

O terceiro capítulo fará uma análise acerca dos mercados concentrado e diluído, bem como o conceito. Além disso, haverá a exposição da estrutura do

mercado de capitais brasileiro e o seu funcionamento e para finalizar haverá uma discussão sobre a eficiência de ambos os mercados.

No quarto capítulo será abordado o mercado acionário brasileiro, a sua evolução e qual o papel da CVM perante este cenário. Serão apresentados, também, os segmentos de governança corporativa utilizados na bolsa de valores nacional, abordando, especificamente, o Novo Mercado. Adicionalmente, haverá a análise de Companhias diluídas e a tendência do mercado acionário brasileiro, tendo em vista o início da pulverização das ações de referidas companhias no mercado nacional.

Finalmente, o último capítulo trará para discussão o estudo comparado do mercado de capitais inglês e norte-americano, bem como suas respectivas criações, funcionamentos e tendências. E, para finalizar, será apresentada a comparação entre os mercados de capitais analisados no presente trabalho.

O tema trabalhado apresentou determinadas questões referentes a aplicabilidade do Acordo de Acionistas, do controle concentrado e diluído, de qual mercado é o mais eficiente e a pulverização do mercado acionário nacional e tais questões serão respondidas ao longo do trabalho.

2. SOCIEDADE ANÔNIMA

2.1. Conceito de sociedade anônima: fechada ou aberta

A Sociedade Anônima possui como principal classificação a sua divisão em fechada ou aberta, referidos institutos estão disciplinados no Art. 4.º da LSA, a qual foi alterado pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, a qual tem por objetivo conferir maior proteção aos minoritários e, desta forma, estimular o desenvolvimento do mercado de capitais (“**Lei da Reforma das Sociedades por Ações**”). Porém, com a nova redação dada ao Art. 4.º⁴, caput, pela Lei 10.303, de 2001, não há qualquer mudança real na definição legal.⁵

Atualmente, no Brasil, a grande maioria das Sociedades Anônimas é de pequeno e médio porte, ou seja, de natureza estritamente fechada. Conforme ensinamentos de Rubens Requião, a sociedade anônima fechada é constituída nitidamente com o *intuito personae*⁶, ou seja, mencionadas sociedades são constituídas tendo como objetivo o caráter pessoal dos sócios e seus possíveis vínculos de parentesco ou amizade. Dessa forma, ocorre a restrição da circulação dos valores mobiliários das companhias, as quais ficam restritas somente aos acionistas, impedindo, assim, a livre entrada de novos acionistas. Há, portanto, o *affectio societatis*, por se tratar de sociedades com caráter personalíssimo, reguladas pelos interesses de seus acionistas e pouca regulação e fiscalização de órgãos públicos.

Outra razão para a escolha da companhia ser aberta ou fechada é o seu financiamento, ou seja, se há obtenção de recursos mediante a subscrição das ações pelos próprios acionistas ou com recursos de terceiros subscritores. Caso os acionistas optem pela contribuição com capital próprio, estes irão tutelar pelos seus próprios interesses e, conseqüentemente, dispensando a tutela pública e sofrendo, assim, menos fiscalização.

⁴ 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. (...)

⁵ MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 1 a 74. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 1º vol. p. 61.

⁶ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial** – atualizado por Rubens Edmundo Requião. 23ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, 2º vol. p. 33.

Segundo José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:

(...) o que caracteriza a companhia aberta é, portanto, a distribuição de emissão ou negociação de seus títulos nos mercados organizados, e toda companhia que não participe desse modo no mercado de capitais é, na definição legal, fechada.⁷

A Sociedade Anônima será considerada aberta quando captar recursos junto aos investidores em geral, mediante o prévio registro de companhia aberta, para a circulação de valores mobiliários, perante a Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) e, assim, passando por uma fiscalização rigorosa para a proteção e segurança de referidos investidores.

Nos ensina José Edwaldo Tavares Borba:

Resumidamente, poder-se-ia afirmar que a companhia aberta se encontra sujeita a normas mais rígidas, a publicidade mais acentuada e a constante fiscalização da CVM.⁸

O Art. 4.º da LSA determina que a companhia será aberta ou fechada conforme a distribuição de seus valores mobiliários que são direitos negociados no mercado de capitais brasileiro, geralmente, representados por títulos ou contratos e a sua caracterização se dá através de sua emissão e negociação com objetivo do investimento de capital na companhia através de terceiros, mediante os mecanismos do mercado de capitais. Assim, há a constante fiscalização por parte da CVM com relação ao referido mercado de capitais.

O valor mobiliário, portanto, é um instrumento utilizado no mercado financeiro e acionário visando a sua dispersão e liquidez perante os investidores, para uma melhor negociabilidade. O Art. 2.º⁹ da Lei n.º 6.385, de 07 de dezembro de 1976, conforme alterada (“**Lei da CVM**”) determina quais são os valores mobiliários.

⁷ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 33.

⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 147

⁹ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de

Para fins de mercado acionário e registro como companhia aberta perante a CVM, os valores mobiliários mais utilizados para a captação de recursos de potenciais investidores são as ações e debêntures. Porém, o parágrafo 3º do Art. 4.º da LSA faculta o seguinte à CVM:

§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria.

Referido instituto foi introduzido pela Lei 10.303/01, pois, assim, faculta à companhia a restrição de circulação dos valores mobiliários desejados, como apenas a distribuição de debêntures. Desta forma, a companhia não é obrigada a elaborar alterações em seu estatuto social e satisfazer determinados requisitos da lei, simplificando o procedimento de registro e fiscalização perante a CVM.

A companhia se tornará aberta mediante o prévio registro na CVM e, conseqüentemente, será obrigada a cumprir a legislação específica emitida pela CVM e a sua fiscalização. Caso haja o descumprimento de qualquer preceito, a CVM poderá cassar o registro de companhia aberta e cancelá-lo de ofício. O procedimento de registro será melhor estudado oportunamente em subitem próprio.

A companhia aberta em seu estatuto social é mais complexa e deve seguir determinados quoruns e institutos obrigatórios pela LSA e também é submetida a uma maior fiscalização e seus atos, como societários e resultados, devem ser publicados periodicamente, para que o mercado em geral acompanhe a evolução e o seu funcionamento.

Nesse sentido, podemos observar que no direito societário brasileiro há poucas companhias de capital aberto, pois há uma série de requisitos a serem cumpridos, que serão estudados oportunamente, a sua constituição é basicamente

opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

personalíssima e para a sua manutenção a onerosidade é um ponto relevante – a companhia terá elevados custos de publicação de seus atos e atividades, registro perante a CVM e custos com instituições financeiras e advogados, já que estes tem papel fundamental para a abertura do capital e a colocação dos valores mobiliários em circulação no mercado. Porém, na última década houve o chamado *boom* de abertura de capital, na qual diversas companhias abriram o seu capital em busca de novos investimentos, seja para compra de ativos, para a modernização, enfim, para geração de caixa e alterou a visão do mercado de capitais brasileiro.

2.2. Constituição através da subscrição particular e sua transformação em capital aberto

O presente tópico irá tratar do seguinte tema: subscrição de ações, que poderá ser pública (a qual será estudada no próximo tópico) ou particular, conforme a escolha da sociedade. A subscrição é um sub-tema da constituição da companhia, temas previstos nos Arts. 80 a 93 da LSA. O Art. 80 trata dos requisitos preliminares da constituição da companhia. A LSA, no seu Art. 80¹⁰, estabelece a constituição da companhia por meio da subscrição de ações.

Nos ensina Fábio Ulhoa Coelho que:

Em relação ao requisito do inciso I, deve-se anotar, primeiramente, que o direito brasileiro não admite, em regra, a constituição de sociedades unipessoais. O princípio adotado entre nós é o de que devem ser constituídas por pelo menos 02 sócios.¹¹

Porém, há uma exceção ao inciso I do artigo acima mencionado, que é o caso da subsidiária integral, previsto no Art. 251¹², da LSA.

¹⁰ Art. 80. A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares: I – subscrição, pelo menos por 2 (duas pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto; II – realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro; III – depósito, no Banco do Brasil S.A., ou em outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em dinheiro.

Parágrafo único. O disposto no número II não se aplica às companhias para as quais a lei exige realização inicial de parte maior do capital social.

¹¹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito da Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, Vol. 2. p. 184.

¹² Art. 251. A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como único acionista sociedade brasileira.

A LSA estabelece que a subscrição deva ser feita por pelo menos 02 pessoas de todas as ações fixadas no Estatuto Social, ou seja, verificamos um duplo requisito para mencionada subscrição. Vale lembrar que o Decreto Lei 2627 de 1940 exigia, no mínimo, 07 subscritores e não havia uma explicação lógica para a escolha de referido número. Segundo Carlos Augusto da Silveira Lobo:

Ao exigir no mínimo 02 subscritores, a Lei das Sociedades por Ações é coerente com a teoria que entende ter natureza contratual a constituição da companhia (...).¹³

Inicialmente, o subscritor, ao subscrever sua respectiva quantia, está comprometido com os demais subscritores e fundadores da sociedade, pois esta ainda não existe de fato. Assim, nos ensina José Edwaldo Tavares Borba:

Os organizadores ou fundadores da sociedade precisam obter subscritores para todas as ações em que se divide o capital fixado no Estatuto Social da sociedade a ser constituída. Os subscritores, ao firmarem os boletins de subscrição, obrigam-se a participar da sociedade. Tratando-se de sociedade em vias de formação e, portanto, ainda inexistente o compromisso dos subscritores, nesse primeiro momento, não é com a sociedade, mas sim com os seus fundadores e demais subscritores.¹⁴

Cumprido esclarecer que a subscrição é irrevogável, ou seja, o subscritor deverá firmar o boletim ou lista de subscrição e pagar a entrada, conforme já mencionado e o referido subscritor poderá integralizar o capital de três maneiras diferentes: **(i)** dinheiro; **(ii)** bens; ou **(iii)** créditos, conforme será estudado em tópico próprio. Porém, o requisito exigido pelo Art. 80, inciso II, é obrigatório somente nos casos de subscrição em dinheiro e nos outros dois casos não há qualquer requisito para o seu cumprimento. Se a integralização for realizada em dinheiro, esta poderá ser feita a prazo, a quantia não poderá ser inferior a 10% (dez por cento) do preço de emissão das ações, ou a vista, ou seja, a quantia total correspondente ao preço deverá ser desembolsada pelo subscritor no ato da subscrição.

Parágrafo 1.º A sociedade que subscrever em bens o capital de subsidiária integral deverá aprovar o laudo de avaliação de que trata o artigo 8º, respondendo nos termos do § 6º do artigo 8º e do artigo 10 e seu parágrafo único.

Parágrafo 2º A companhia pode ser convertida em subsidiária integral mediante aquisição, por sociedade brasileira, de todas as suas ações, ou nos termos do artigo 252.

¹³ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 668.

¹⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 192.

Há uma exceção ao Inciso II, do Art. 80, estabelecida pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, conforme alterada (“**Lei do Sistema Financeiro Nacional**”) que trata das instituições financeiras, o seu Art. 27 determina que a subscrição inicial e seus respectivos aumentos de capital será exigido de pelo menos 50% do montante subscrito.

No caso do Inciso III, de mencionado Art. 80, o Ato Declaratório nº2 da CVM, de 3 de março de 1978, autoriza que todos os bancos comerciais recebam referido depósito.

A LSA estabelece dois modos de procedimento para a constituição da companhia: **(i)** subscrição pública e **(ii)** subscrição particular.

A subscrição particular de ações é um modo bem mais simples do que a constituição por subscrição pública, conforme será visto posteriormente, e é denominada também como constituição simultânea, pois esta é realizada através de um único ato. A subscrição particular é tratada somente no Art. 88¹⁵, da LSA.

Este tipo de subscrição não exige a participação de pessoas indeterminadas e tampouco a intermediação da CVM, portanto, não a necessidade de participação de uma instituição financeira, como intermediadora para a colocação dos valores mobiliários da companhia em circulação no mercado. Assim, não há necessidade de maiores cautelas e formalidade. Conforme nos ensina José Edwaldo Tavares Borba:

Os fundadores, eles próprios, é que obtêm, no âmbito de suas relações. Os subscritores para a emissão. Na subscrição particular, todos os subscritores são considerados fundadores.¹⁶

¹⁵ Art. 88. A constituição da companhia por subscrição particular do capital pode fazer-se por deliberação dos subscritores em assembleia-geral ou por escritura pública, considerando-se fundadores todos os subscritores.

Parágrafo 1º Se a forma escolhida for a de assembleia-geral, observar-se-á o disposto nos artigos 86 e 87, devendo ser entregues à assembleia o projeto do estatuto, assinado em duplicata por todos os subscritores do capital, e as listas ou boletins de subscrição de todas as ações.

Parágrafo 2º Preferida a escritura pública, será ela assinada por todos os subscritores, e conterá:

a) a qualificação dos subscritores, nos termos do artigo 85; b) o estatuto da companhia; c) a relação das ações tomadas pelos subscritores e a importância das entradas pagas; d) a transcrição do recibo do depósito referido no número III do artigo 80; e) a transcrição do laudo de avaliação dos peritos, caso tenha havido subscrição do capital social em bens (artigo 8º); e f) a nomeação dos primeiros administradores e, quando for o caso, dos fiscais.

¹⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 191

A constituição poderá ser realizada através de: **(i)** assembleia geral dos subscritores: que deverá seguir o disposto nos Arts. 86 e 87, da LSA, conforme já explicados acima; e **(ii)** escritura pública: todas as condições previstas no Art. 88 estarão presentes em referida escritura.

Caso a constituição da companhia seja realizada por meio de assembleia geral, a sua convocação está prevista no Art. 86¹⁷, da LSA.

Cumpra esclarecer somente que, caso o capital não seja totalmente subscrito, não haverá a assembleia de constituição. Caso isso ocorra, os fundadores podem convocar os subscritores para deliberar sobre a constituição de uma sociedade com menor capital. A assembleia de constituição está prevista no Art. 87¹⁸.

O quorum de instalação será verificado através da apresentação de documento que comprove a identidade do subscritor, bem como o recibo de pagamento de sua entrada inicial. A maioria não tem poder para suprir, alterar ou modificar as cláusulas ou artigos do projeto do estatuto social, somente a unanimidade poderá fazê-lo. Somente as eventuais falhas ou irregularidades poderão ser sanadas pela maioria.

O quorum de instalação da assembleia de fundação é de subscritores de ações representativas de pelo menos metade do capital social e caso não se

¹⁷ Art. 86. Encerrada a subscrição e havendo sido subscrito todo o capital social, os fundadores convocarão a assembleia-geral que deverá: I - promover a avaliação dos bens, se for o caso (artigo 8º); e II - deliberar sobre a constituição da companhia.

Parágrafo único. Os anúncios de convocação mencionarão hora, dia e local da reunião e serão inseridos nos jornais em que houver sido feita a publicidade da oferta de subscrição.

¹⁸ Art. 87. A assembleia de constituição instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem, no mínimo, metade do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número.

Parágrafo 1º Na assembleia, presidida por um dos fundadores e secretariada por subscritor, será lido o recibo de depósito de que trata o número III do artigo 80, bem como discutido e votado o projeto de estatuto.

Parágrafo 2º Cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, dá direito a um voto; a maioria não tem poder para alterar o projeto de estatuto.

Parágrafo 3º Verificando-se que foram observadas as formalidades legais e não havendo oposição de subscritores que representem mais da metade do capital social, o presidente declarará constituída a companhia, procedendo-se, a seguir, à eleição dos administradores e fiscais.

Parágrafo 4º A ata da reunião, lavrada em duplicata, depois de lida e aprovada pela assembleia, será assinada por todos os subscritores presentes, ou por quantos bastem à validade das deliberações; um exemplar ficará em poder da companhia e o outro será destinado ao registro do comércio.

encontrem presentes subscritores em número suficiente, não é válida a realização da reunião. Em segunda convocação a instalação ocorrerá com qualquer número. Portanto, basta, somente um subscritor presente à referida assembleia de fundação, para serem válidos os trabalhos. A assembleia será presidida por um dos fundadores e deverá ser secretariada por um dos subscritores.

Nos ensina Fábio Ulhoa Coelho que:

O quorum de deliberação, na assembleia de fundação, observa normas próprias, de acordo com a natureza do assunto em pauta. Para avaliar bens oferecidos a integralização do capital social e eleger administradores e fiscais, aplica-se a regra geral do quorum deliberativo, que é a da maioria dos votos dos subscritores presentes a assembleia. Já, em relação ao principal ponto da pauta, que é a constituição da companhia, estabelece a lei que sua aprovação se verifica desde que não haja oposição de subscritores que representem mais da metade do capital social. Por fim, o projeto do estatuto social só pode ser alterado por deliberação unânime dos subscritores.¹⁹

A constituição da companhia poderá se dar, também, através de escritura pública, caso seja esta opção escolhida. Deverão ser observados os requisitos estabelecidos de forma bem simples pelo Art. 88²⁰ da LSA.

Independentemente da forma de constituição escolhida, os administradores possuem um prazo de 30 dias para proceder com o arquivamento do ato constitutivo perante a Junta Comercial onde a companhia possui a sua sede. Se a constituição se deu por meio da assembleia, deverão ser arquivados, além da ata de referida assembleia, o estatuto social, a relação dos subscritores, com qualificação completa, ações e entradas realizadas, bem como o recibo de depósito bancário

¹⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito da Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, Vol. 2. p.192/193.

²⁰ Art. 88. A constituição da companhia por subscrição particular do capital pode fazer-se por deliberação dos subscritores em assembleia-geral ou por escritura pública, considerando-se fundadores todos os subscritores.

Parágrafo 1º Se a forma escolhida for a de assembleia-geral, observar-se-á o disposto nos artigos 86 e 87, devendo ser entregues à assembleia o projeto do estatuto, assinado em duplicata por todos os subscritores do capital, e as listas ou boletins de subscrição de todas as ações.

Parágrafo 2º Preferida a escritura pública, será ela assinada por todos os subscritores, e conterá:

a) a qualificação dos subscritores, nos termos do artigo 85; b) o estatuto da companhia; c) a relação das ações tomadas pelos subscritores e a importância das entradas pagas; d) a transcrição do recibo do depósito referido no número III do artigo 80; e) a transcrição do laudo de avaliação dos peritos, caso tenha havido subscrição do capital social em bens (artigo 8º); e f) a nomeação dos primeiros administradores e, quando for o caso, dos fiscais.

destas. Se a constituição se deu por meio de escritura pública, somente o arquivamento da certidão do ato basta, desde que expedida pelo cartório de notas. A publicação do ato constitutivo ocorrerá após a efetivação do registro perante a Junta Comercial competente, em jornal da sede da sociedade, a qual também deverá ser arquivada na Junta Comercial. Cumpridas essas providências complementares, a companhia poderá iniciar as suas atividades.

A companhia fechada poderá se tornar-se aberta, ou seja, abrir o seu capital para a negociação de seus valores mobiliários perante o mercado de capitais brasileiro. O órgão competente para mencionado procedimento de abertura de capital é a CVM e a legislação básica a ser utilizada é a Instrução CVM n.º 480, de 07 de dezembro de 2009, conforme alterada ("**ICVM 480**"), a qual estabelece as diretrizes acerca do registro dos valores admitidos à negociação. O presente assunto será analisado mais especificamente quando tratarmos sobre a constituição da companhia por meio da subscrição pública.

A companhia que solicitar o seu registro como companhia aberta terá 02 opções, segundo estabelece o Art. 2º²¹ da ICVM 480, a categoria "A" ou "B".

2.3. Constituição através da subscrição pública

A constituição da companhia por meio da subscrição pública, também denominada como constituição sucessiva, está regulada no Art. 82²², da LSA.

²¹ Art. 2º O emissor pode requerer o registro na CVM em uma das seguintes categorias:

I – categoria A; ou

II – categoria B.

Parágrafo 1º O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Parágrafo 2º O registro na categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto os seguintes valores mobiliários:

I – ações e certificados de depósito de ações; ou

II – valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no inciso I, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor.

²² Art. 82. A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira.

Parágrafo 1º. O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e será instruído com: (a) o estudo de viabilidade econômica e financeira de

Porém, segundo ensinamentos de Modesto Carvalhosa:

(...) ultimamente, a constituição por subscrição pública está em franco desuso. A razão do desuso reside na complexidade e lentidão dos procedimentos preliminares a constituição.²³

A constituição da companhia por meio de subscrição pública pode-se dar pelo fato da necessidade de um grande volume de capital, o qual não esteja disponível para a sua constituição pelo fundador e possíveis acionistas.

As ações da companhia, na constituição por subscrição pública, são disponibilizadas ao público no mercado de valores mobiliários, pois é uma oferta dirigida a pessoas indeterminadas. Segundo José Edwaldo Tavares Borba:

Diz-se pública a subscrição quando há apelo ao público investidor, ao qual as ações, de alguma forma, são oferecidas. A Lei 6.385/76 (que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários) enumera as práticas indicativas da existência desse público: 'Art. 19 – parágrafo 3º - caracteriza a emissão pública:

- I. a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;
 - II. a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores;
- a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.²⁴

O fundador da companhia não necessariamente será o seu futuro controlador ou administrador, mas, obviamente, pelo fato de disponibilizar tempo e recurso para a constituição da companhia aberta, terá este interesse, após a conclusão de todo o procedimento.

Este tipo de subscrição depende das seguintes exigências legais: **(i)** prévio registro na CVM; e **(ii)** a devida intermediação de instituição financeira autorizada, os

empreendimento; (b) o projeto do estatuto social; e (c) o prospecto, organizado e assinado pelos fundadores e pela instituição financeira intermediária.

Parágrafo 2º. A Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o registro a modificações no Estatuto ou no Prospecto e denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores.

²³ MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 75 a 134. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 2º vol. p. 100.

²⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 190.

quais será analisados nos tópicos abaixo. Isso ocorre para uma maior transparência e segurança da figura do investidor. De acordo com Carlos Augusto da Silveira Lobo:

São atos que estão sujeitos a formas solenes, regras imperativas e estrita regulamentação e fiscalização governamental, dado o interesse público de que se reveste a proteção do mercado de valores mobiliários, em cujo âmbito a subscrição pública se efetiva.²⁵

2.3.1. Registro CVM

A primeira exigência legal para o procedimento da subscrição pública é o prévio pedido de registro perante a CVM, segundo disciplinado pelo parágrafo 1º, do Art. 82²⁶, da LSA.

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primários e secundários, estão reguladas pela Instrução CVM nº400, de 29 de dezembro de 2003 (**ICVM 400**), e o procedimento de análise preliminar confidencial de pedidos de registro de emissão, distribuição pública de valores mobiliários e de companhias abertas é regulado pela Instrução CVM nº315, de 27 de setembro de 1999 e pela ICVM 480.

O prévio registro está sujeito à fiscalização governamental (já que a CVM é uma autarquia), formas solenes, estrita regulamentação e regras imperativas, pois há o interesse público e, portanto, existe a necessidade da proteção do mercado de valores mobiliários, em cujo âmbito a subscrição pública se realiza. Nos ensina Carlos Augusto da Silveira Lobo:

Na constituição por subscrição pública, ações da companhia são oferecidas ao público, no mercado de valores mobiliários. Porque compreende oferta dirigida a pessoas indeterminadas, esse modo de

²⁵ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 672.

²⁶ Art. 82 (...) Parágrafo 1º. O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e será instruído com: (a) o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento; (b) o projeto do estatuto social; e (c) o prospecto, organizado e assinado pelos fundadores e pela instituição financeira. (...)

substituição requer a realização de atos que se sucedem no tempo até a completa formação do vínculo jurídico criador da companhia.²⁷

O pedido deverá ser instruído com:

(i) O estudo de viabilidade econômica;

(ii) O projeto do estatuto social, previsto no Art. 83, da LSA, e este deve ter, no mínimo, a sede da companhia, objeto social, prazo de duração, o montante total do capital social, bem como a sua divisão em ações, o seu valor nominal, se houver, se há mais de uma categoria ou classe de ações, seus devidos direitos e restrições, o número de diretores, suas atribuições, poderes, remuneração e forma de substituição, se há ou não o conselho de administração e caso exista<deverá ter o número de conselheiros e as suas atribuições, o cálculo dos dividendos e sua distribuição entre os acionistas; e

(iii) O prospecto.

Com relação ao item **(i)** acima, o estudo de viabilidade deverá ser elaborado por empresa especializadas no ramo da economia, para que sejam levantados elementos técnicos que demonstrem aspectos quanto à uma boa oportunidade de interesse e captação de recursos perante o mercado. São itens obrigatórios que deverão constar do estudo de viabilidade econômica, de acordo com a ICVM 400: **(a)** a análise da demanda para as principais linhas de produto ou serviço que a companhia pretende oferecer ao mercado; **(b)** relatório do suprimento de matérias-primas; e **(c)** retorno estimado do investimento, com a exposição clara e objetiva das premissas adotadas na sua mensuração.

O item **(ii)** estabelece que o pedido de registro deve ser acompanhado com o projeto do estatuto social, o qual deverá ser elaborado por advogados, e irá definir as regras estruturais da Companhia, como a sua denominação, sede, capital social, órgãos da administração, representação e disciplina a base das relações entre os

²⁷ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 663.

acionistas, como a distribuição de dividendos e o preenchimento dos cargos de administração.

Por fim, o item **(iii)** trata do prospecto e este é o principal documento a ser apresentado, pois é um instrumento de divulgação do investimento a ser oferecido ao mercado. O documento apresentado pode ser eventualmente alterado pela CVM e pela Companhia. O referido prospecto deverá enumerar as condições estabelecidas no Art. 84²⁸, da LSA.

Modesto Carvalhosa exemplifica o papel do prospecto afirmando que:

O prospecto de fundação tem como principal papel informar aos eventuais subscritores do capital da companhia constituenda sobre todos os dados que dizem respeito ao próprio processo de constituição e também os referentes aos fundadores, direitos e vantagens que estes se reservam, além dos elementos relativos à subscrição de ações propriamente dita.²⁹

Além dos documentos acima mencionados, deverá ser apresentado o contrato de *underwriting*. Tal contrato será elaborado por meio da intermediação de uma instituição financeira escolhida pelo fundador da Companhia, conforme será estudado no tópico abaixo.

²⁸ Art. 84. O prospecto deverá mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento, e em especial: I - o valor do capital social a ser subscrito, o modo de sua realização e a existência ou não de autorização para aumento futuro; II - a parte do capital a ser formada com bens, a discriminação desses bens e o valor a eles atribuídos pelos fundadores; III - o número, as espécies e classes de ações em que se dividirá o capital; o valor nominal das ações, e o preço da emissão das ações; IV - a importância da entrada a ser realizada no ato da subscrição; V - as obrigações assumidas pelos fundadores, os contratos assinados no interesse da futura companhia e as quantias já despendidas e por despende; VI - as vantagens particulares, a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que as regula; VII - a autorização governamental para constituir-se a companhia, se necessária; VIII - as datas de início e término da subscrição e as instituições autorizadas a receber as entradas; IX - a solução prevista para o caso de excesso de subscrição; X - o prazo dentro do qual deverá realizar-se a assembleia de constituição da companhia, ou a preliminar para avaliação dos bens, se for o caso; XI - o nome, nacionalidade, estado civil, profissão e residência dos fundadores, ou, se pessoa jurídica, a firma ou denominação, nacionalidade e sede, bem como o número e espécie de ações que cada um houver subscrito; XII - a instituição financeira intermediária do lançamento, em cujo poder ficarão depositados os originais do prospecto e do projeto de estatuto, com os documentos a que fizerem menção, para exame de qualquer interessado.

²⁹ MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 1 a 74. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008, 1º vol. p. 116.

Primeiramente, caberá a CVM analisar se a Companhia é viável, sob o aspecto econômico e financeiro e se o fundador é uma pessoa idônea. O pedido de registro poderá ser indeferido caso o estudo de viabilidade econômica não convença a CVM e se esta considerar o fundador uma pessoa inidônea. Cumpre esclarecer que, a sociedade não está proibida de ser constituída, porém ela deverá ser constituída sob a forma de Companhia fechada ou outro tipo societário que for conveniente. No caso da viabilidade do estudo econômico da Companhia e da idoneidade do fundador, a CVM poderá somente deferir ou negar o pedido. Já com o projeto do estatuto social e prospecto há outras possibilidades a serem discutidas posteriormente.

Após a análise acima mencionada, com relação ao projeto do estatuto social, o prospecto e o formulário de referência, documento exigido pela ICVM 480, no qual devem conter todas as informações relevantes da Companhia, a CVM poderá exigir alterações em ambos os documentos, por meio de exigência formulada, a qual deverá ser cumprida no prazo estabelecido pela Companhia. Caso referida exigência não seja aceita pela Companhia, ela poderá ser constituída sob a forma de Companhia fechada ou outro tipo societário que for conveniente.

Conforme já referido acima, o Art. 2º da ICVM possibilita 02 alternativas para registro. Porém, por se tratar de constituição via subscrição pública de ações, só será permitido o registro perante a categoria "A".

A CVM deverá analisar o pedido de registros, devidamente instruído com os documentos acima mencionados, no prazo máximo de 20 dias úteis, sob pena de o registro ser automaticamente concedido e este prazo somente poderá ser interrompido uma única vez, caso a própria CVM solicite informações adicionais. Se a CVM elaborar exigências, a Companhia terá um prazo não superior a 40 dias úteis, podendo ser prorrogado por mais 20 dias úteis, para as exigências serem atendidas. A partir do recebimento de mencionada documentação, cumpridas as exigências, a CVM terá um prazo de 10 dias úteis para se manifestar sobre o pedido, o qual será automaticamente obtido se não houver qualquer manifestação. A decisão do deferimento será comunicado de ofício pela CVM.

2.3.2. A intermediação de instituição financeira autorizada

Segundo preconiza Alfredo Lazzareschi Neto:

O parecer CVM n.025/82: O Art. 82 da Lei n. 6.404, de 15.12.1976, estabelece que a intermediação das subscrições públicas só poderá ser realizada por instituição financeira. A Lei n. 4.595, de 31.12.64, definiu as instituições financeiras de forma geral e abrangente, esta definição pode abranger as sociedades distribuidoras que vieram a ser criadas pelo Lei 4.728, de 14.07.65. Esta lei usa a expressão “instituições financeiras” em sentido lato, para referir-se a todos os órgãos que regulamente.³⁰

Portanto, cabe à CVM estabelecer os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as operações e serviços que poderão realizar e prestar. Nesse sentido nos ensina Carlos Augusto da Silveira Lobo:

A instituição financeira que se refere o Art. 82 da LSA é definida no inciso I do Art. 15 da Lei 6.385 (que institui a CVM), ou seja, que tenha por objeto distribuir emissão de valores mobiliários como agente de companhia emissora (ou dos fundadores, no caso de companhia em organização) ou por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para colocá-la no mercado.³¹

Desta forma, o fundador deverá eleger uma instituição financeira para a prestação de serviços de *underwriting*. O principal objetivo da contratação é a colocação das ações junto ao mercado de capitais que será a etapa seguinte da constituição da Companhia. Porém, como a CVM exige que a documentação exigida por lei seja assinada por referida instituição financeira, a sua contratação é uma das primeiras providências a serem tomadas. Com isso, há a divisão de responsabilidades com o fundador, ou seja, é uma ampliação das garantias dos investidores.

O contrato de *underwriting*, elaborado pela instituição financeira, tem as seguintes possíveis bases: **(i)** o melhor esforço, o qual obriga a procura de

³⁰ LAZZARESCHI, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. 3^a ed. São Paulo: Sairava, 2010. p. 109/110.

³¹ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1^a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1^o vol. p. 712.

investidores interessados em subscrever as ações da Companhia; **(ii)** com garantias de sobra, na qual a instituição se obriga a subscrever, no todo ou em parte, as sobras das ações; e **(iii)** firme, na qual a instituição subscreve a totalidade das ações da Companhia para revendê-las posteriormente ao mercado em geral.

2.3.3. Colocação das ações

Após a obtenção do registro de Companhia aberta com realização dos procedimentos acima elencados, a Companhia poderá realizar a colocação das ações a serem emitidas pela Companhia juntamente com os investidores, para fins de subscrição. Assim, a instituição financeira tem o dever de captar recursos juntamente com os investidores, como forma de oferecer-lhes as ações da Companhia.

Haverá a lista ou boletim de subscrição, elencado no Art. 85, da LSA, mencionados documentos servem para que o subscritor manifeste a sua vontade de participar da Companhia em constituição, adquirindo as ações e pagando o devido preço de emissão. Cumpre esclarecer que a lista é um documento único, no qual diversas pessoas realizam a subscrição e o boletim contém a subscrição de uma única pessoa, ou seja, haverá diversos boletins. O ato de subscrição não é um contrato, mas sim uma declaração unilateral na qual o subscritor se obriga a participar da Companhia, uma vez devidamente constituída e esta manifestação é irrevogável. Alfredo Lazzareschi Neto comenta:

Mas o subscritor arrependido pode comparecer à assembleia geral dos subscritores e votar contrariamente à constituição da companhia.³²

Preconiza Fábio Ulhoa Coelho:

Como regra geral, não se admitem sobras de ações na constituição de companhias por subscrição pública. Caso se encerre o prazo de sua colocação sem que todas tenham sido subscritas, frustra-se irremediavelmente o processo constitutivo da sociedade, com o subsequente cancelamento, de ofício, do registro de emissão da

³² LAZZARESCHI, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. 3^a ed. São Paulo: Sairava, 2010. p. 113.

CVM. Em decorrência também das sobras, devem ser restituídas as entradas realizadas pelos subscritores.³³

A CVM autorizou a distribuição parcial das ações, como uma alternativa para contornar eventuais sobras, basta apenas a autorização do órgão societário que aprovou a operação e, assim, a Companhia pode ter o capital social menor do que aquele inicialmente projetado. Poderá ocorrer o inverso, ou seja, o excesso de interessados na compra das ações e, neste caso, será utilizada a solução prevista no prospecto.

Com o fim da subscrição, deverão ser realizados os mesmos procedimentos estudados acima, ou seja, a assembleia de constituição e as providências complementares. Porém, há uma pequena diferença, a Companhia aberta constituída por meio da subscrição pública de ações, não poderá ser constituída por meio de escritura pública.

2.4. A formação e a integralização do capital social

A formação do capital social está discriminada pelo Art. 7º³⁴, da LSA.

Alfredo Lamy Filho exemplifica da seguinte forma:

O capital social é a cifra, fixada no estatuto social, do montante das contribuições prometidas pelos sócios para formação da companhia que a lei submete a regime cogente, cujo fim é proteger os credores sociais.³⁵

Primeiramente, cumpre esclarecer que o capital social diferencia-se por ser subscrito ou integralizado, ou seja, o primeiro é o montante pelo qual os sócios comprometem-se a disponibilizar para a Companhia, como uma forma de capitalização e o segundo é referido montante de fato disponibilizado e transferido ao patrimônio social da Companhia. O capital social da Companhia deverá

³³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito da Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, Vol. 2. p.190.

³⁴ Art. 7º O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro.

³⁵ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 193.

obrigatoriamente ser expresso em moeda corrente nacional e o seu valor será fixado no estatuto social.

Desta forma, são três as possibilidades de integralização do capital social: **(i)** dinheiro; **(ii)** créditos; **(iii)** bens – móveis ou imóveis, corpóreos ou incorpóreos, desde que suscetíveis de avaliação em dinheiro. Como preconiza Fábio Ulhoa Coelho:

O acionista, ao assinar o boletim de subscrição, manifesta a sua concordância em pagar a companhia, a vista ou nos prazos assinalados, o preço de emissão de determinada quantidade de ações. O cumprimento dessa obrigação é o meio de formação do capital social.³⁶

O boletim de subscrição acima mencionado é documento integrante a ata de constituição da Companhia, no qual os acionistas obrigam-se a contribuir com parte do capital social, a vista ou a prazo.

Sobre a integralização do capital mediante bens existe o seguinte parecer da CVM, aplicável as sociedades por ações de capital aberto:

Parecer CVM n. 035/1995: Somente se admite a subscrição mediante a conferência de bens e créditos quando suscetíveis de avaliação. Art. 7º da Lei 6.404/76.³⁷

A forma mais utilizada para a integralização do capital social é em dinheiro, pois pela sua natureza sempre satisfaz os interesses da Companhia e é a forma menos complexa de se integralizar o capital. A contribuição é realizada no ato da subscrição da ação, exceto se o estatuto social ou o boletim de subscrição estipular a integralização a prazo. Assim, no ato da subscrição, a lei exige, a entrada mínima de 10% (dez por cento) do preço de emissão da ação e o saldo remanescente deverá ser realizado segundo constar do estatuto social ou do boletim da subscrição.

³⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito da Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, Vol. 2. p.166.

³⁷ Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em: 13 de maio de 2013.

O crédito é considerado como bem móvel e, portanto, a integralização do capital se dará mediante a efetiva transferência de referidos créditos do subscritor para a Companhia. Desta forma, mencionada transferência se equipara a uma cessão de crédito, na qual o cedente não responde pela solvência do devedor, mas apenas pela existência do crédito. Porém, o parágrafo único do Art. 10, da LSA, determina a responsabilidade do acionista pela solvência do devedor. Preconiza José Edwaldo Tavares Borba:

Aquele que integraliza capital com créditos torna-se coobrigado, pelo que a sociedade, não encontrando bens disponíveis do devedor, poderá dirigir a execução contra o acionista responsável.³⁸

Como já mencionado, os bens a serem utilizados na integralização do capital social poderão ser móveis ou imóveis, corpóreos ou incorpóreos, desde que suscetíveis de avaliação em dinheiro. Quando a integralização é realizada por meio de bens, é necessária a avaliação, justamente, para a determinação da equivalência entre a contribuição do acionista e a quantidade de ações que é justo receber. Portanto, a integralização se dá pela transferência do bem a Companhia, mas a sua avaliação deverá seguir os requisitos legais estabelecidos pelo Art. 8º³⁹, da LSA.

Os bens deverão ser avaliados, para a sua devida transferência à Companhia, por 03 peritos ou empresa especializada. Para referida escolha, deverá ser convocada assembleia geral preliminar de subscritores, instalando-se em

³⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 224.

³⁹ Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

Parágrafo 1º Os peritos ou a empresa avaliadora deverão apresentar laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembleia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.

Parágrafo 2º Se o subscritor aceitar o valor aprovado pela assembleia, os bens incorporar-se-ão ao patrimônio da companhia, competindo aos primeiros diretores cumprir as formalidades necessárias à respectiva transmissão.

Parágrafo 3º Se a assembleia não aprovar a avaliação, ou o subscritor não aceitar a avaliação aprovada, ficará sem efeito o projeto de constituição da companhia.

Parágrafo 4º Os bens não poderão ser incorporados ao patrimônio da companhia por valor acima do que lhes tiver dado o subscritor.

Parágrafo 5º Aplica-se à assembleia referida neste artigo o disposto nos §§ 1º e 2º do artigo 115.

Parágrafo 6º Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária.

primeira convocação com a presença de subscritores representando metade, pelo menos, do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número, e a escolha selecionará por pessoas ou empresas habilitadas para o serviço de avaliação e, também, dotadas de conhecimento técnico específico e da idoneidade pessoal inerente à função.

Feita a escolha, os bens serão avaliados e estudados para a elaboração de laudo pericial fundamentado, o qual deverá conter os critérios de avaliação, as comparações efetivadas, o valor de referidos bens e os documentos relativos. Os profissionais que elaboraram o laudo deverão comparecer a assembleia geral devidamente convocada para a sua apreciação, com o fim de esclarecer as eventuais dúvidas surgidas ou para esclarecimentos.

O subscritor ao assinar o boletim de subscrição conferiu um valor aos bens que comprometeu-se a transferir para a Companhia e o número de ações subscritas irá depender do valor estipulado para esses bens. Assim, temos o valor proposto pelo subscritor e o valor decorrente da avaliação dos bens e, assim, poderão ocorrer 03 hipóteses: **(i)** se o valor for igual, a assembleia geral poderá aprovar a incorporação dos bens a Companhia; **(ii)** se o valor for inferior ao proposto pelo subscritor, este poderá concordar com os peritos ou a empresa especializada, complementando o valor ou discordando e, dessa forma, ficará sem efeito a sua subscrição e, inclusive, o projeto de constituição da sociedade; e **(iii)** se o valor do bem for superior, deverá seguir-se o valor estipulado pelo subscritor, pois este fica vinculado ao valor proposto no boletim de subscrição, independentemente da conclusão dos peritos.

Porém, Alfredo Lamy Filho tem a seguinte interpretação sobre a integralização do capital social com bens:

Na formação do capital social em bens coloca-se o problema da avaliação em dinheiro dos bens contribuídos pelos subscritores, que sempre foi um dos mais difíceis de solucionar na legislação das companhias. A avaliação está longe de ser ciência exata, e a subscrição de bens prestou-se – e ainda continua a se prestar – a manobras fraudulentas contra credores e acionistas, pela atribuição

de valores exagerados e mesmo fantasiados aos bens contribuídos, com o conseqüente 'aguamento' do capital social.⁴⁰

Cumpra esclarecer que segundo o Art. 115, da LSA e seus parágrafos, os subscritores possuidores dos bens que serão avaliados não poderão votar nas deliberações que indicarem os peritos ou a empresa especializada e a aprovação do laudo, exceto se referidos bens pertencerem a todos os subscritores em condomínio. Adicionalmente, os avaliadores e os subscritores, já que este também atribui valor ao bem, poderão responder civilmente e criminalmente pela avaliação que procederam.

Concluindo-se, aprovado o laudo, é declarada constituída a Companhia e determinados requisitos serão cumpridos, a obtenção da entrega dos bens pelos já acionistas, o qual se dá a título de propriedade, caso não haja qualquer manifestação expressa, e o registro da incorporação dos bens no cartório competente.

2.5. Ação

2.5.1. Conceito e natureza de ação

Ação é um valor mobiliário que representa parcela do capital social da Companhia, como unidade de capital, que a emitiu e atribui ao seu titular a condição de sócio. Portanto, a ação é uma fração do capital social e a qual investe o seu proprietário como sócio, caracterizando, assim, a sua participação societária e este terá direitos e obrigações sobre ela.

Modesto Carvalhosa exemplifica o conceito da seguinte forma:

Em face do regime legal em vigor pode-se definir ação como a fração negociável em que se divide o capital social, representativa dos

⁴⁰ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 201.

direitos e obrigações dos acionistas. Faz exceção a preferencial de classe especial que não é negociável.⁴¹

Há um conjunto de direitos e obrigações inerentes à ação como consequência da qualidade em ser acionista, tais como a fiscalização da gestão dos negócios sociais, a participação dos lucros devidamente apurados, conforme determinado pela lei ou pelo estatuto social, e do acervo da Companhia caso ocorra a sua liquidação, o direito de preferência na subscrição em caso de nova emissão de valores mobiliários e o direito de recesso.

Ao se tornar acionista, este tem a obrigação patrimonial de integralizar o respectivo valor subscrito que se propôs, conforme já estudado em tópico anterior da presente monografia. Caso o acionista não cumpra com a sua devida obrigação de integralizar, acarretará na suspensão de seus direitos como acionista.

2.5.2. Ações com ou sem valor nominal

O estatuto social da Companhia irá definir se ações terão ou não valor nominal, conforme estabelece o Art. 11⁴², da LSA.

José Edwaldo Tavares Borba nos ensina o quanto se segue:

Correspondendo o capital social a um determinado número de ações, cada ação representa uma fração desse capital, do que resulta para cada ação um valor ideal, que não é senão o quociente da divisão do montante do capital pela quantidade de ações. Se esse ideal é declarado, tem-se uma ação com valor nominal; se não o é, tem-se uma ação sem valor nominal.⁴³

Portanto, o valor nominal resulta da divisão do capital social da Companhia pelo seu número de ações emitidas, independentemente de espécie ou classe, ou

⁴¹ MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 1 a 74. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 1º vol. p. 140.

⁴² Art. 11. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.

Parágrafo 1º Na companhia com ações sem valor nominal, o estatuto poderá criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal.

Parágrafo 2º O valor nominal será o mesmo para todas as ações da companhia.

Parágrafo 3º O valor nominal das ações de companhia aberta não poderá ser inferior ao mínimo fixado pela Comissão de Valores Mobiliários.

⁴³ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 232.

seja, é apenas uma simples operação matemática, por exemplo se o capital social da Companhia é de R\$ 5.000,00 e o número de ações emitidas é de 5.000, o valor nominal será R\$ 1,00. Porém, o capital social da Companhia poderá ser de R\$ 5.000,00 e o número de ações emitidas de 5.000 e sem valor nominal e isto será sempre determinado pelo estatuto social.

O valor da ação com valor nominal será igual para todas e, no caso da Companhia for aberta, o valor não poderá ser inferior ao mínimo fixado pela CVM. Não poderá ocorrer a emissão de novas ações por preço inferior ao seu valor nominal. A determinação do valor nominal será arbitrada pelos fundadores e subscritores da Companhia.

A ação com valor nominal cria uma confusão entre muitos investidores, ou seja, que esse valor tem algum significado como expressão do valor econômico da ação. Porém, uma vez emitida a ação, independentemente do seu valor, o seu valor econômico é decorrente da situação financeira da Companhia ou do padrão de relação de troca criado pelo andamento do mercado e referido valor econômico não necessariamente terá relação com o valor nominal da ação.

Outra problemática é citada por José Luiz Bulhões Pedreira:

Outro inconveniente da ação com valor nominal é o risco de impedir que a companhia possa colocar no mercado novas emissões de ações para obter capital adicional de que necessite para sobreviver: dependendo da situação da companhia e do mercado, a cotação da ação pode ser inferior ao valor nominal e, nesse caso, como a lei proíbe a emissão de ações por preço inferior ao valor nominal (art. 13), a companhia fica impedida de colocar novas emissões de ações porque nenhum investidor do mercado compra novas ações por preço superior aquele pelo qual pode comprar as mesmas ações em bolsa. Se a companhia perde parte do capital, a única solução para emitir nova ação é reconhecer essa perda reduzindo o valor nominal das ações em circulação, mas essa operação contribui para prejudicar a imagem da companhia no mercado.⁴⁴

As ações sem valor nominal são aquelas que não mencionam qualquer valor em moeda corrente nacional, ou seja, não há expressão do valor em dinheiro que

⁴⁴ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 223.

representam. Portanto, a participação societária do acionista é mensurada em razão do número de ações que possui, em proporção com o número total das emitidas pela Companhia.

O valor do preço da emissão das ações sem valor nominal deverá ser determinado no momento da constituição da Companhia pelos seus fundadores e subscritores ou quando esta realizar aumento do seu capital social pela assembleia geral ou pelo conselho de administração. Dessa forma, a cada aumento de capital, como a ação não possui valor nominal, a sua expressão, como fração do capital social, irá ajustar-se.

Porém, segunda faculta o parágrafo 1.º do Art. 11, da LSA, acima mencionado, a Companhia com ações sem valor nominal poderá criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal.

Waldirio Bulgarelli faz a seguinte observação:

As vantagens que se apontam para as ações sem valor nominal são de três ordens: 1. Elas permitem uma ideia mais aproximada do valor do título; 2. Representa exatamente a parte proporcional que o acionista possui sobre os bens sociais; e 3. Permitem à administração modificar facilmente o capital social, pelo aumento por meio da incorporação de reservas ou sua redução, sem manipulação ou modificação dos títulos em circulação.⁴⁵

Cada ação da Companhia corresponde à parcela do patrimônio líquido que é o valor patrimonial, o qual é estabelecido pela divisão do valor em reais de referido patrimônio líquido pelo número de ações.

O patrimônio líquido nada mais é que o ativo menos o passivo de uma Companhia. O ativo também é chamado de patrimônio bruto, ou seja, são todos os bens e direitos titularizados da Companhia e ao deduzir de referido ativo os valores correspondentes as obrigações devidas, obtêm-se o patrimônio líquido. Podemos citar o seguinte exemplo: caso a Companhia tenha um ativo de R\$ 10.000.000,00, o passivo de R\$ 5.000.000,00 e 5.000.000,00 de ações emitidas e, assim, obtemos o

⁴⁵ BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 13ª ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 126.

seguinte cálculo: R\$ 10.000.000,00 menos R\$ 5.000.000,00 = R\$ 5.000.000,00 dividido por 5.000.000,00 = R\$ 1,00.

O valor patrimonial de uma ação poderá ser maior ou menor que o valor nominal e esses dois valores dificilmente serão equivalentes, geralmente, apenas no momento da constituição da Companhia. Assim nos ensina Fábio Ulhoa Coelho:

(...) se multiplicarmos o valor nominal, de um lado, e o patrimonial, de outro, pelo numero de ações, o resultado será, respectivamente, o capital social e patrimônio líquido da sociedade. O primeiro (capital social) é, grosso modo, uma referência à contribuição inicial dos sócios, e o segundo (patrimônio líquido) 'aquilo que a sociedade tem em seu nome, descontadas as dividas. (...) o patrimônio líquido da sociedade passara a ser maior ou menor que o capital social, em função dos mais variados fatores jurídicos, econômicos e financeiros. Quer dizer, o valor patrimonial da ação muito dificilmente voltaria a coincidir com o nominal.⁴⁶

2.5.3. Ações ordinárias, preferenciais, gozo ou fruição

Neste tópico, trataremos sobre as espécies de ações, as quais estão disciplinadas no Art. 15⁴⁷, da LSA.

Independentemente da ação que o acionista detiver, seja ela ordinária, preferencial ou de gozo ou fruição, os direitos inerentes à ela serão iguais e deverão ser respeitados pela Companhia, os quais estão disciplinados pelo Art. 109⁴⁸ da LSA;

⁴⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito da Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, Vol. 2. p. 86.

⁴⁷ Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

Parágrafo 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

Parágrafo 2º 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.

⁴⁸ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; e V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

Parágrafo 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

Parágrafo 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral.

A criação da ação ordinária é obrigatória, sendo sua única característica específica, em todas as Companhias e que conferem ao seu titular o direito de voto pleno ou restrito e referidas ações ordinárias estão estabelecidas pelo Art. 16, LSA. Desta forma, as ações ordinárias são aquelas que obrigatoriamente formarão o capital social da companhia não possuindo qualquer tipo de preferências ou condições e, assim, chamadas, também, de ações “comuns”. A ação ordinária é aquela que confere direitos ordinários aos seus detentores, ou seja, não possui nenhuma vantagem, nem se sujeita a qualquer tipo de restrição, relativamente aos direitos comuns atribuíveis aos acionistas.

As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diferentes e estas poderão ser criadas sem função da conversibilidade em ações preferenciais, exigência de nacionalidade brasileira do acionista, ou direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos nos órgãos da administração. A identificação das classes se dará pela classificação em letras como no caso das ações preferenciais. Porém, a divisão em classes das ações ordinárias não é uma prática comum no mercado atual. Cumpre esclarecer, assim, que se a companhia deseje abrir o seu capital e tornar-se aberta, deverá eliminar a diversidade de classes de ações ordinárias, se for o caso.

Portanto, as ações de uma companhia, a princípio, são ordinárias, caso o seu estatuto social contiver apenas o número de ações em que se divide o capital social sem qualquer referência a sua espécie. Nos ensina Fábio Ulhoa Coelho que:

As ações ordinárias concedem, sempre, ao respectivo titular o direito de voto na assembleia geral, de modo que o acionista detentor de mais da metade das ações dessa espécie é controlador da companhia e pode, por essa razão, eleger os administradores, aprovar a maior parte de alterações estatutárias, decidir os assuntos de natureza geral do interesse da sociedade etc.⁴⁹

Assim, os ordinaristas poderão ser divididos em minoritários e controlador, os quais apresentam relações complexas e conflituosas, justamente, por se tratar de

Parágrafo 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

⁴⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito da Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, Vol. 2. p. 101.

assuntos sobre o exercício do poder de controle e tutela dos interesses de mencionados minoritários.

As ações preferenciais, também chamadas de privilegiadas, são aquelas que conferem aos seus possuidores determinados direitos e vantagens de ordem política ou patrimonial, como a distribuição de dividendo prioritário, fixo ou mínimo antes dos acionistas ordinaristas, isto é, um tratamento diferenciado, as quais estão dispostas no Art. 17, da LSA. O Estatuto Social é o documento que define que a ação ser preferencial e, também, as preferências e direitos relativas a ela. O denominado acionista preferencialista irá dispor de uma condição vantajosa que os demais acionistas não terão.

Contudo, o capital social de uma companhia não poderá ser representado totalmente por ações preferenciais, independentemente de todas ou parte delas tenham direito pleno de voto, como será especificado adiante, e estas não poderão ultrapassar 50% (cinquenta por cento) das ações emitidas pela companhia, exceto nas companhias abertas com porcentagem maior existentes na data de entrada em vigor da Lei da Reforma das Sociedades por Ações e nas companhias fechadas existentes, no momento em que decidirem abrir o seu capital. Como nos ensina Fábio Ulhoa:

As demais serão ou todas ordinárias, ou parte ordinárias ou parte preferenciais com direito de voto. Essa limitação legal permite organizar de forma concentrada o poder de controle das sociedades anônimas.⁵⁰

O acionista que decide subscrever ou adquirir a ação preferencial considera a vantagem garantida pelo Estatuto Social satisfatória. Desse modo, a companhia deve estabelecer em referido Estatuto vantagens capazes de atrair mencionados acionistas.

Da mesma maneira que a ação preferencial atribui determinadas vantagens a seu possuidor, ela também pode estar sujeita a restrições, como o direito de voto. É uma prática comum entre as sociedades anônimas brasileiras a vedação, em seus Estatutos Sociais, do direito de voto, ou seja, o acionista titular de ações

⁵⁰ Idem. p. 107.

preferenciais não terá o direito de participar das decisões de interesse da companhia. O acionista poderá apenas fiscalizar a administração da companhia, não podendo interferir e, assim, podemos considerar referido acionista como mero prestador de capital. Caso não haja qualquer previsão da restrição ao voto no Estatuto Social, o preferencialista poderá votar como um ordinarista.

Porém, há uma exceção em que o acionista poderá votar, seja ela o não pagamento de dividendos fixos ou mínimos, obrigatoriamente, no prazo previsto no Estatuto Social, o qual não poderá ser superior a três exercícios sociais consecutivos, desde que haja a previsão dessa preferência estatutária. Assim como as ações ordinárias, as ações preferenciais também pode ser divididas em classe e, desta forma, determinada classe poderá ter o direito de voto e outra não. Portanto, não podemos considerar a restrição ao direito de voto absoluta.

Atualmente, a emissão de ações preferenciais está em desuso, pois estas sempre estão ligadas a concentração do poder de controle e o investidor atual tem interesse de votar, para participar de decisões relevantes e de interesses da companhia. Com as novas práticas de Governança Corporativa e dos mecanismos utilizados para a proteção dos minoritários, como será visto adiante, a BM&FBOVESPA possui níveis de Governança e dependendo da escolha de referido nível pela companhia, a emissão de ações preferenciais não é admitida. Portanto, a companhia terá obrigatoriamente e somente ações ordinárias de sua emissão.

As ações de fruição são aquelas atribuídas aos acionistas que detêm ações ordinárias ou preferenciais que foram totalmente amortizadas, isto é, a antecipação do valor que referido acionista receberia caso a companhia fosse dissolvida ou liquidada, não podendo afetar o capital social.

Poderão ser pelo Estatuto Social da Companhia restrições às ações de fruição, caso não seja especificada em referido Estatuto, caberá a assembleia geral definir as restrições, como o ganho ou a perda do direito de votos. Todavia, há 03 hipóteses de restrições que atingem todos os acionistas que possuem esse tipo de ação: **(i)** concorrem ao acervo líquido da companhia somente após a compensação em favor das ações não amortizadas; **(ii)** caso exerçam o direito de recesso, o

reembolso do valor das ações também será objeto de compensação; e **(iii)** não há o recebimento de juros sobre capital próprio.

3. O ACORDO DE ACIONISTAS

3.1. Conceito

O Acordo de Acionista está disciplinado pelo Art. 118⁵¹, da LSA e foi alterado pela Lei da Reforma das Sociedades por Ações.

O Acordo de Acionista visa regular as relações entre os acionistas da companhia com o objetivo de protegerem seus interesses, quais sejam, estabelecidos pelo Art. 118 acima, **(i)** compra e venda de ações; **(ii)** preferência em adquiri-las; e **(iii)** o exercício do direito a voto ou do poder de controle. Firmado referido Acordo, este deverá ser arquivado na sede da companhia.

Fábio Ulhoa Coelho exemplifica o Acordo de Acionistas da seguinte forma:

as relações de poder entre os acionistas, como qualquer outra relação social, são dinâmicas, no sentido de que variam, ou podem variar, de forma significativa, por influxo das mudanças de interesses

⁵¹ 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.

Parágrafo 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.

Parágrafo 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).

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

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

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

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

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

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

Parágrafo 9º O não comparecimento à assembleia 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.

Parágrafo 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.

(fatores racionais) ou humores (fatores emocionais) das pessoas envolvidas. Em vista disso, os acionistas procuram estabilizar essas relações, com o objetivo de garantirem contra as variantes nas posições acionárias.⁵²

Na grande maioria dos casos, o Acordo de Acionistas irá regular as seguintes matérias **(i)** o exercício de direito de voto, como, por exemplo, acionistas que detêm o controle da companhia unirem-se para a votação em determinadas pessoas para determinados cargos; e **(ii)** a alienação das ações da companhia, como, por exemplo, os acionistas decidirem que não deverá haver a alienação de ações para determinados investidores. Desta forma, podemos afirmar que o Acordo de Acionistas é o principal instrumento do direito societário utilizado para a regulamentação das relações acionárias.

A doutrina atual denomina o Acordo de Acionistas como um contrato parassocial, pois regula ou complementa os direitos e obrigações dos acionistas da companhia e, desta forma, são considerados coligados ao Estatuto Social ou acessório deste. Por se tratar de um contrato, este estará submetido às normas comuns de validade e eficácia do negócio jurídico privado.

Modesto Carvalhosa estabelece que:

Tais acordos visam à composição dos interesses dos acionistas com respeito ao exercício de seus direitos políticos, junto à companhia, e patrimoniais sobre suas ações.⁵³

Para a eficácia e validade do Acordo de Acionistas determinados requisitos deverão ser preenchidos, como em qualquer negócio jurídico, sejam estes **(i)** agente capaz; **(ii)** objeto lícito; e **(iii)** forma prescrita ou não defesa em lei, conforme determina o Art. 104 do CC.

O Parecer CVM n. 006/80, o qual trata sobre o Acordo de Acionistas, afirma:

É contrato celebrado entre titulares de direitos de sócio de uma companhia para compor o modo de exercício dos direitos conferidos

⁵² COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito da Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, Vol. 2. p. 184.

⁵³ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 21.

por suas ações, tendo por objeto a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto e do poder de controle. O Acordo de Acionistas é parte integrante dos instrumentos de organização da companhia e cria condições para sua eficácia prática. Tem natureza acessória em relação ao estatuto social, porquanto sua eficácia depende da própria existência da pessoa jurídica, bem como em razão do de o Acordo de Acionistas apenas regular o exercício dos direitos decorrentes da lei e do estatuto.⁵⁴

Com relação às partes do Acordo de Acionistas, somente os acionistas poderão figurar como parte, ou seja, somente aqueles detentores de ações da companhia. Portanto, nem administrador, terceiro e tão pouco a companhia poderão configurar como parte, caso contrário o Acordo de Acionistas poderá ser considerado como fraude à lei, tendo em vista a ilegitimidade da parte.

Cumprе esclarecer que no Acordo de Acionistas somente serão vinculadas aquelas ações pertencentes? aos acionistas signatários.

3.2. Partes

As partes do Acordo de Acionistas poderão ser somente os acionistas da Companhia, ou seja, aqueles titulares de ações, incluindo, assim, os titulares de direitos de referidas ações, como os usufrutuários e os fideicomissários. Porém, há exceções como nos ensina Modesto Carvalhosa:

Não cabe, portanto, à própria sociedade, no sentido formal, e muito menos os seus administradores e terceiros figurarem como partes em tal avença, não obstante ser a companhia parte em sentido substancial nos acordos de controle. E nos acordos de bloqueio (preferência e opção) a companhia será parte também formal quando for titular de direito de preferência na aquisição de ações, para mantê-las em tesouraria (art. 30 da lei societária).⁵⁵

A Companhia não configura como parte no Acordo de Acionistas, irá figurar apenas como interveniente anuente, apenas para tomar ciência da celebração de mencionado Acordo e poder arquivar uma via em sua sede, conforme determina Artigo 118, da LSA anteriormente mencionado.

⁵⁴ Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em 13 de maio de 2013.

⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 30 e 31.

Alfredo Sérgio Lazzareschi nos ensina que o Acordo de Acionistas:

É contrato celebrado entre titulares de direitos de sócios de uma companhia para compor o modo de exercício dos direitos conferidos por suas ações, tendo por objeto a compra e a venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito de voto e do poder de controle. O acordo de acionista é parte integrante dos instrumentos de organização da companhia e cria condições para sua eficácia prática. Tem natureza acessória em relação ao estatuto social, porquanto sua eficácia depende da própria existência da pessoa jurídica, bem como em razão do fato de o acordo de acionistas apenas regular o exercício dos direitos decorrentes da lei e do estatuto.⁵⁶

Com relação ao administrador ser parte do Acordo de Acionistas, há dois posicionamentos na doutrina atual. O primeiro estabelece que o administrador poderá ser parte, pois a Lei da Reforma das Sociedades por Ações ao prever o controle como matéria de Acordo de Acionistas permite que tal controle seja exercido pela administração e o Artigo 116, alínea b, prevê a orientação dos órgãos da companhia como atribuição do controlador.

O segundo posicionamento tem como base o próprio Artigo 118, o qual trata especificamente do Acordo de Acionistas, de modo que o administrador, ainda que acionista, somente nesta condição pode ser parte e o Artigo 139, da Lei da Sociedade por Ações, o qual não permite a delegação dos poderes conferidos por lei à administração a outro, criado por lei ou estatuto. Para Modesto Carvalhosa:

Os acordo de acionistas firmados entre acionistas e administradores da companhia, estará configurada, desde logo, fraude à lei, não sendo, portanto, tal avença admissível em qualquer circunstância.⁵⁷

Nos últimos anos, vem ocorrendo a dispersão acionária de determinadas Companhias no mercado acionário brasileiro e não há a figura do acionista controlador e quem conduz o processo e o interesse empresarial acaba sendo exercida pela figura do administrador. Desta forma, pode certo grupo de acionistas minoritários unir-se por meio de Acordo de Acionistas com determinados administradores, para votar, por exemplo, em favor de propostas da administração e

⁵⁶ LAZZARESCHI, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 201.

⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 31.

aprovação de suas contas. Assim, seria o instrumento ideal para a execução de tais objetivos ilícitos e contrários à lei e ao interesse social da Companhia.

3.3. Forma

Para que possa produzir efeitos, o Acordo de Acionista necessariamente deverá ter a forma escrita e, como nos ensina Modesto Carvalho:

É inerente à tipicidade do acordo de acionistas a sua forma escrita, nos termos do artigo 118 da lei societária, para que possa produzir os seus efeitos, na medida em que são daqueles negócios que, para serem oponíveis a terceiros e à própria companhia, demandam seu arquivamento na sede social.⁵⁸

Portanto, o documento escrito é inerente para a eficácia do Acordo de Acionistas, ou seja, não é uma vontade decorrente das partes, para a sua conveniência e segurança.

Porém, o artigo 118, da LSA, não determina a forma escrita, somente o arquivamento na sede da Companhia e a sua publicidade perante as partes e terceiros. Desta forma, podemos concluir que em decorrência do arquivamento, da publicidade e, também, da averbação no livro de registro e certificado de ações o Acordo de Acionistas deverá ter a forma escrita, sendo assim um documento vinculante, irrevogável e irretroatável.

Caso o Acordo de Acionistas não for documentado, não haverá a nulidade de referido documento, no entanto, este será ineficaz perante a Companhia e terceiros.

3.4. Duração

O Artigo 118, da LSA, não prevê qualquer tipo de prazo para o Acordo de Acionistas. Desta forma, os Acordos podem ser celebrados por prazo determinado ou indeterminado conforme determinar a vontade das partes. Porém, o parágrafo 6º, do Artigo 118, da LSA, introduzido pela Lei da Reforma das Sociedades por Ações,

⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 31.

estabelece que o prazo do Acordo de Acionistas poderá ser fixado pelo termo ou pela condição resolutive.

Cumprido esclarecer a diferença entre termo e condição. Termo seria o dia no qual começaria ou extinguiria a eficácia do Acordo de Acionistas e condição seria uma cláusula estipulada, segundo a vontade das partes, que estaria subordinado à um evento futuro e incerto.

Nos ensina José Edwaldo Tavares Borba:

Havendo determinação de prazo, não poderão as partes dele se desvincular, a não ser por mútuo consentimento ou uma vez findo o prazo, quando os efeitos do acordo estarão extintos.⁵⁹

Sendo o Acordo de Acionistas celebrado por tempo indeterminado, as partes poderão, a qualquer tempo, o denunciá-lo. Caso referida denúncia proceda de boa-fé e mediante prévio aviso, não haverá a obrigação de indenização por perdas e danos. Porém, as partes poderão optar por estimular uma multa em caso de denúncia.

Assim estabelece Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa:

Podem ser objeto de denúncia (instituto voltado para a extinção de qualquer contrato por iniciativa unilateral) os acordos cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutive, segundo as estipulações que tiverem sido especificamente elaboradas pelos participantes.⁶⁰

3.5. Publicidade e eficácia

O caput do Artigo 118, da LSA, trata do arquivamento do Acordo de Acionistas na sede da Companhia. Assim, arquivado o Acordo de Acionista este passa a ter efeitos perante a Sociedade e terceiros. Porém, referido artigo não estabelece como o arquivamento deve ser feito, a doutrina estabelece que pode ser

⁵⁹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 358.

⁶⁰ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2008. p. 326.

qualquer documento suscetível de arquivamento, como o protocolo físico ou via eletrônica de referido documento.

Nesse sentido é o ensinamento de Modesto Carvalhosa:

O arquivamento do instrumento que vincula os acordantes junto à sociedade tem o efeito de publicidade, do que decorre a sua oponibilidade junto a ela e a terceiros.⁶¹

A Companhia, quando arquivado o Acordo de Acionistas, não será considerada como terceiro, mas, sim, interveniente anuente. Isto ocorre, pois é com relação à Companhia que o Acordo de Acionistas deverá ser exercido e, assim, os acionistas não convenientes e as demais pessoas é que serão considerados como terceiros.

Carlos Augusto da Silveira Lobo nos ensina o quanto segue:

Os dois ônus previstos no artigo 118 têm finalidades distintas: o arquivamento se destina a produzir o efeito de obrigar a companhia relativamente às disposições sobre o exercício do direito de voto e do poder de controle: a averbação confere efeitos *erga omnes* às cláusulas relativas à disposição das ações.⁶²

Portanto, podemos notar que o arquivamento do Acordo de Acionistas é de suma importância para que produza os devidos efeitos. Ademais, o Acordo de Acionistas deverá ser averbado no Livro de Registro de Ações Nominativas e nos controles de instituição financeira responsável (ações escriturais) e, desta forma, as ações devidamente averbadas ficam excluídas das negociações de mercado (bolsa ou balcão).

Nesse sentido é o Parecer da CVM n.º 002/88:

Acordo de Acionistas, quando não registrado na Companhia nem averbado nos livros e certificados de ações, é *res inter alios acta*, não

⁶¹ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 52.

⁶² LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 474.

exigível seu cumprimento à companhia, nem oponíveis a terceiros suas cláusulas.⁶³

Em se tratando de companhia aberta, o Acordo de Acionistas deverá ser enviado para a CVM, para a sua devida publicação em seu site para que os acionistas não signatários ao referido Acordo e investidores tenham o devido acesso.

3.6. Objeto

O objeto do Acordo de Acionistas está previsto no próprio caput do Artigo 118, da LSA, sendo este a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito de voto e do poder de controle.

Segundo o doutrinador Carlos Augusto da Silveira Lobo:

Já se vê que os acordos de acionistas estão voltados para o exercício do poder político, que, em focalização mais aguda, concentra-se no voto. Em suma, praticamente todos os acordos de acionistas são relativos ao direito a voto. As cláusulas sobre a disposição das ações não desmentem essa assertiva, pois no mais das vezes têm como finalidade restringir o poder de disposição para preservar os compromissos e expectativas sobre o comportamento político do acionista. Quanto ao poder de controle, mesmo quando exercido de fato fora das assembleias, tem por fonte a titularidade da maioria dos direitos de voto na Assembleia Geral.⁶⁴

Desta forma, temos três espécies de Acordo de Acionistas, **(i)** acordo de controle; **(ii)** acordo de voto dos minoritários; e **(iii)** acordo de bloqueio ou de compra e venda de ações e de títulos conversíveis em ações ou de preferência na sua aquisição, os quais serão estudados nos próximos tópicos.

⁶³ Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em 13 de maio de 2013.

⁶⁴ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 443.

3.7. Tipos de Acordo de Acionistas

3.7.1. Acordo de Controle ou de voto

Primeiramente, cumpre esclarecer o que é o controle na lei societária, o qual será melhor explicado em item próprio, segundo estabelecido pelo Art. 116⁶⁵, da LSA.

Portanto, podemos concluir que o controle societário é aquele o qual é utilizado para dirigir e estabelecer as diretrizes das atividades sociais. Assim nos ensina Modesto Carvalhosa:

Esse conceito de controle societário tem um sentido material e substancial, devendo-se entendê-lo como o poder permanente de impor a vontade dos acionistas detentores da maioria absoluta do capital votante nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir autonomamente o processo empresarial, que é o seu objeto.⁶⁶

O Art. 118, da LSA instituiu o poder comum de controle, nomeado como Acordo de Controle, sendo um dos 03 tipos de Acordo de Acionistas, para o exercício do poder de controle.

Como já vimos anteriormente, o Acordo de Acionista poderá versar somente sobre as matérias constantes no caput do Art. 118, da LSA e o exercício do poder de controle foi instituído por força da Lei da Reforma das Sociedades por Ações, uma alteração significativa com relação ao objeto do Acordo de Acionistas.

O Acordo de Controle ou de Voto é a junção de acionistas com ações que representam participação societária relevante na Companhia, para a obtenção,

⁶⁵ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: (a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

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.

⁶⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 191.

consolidação e reforço da posição de controle, não podendo ser utilizado como instrumento de abuso de poder ou desvio de finalidade da Companhia. Assim, o conjunto das ações que confere essa maioria de votos nas deliberações em Assembleia Geral é denominado como bloco de controle, o qual será devidamente analisado em momento oportuno.

Nesse sentido é o ensinamento de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França:

O Acordo de Controle tem como finalidade congregar os grupos vocacionados, pela sua relevante participação no capital social votante o poder-dever de comando permanente da companhia, ao somarem mais do que a metade do seu capital votante.⁶⁷

Desta forma, o Acordo de Controle poderá ser de 02 espécies, **(i)** aquele que cria o bloco de controle; ou **(ii)** aquele que aumenta o bloco de controle. No primeiro item, como já mencionado acima, são partes pessoas que possuem quantidade de ações insuficiente para terem o controle da Companhia e, assim, juntam-se para formar o bloco de controle, para exercer, conjuntamente, o controle. Já no segundo item, ocorre a inclusão de novo acionista no bloco de controle formado anteriormente, porém a regra é ocorrer o descrito no item (i) acima.

Os acionistas que vinculam suas ações por meio de Acordo de Controle visam exercer o poder de controle através de voto na Assembleia Geral, como também a orientação e o funcionamento dos órgãos da Companhia. Nos ensina Carlos Augusto da Silveira Lobo:

O acordo de controle é necessariamente um acordo de voto, mas deste se distingue porque o poder de controle não se exerce apenas através do direito de voto na Assembleia Geral, mas também sob a forma de atos do acionista controlador, que orienta o funcionamento dos órgãos sociais fora das reuniões da Assembleia Geral.⁶⁸

⁶⁷ DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. **Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 267.

⁶⁸ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 461.

Assim, o Acordo de Controle vincula, além dos acionistas signatários da Companhia, os membros da Diretoria e do Conselho de Administração, caso a Companhia possua este órgão colegiado, desde que devidamente eleitos. Tendo em vista que eleição de referidos membros se dará pelos acionistas signatários do Acordo de Acionistas e pela redação do parágrafo 8.º supra citado, o qual determina expressamente que o presidente do Conselho de Administração e da Diretoria não poderão computar voto proferido com infração ao Acordo de Acionista.

São esses os ensinamentos de Modesto Carvalhosa:

Temos assim que o acordo de controle, na conformidade do caput do Artigo 118, tem por objeto o exercício do poder-dever de controle, que é exercido, primeiro nos órgãos da administração da companhia para, depois, exprimir-se na assembleia geral.⁶⁹

Os acionistas assumem a obrigação de exercerem de modo uniforme e coerente os direitos de votos atribuídos pelas ações vinculadas no Acordo de Acionistas, pois é assim que é criada a obrigação do poder de controle da Companhia, ou seja, é a maioria de votos na Assembleia Geral, para conduzirem os negócios da Companhia, bem como a consecução do seu objeto social. Caso não haja a votação de modo uniforme, o poder de controle deixa de existir.

Além do bloco de controle deter a maioria dos votos nas deliberações ocorridas em Assembleia Geral, este também possui o poder de eleger a maioria dos administradores da Companhia e são ambos que asseguram o poder de controle ao referido bloco de controle, definido pela alínea b, do Artigo 116, da LSA, anteriormente mencionado.

Para que haja o cumprimento da obrigação de votar em conjunto e eleger a maioria da administração da Companhia, há a necessidade das reuniões prévias, importante estipulação no Acordo de Controle, para definir as diretrizes dos votos e para que sejam corretamente proferidos em Assembleia Geral segundo deliberação de referida reunião prévia. A reunião prévia deverá ser convocada nos termos estabelecidos no Acordo de Acionistas e no seu silêncio pelas regras da LSA.

⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 215.

Assim são os ensinamentos de Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto:

A reunião é prévia porque se realiza antes da assembleia geral ou da reunião dos órgãos administrativos. Essa reunião prévia serve para definir o rumo dos votos a serem proferidos pelas ações dos signatários em assembleia geral e/ou pelos conselheiros ou diretores eleitos pelos signatários nas reuniões do conselho de administração ou da diretoria, conforme o caso.⁷⁰

Ao instituir como matéria do Acordo de Acionistas o exercício do poder de controle, a Lei da Reforma das Sociedades por Ações criou o regime de voto em bloco, ou seja, os acionistas signatários do Acordo de Acionistas deliberam por maioria absoluta, via reunião prévia, a direção dos votos que serão dados sobre as principais matérias nas assembleias gerais ou especiais pelas ações do bloco de controle. Na mesma reunião prévia deverá ser decidida a direção dos votos que serão dados sobre as principais matérias pelos administradores representantes do bloco de controle nos órgãos da administração da Companhia.

A reunião prévia pode ser denominado como um órgão interno, no qual os signatários do Acordo de Controle unem-se para uma comunhão de interesses comum em favor da Companhia e poderá ser representada por um síndico. Cumpre esclarecer que referida comunhão de interesses visa o controle da Companhia.

Podemos concluir a disposição acima com os comentários de Modesto Carvalhosa:

A reunião prévia, como órgão de comunhão formada em virtude do acordo de voto, tem como manifestar válida e eficazmente a vontade majoritária de seus signatários. Assim, a reunião prévia é o instrumento do exercício do poder-dever de controle comum, significando que todos os signatários do acordo de voto estão vinculados por um denominador comum, representado pela uniformidade do poder-dever de controle comum (art. 116, caput) da sociedade, abrangendo todos os signatários, sem qualquer prerrogativa de exercício individual.⁷¹

⁷⁰ LAZZARESCHI, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. 3^a ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 213.

⁷¹ MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedade Anônimas**. Artigos 1 a 74. 5^a ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 1^o vol. p. 529.

Para que seja válida e eficaz, a reunião prévia deverá ser convocada e instalada nos termos do Acordo de Controle e, caso não haja qualquer previsão nesse sentido, deverá obedecer as regras de convocação e instalação contidas na LSA. Porém, caso haja a presença da totalidade dos signatários o Acordo de Controle, ficam dispensadas as formalidades de convocação e de instalação. Se houver qualquer vício de convocação e de instalação, as deliberações tornam-se ineficazes.

Portanto, o Acordo de Controle é o Acordo de Acionista que possui como objeto o exercício do poder de controle da Companhia e deve conter necessariamente cláusulas que visem a viabilização do objeto social, bem como a implementação de seu interesse social.

3.7.2. Acordo de voto (minoritário) ou defesa

Para a introdução deste tópico vejamos os ensinamentos de Carlos Augusto da Silveira Lobo:

São referidos como “proteção de minoria” os acordos firmados, de um lado, pelo acionista controlador ou a sociedade controladora e, de outro, por um ou mais acionistas minoritários, pelos quais o controlador se obriga a não votar em matérias especificadas sem a prévia anuência dos minoritários (...); a votar em determinado sentido em relação a algumas matérias, a manter certa política de dividendos; a não aumentar o capital social, ou limitá-lo a certo montante; a assegurar ao grupo minoritário participação em órgãos administrativos etc.⁷²

O conceito de acionista minoritário, cuja participação no capital social é dissociada do poder de controle, é estabelecido em oposição à noção de acionista controlador, ou seja, todos aqueles acionistas que não participam do controle da companhia, conforme estudado no item anterior. Porém, o acionista minoritário poderá deter o poder de controle da Companhia caso haja a dispersão acionária, tópico que será analisado em momento oportuno.

⁷² LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 459.

O Acordo de voto (minoritário) foi introduzido no direito societário brasileiro pela Lei da Reforma das Sociedades por Ações, para o exercício de direitos políticos dos minoritários, assim explicado por Modesto Carvalhosa:

(...) o acordo de voto (...) reservou ao exercício de direitos próprios dos minoritários para, assim, distingui-lo do acordo de controle, reservado, por sua vez, aos acionistas que logrem compor a maioria absoluta das ações votantes da companhia.⁷³

O objetivo da Lei da Reforma das Sociedades por Ações foi o de criar medidas de proteção para os minoritários contra qualquer tipo de abuso por parte dos acionistas controladores da companhia e para que uma minoria organizada se arranje em torno de um mesmo objetivo. Cumpre esclarecer que a expressão “minoría” não tem, necessariamente, relação com o número de ações ou pessoas, mas sim com o poder que uma determinada parte de acionistas tem para cumprir os objetivos e interesses sociais da companhia.

A LSA criou uma série de mecanismos e direitos para os acionistas minoritários e, em diversos casos, para serem exercidos é necessários que uma minoria organizada de referidos acionistas unam-se, por meio de Acordo de Acionistas, para viabilizar o seu objetivo comum. São esses os ensinamentos do doutrinador Marcelo M. Bertoldi:

O acordo de acionista apresenta-se como uma ferramenta eficaz para a aglutinação dessa minoria, por meio do qual seus signatários, não detentores do poder de controle da companhia, procuram resguardar seus interesses em comum.⁷⁴

Os Acordos de voto para os minoritários versam sobre determinadas matérias, sejam estas: **(i)** eleição de administradores e fiscais que os representem; **(ii)** postura no exercício da dissidência perante os controladores e a administração da companhia; e **(iii)** para eleger, por maioria simples, os administradores que irão comandar a companhia que tenha o seu capital disperso.

⁷³ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 120 e 121.

⁷⁴ BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 86.

Desta forma, os Acordos de voto tem natureza específica visto que a eles não se aplica o disposto nos parágrafos 8.º e 9.º do Artigo 118, da Lei das Sociedades Anônimas, com relação administradores eleitos pelos minoritários. Isto posto referidos parágrafos 8.º e 9.º são utilizados para o exercício do poder de controle comum que, conforme a lei, destina-se ao cumprimento e à implementação do interesse social da companhia.

Os Acordos de voto devidamente assinados e cumpridos os requisitos descritos nos itens acima, regulam somente a vontade e os interesses dos minoritários. Tendo assim como função, a implementação, a favor dos minoritários, determinadas normas legais e cláusulas do estatuto social. Diferente do Acordo de Controle, cuja função é implementar o interesse social e os objetivos estatutários da companhia.

Nesse sentido, não é a companhia, no caso específico dos Acordos de votos de minoritários, titular de interesse nele convencionado, mas sim os próprios acionistas minoritários. Portanto, não cabendo a estes a consecução dos negócios e do interesse social da companhia, sendo certa esta função dos acionistas controladores.

Assim é o pensamento do ilustre Modesto Carvalhosa:

Não obstante, sendo parassociais, os acordos de voto fundam-se na boa fé e na *affectio* entre os convenientes, visando ao fim comum de concerto de voto minoritário em prol dos interesses deles próprios. (...) é acessório ao pacto societário, e se refere a determinadas cláusulas do estatuto e não à lei interna da companhia, como um todo.⁷⁵

Embora o Acordo de votos de minoritários seja acessório, este deve manter o equilíbrio entre os interesses pessoais dos acionistas minoritários e os da companhia, não somente com relação às cláusulas, mas também, com a própria conduta dos signatários. Desta forma, os interesses e direitos pessoais dos minoritários não devem prevalecer com relação aos da companhia.

⁷⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 262 e 263.

Nas companhias de capital disperso, a função de referido Acordo é de unir os votos dos minoritários, ou seja, a concentração de votos dos não controladores, visando a eleição dos administradores que irão conduzir os negócios da companhia, bem como os interesses sociais. É uma forma de minoria organizada e ativa com o objetivo de defesa de seus interesses diante dos controladores e da administração da companhia. Isso ocorre para contrabalancear o poder de controle e estabelecer um contraponto de forças e de interesses.

Portanto, neste aspecto podemos defini-lo como Acordo de defesa já que há a proteção aos minoritários, para a participação moderada nas deliberações em sede de assembleia geral e/ou especial e a participação minoritária nos órgãos da administração e conselho fiscal da companhia, conforme faculdade estabelecida em lei.

Assim, com a organização dos minoritários temos o seguinte ensinamento de Modesto Carvalhosa:

É na defesa de prerrogativas próprias que devem organizar-se os minoritários, por meio do acordo de voto, no sentido de evitar que os controladores criem minorias fictícias, a fim de impedir o exercício regular de tais direitos pelos legítimos minoritários.⁷⁶

O Acordo de Defesa compõe os interesses dos minoritários independentemente da classe ou da espécie das ações possuídas pelos signatários.

O Acordo de voto proporciona o exercício dos direitos da minoria – pressupõe a titularidade de um percentual mínimo de ações para referido exercício - os quais não se confundem com os direitos individuais, estes que poderão ser exercidos independentemente do número de ações que o acionista possuir, como exemplo o direito de voto.

Sobre Acordo de voto temos o posicionamento do Marcelo Fortes Barbosa Filho:

⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 264.

(...) a possibilidade de acionistas, mesmo que minoritários, criarem um auto-regramento impositivo de uma autuação conjunta e uniforme nas decisões internas à sociedade por ações e, portanto, orquestrarem o conteúdo futuro de votos, a serem expressos quando, nas assembleias gerais, for tomada alguma deliberação, referente a quaisquer matérias, específica ou genericamente convencionadas. Surgem os chamados “acordos de voto”.⁷⁷

A celebração do Acordo é uma forma dos minoritários praticarem a função de fiscalizar a legalidade, a regularidade e a legitimidade de todos os atos praticados pela administração da companhia e pelos controladores.

Na celebração do Acordo, o controlador submete-se a determinadas limitações ao seu poder de controle em troca de prestações de fazer ou não fazer, assumidas, de forma expressa ou tácita pelo acionista minoritário.

Concluimos que o Acordo de voto ou de defesa é um instrumento eficaz para a proteção dos acionistas minoritários, visando não apenas seus próprios interesses, mas, também referidos acionistas deverão atender e respeitar o interesse social, bem como aumentar a sua influência perante a companhia e os demais acionistas. Assim, não podendo ir contra ao poder de controle e à gestão da companhia.

3.7.3. Acordo de bloqueio

O último tipo de acordo a ser analisado é o de bloqueio, podendo este estar inserido nos acordos de controle ou de voto, o qual trata sobre a compra e venda – poderá exigir o prévio consentimento dos demais signatários para a venda a terceiros - e preferência na aquisição de ações e de títulos ou direitos conversíveis em ações, ou seja, é a restrição da livre transmissibilidade de referidas ações. Portanto, poderá ter como função a restrição da transmissibilidade das ações presentes e futuras dos acionistas convenientes.

Cumprido esclarecer que **(i)** a compra e venda deve ser entendida como qualquer ato voluntário que implique a transferência de propriedade das ações de títulos conversíveis; **(ii)** no termo “preferência” deve-se incluir a preempção, a opção

⁷⁷ FILHO, Marcelo Fortes Barbosa. **Sociedade Anônima Atual**. São Paulo: Atlas, 2004. p. 122.

e o prévio consentimento subjetivo, ou seja, a aceitação pessoal; e **(iii)** a aquisição no sentido de adquirir ações, ou seja, o polo oposto da alienação, além da compra, poderá ser, também, por troca ou qualquer outra forma de alienação.

O Parecer CVM n.006/80 define Acordo de bloqueio da seguinte forma:

(...) (ii) acordos de bloqueio, que têm por objeto restringir a livre transmissibilidade das ações pertencentes aos signatários; dizem respeito à compra e venda de ações ou à preferência para adquiri-las. Geralmente, nos acordos de acionistas coexistem disposições sobre voto e bloqueio.⁷⁸

A preferência como objeto do Acordo de bloqueio pode ser para uma vantagem patrimonial e/ou para manter, ampliar ou ingressar no controle da companhia. Porém, pode ser utilizado, também, para impedir o ingresso de novos acionistas e, até mesmo, de concorrentes no controle a fim de evitar qualquer desvio na condução dos negócios e da política da companhia. Isto posto, inibir a mobilidade e a cessibilidade do patrimônio dos acionistas para terceiros não vislumbrados em mencionado Acordo.

Os Acordos de bloqueio podem ter finalidades diversas em se tratando de companhia fechada ou aberta, como exemplifica Modesto Carvalhosa:

Nas companhias com controladores, poderá o acordo de bloqueio ter como finalidade a manutenção do equilíbrio entre grupos familiares nas companhias fechadas e de grupos de participantes do controle comum nas companhias abertas.⁷⁹

Diferente do Acordo de controle, o Acordo de bloqueio não tem como objetivo a implementação de cláusulas do Estatuto Social, mesmo que a alteração resulte na mudança dos titulares do controle da companhia, pois não há qualquer alteração na sua estrutura societária.

Pode-se ter como signatário do Acordo de bloqueio a própria companhia, pois ela tem preferência de ordem na aquisição de ações ou de títulos conversíveis em

⁷⁸ Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em 13 de maio de 2013.

⁷⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 122.

ações de sua emissão. Poderá ser parte formal tanto nos casos de compra como na venda a terceiros, desde que tenha fundos para a sua aquisição. Assim é o posicionamento de Modesto Carvalhosa:

Assim, diferentemente dos acordos de controle em que a companhia é parte no sentido substancial, nos acordos de bloqueio a sociedade será parte em sentido formal quando for credora obrigacional no negócio de preempção e de compra, ainda que não haja subscrito o respectivo instrumento como tal, mas apenas como interveniente.⁸⁰

As cláusulas mais utilizadas nos Acordos de bloqueio preveem a proibição de transmissão de ações *inter vivos* e a instituição do direito de preferência recíproca, no caso de aquisição das ações de seus signatários.

A eficácia dos Acordos de controle e de voto dos minoritários pode ser garantida por meio do Acordo de bloqueio visto que os signatários não poderão livremente as suas ações. Desta forma, impede que haja a transmissão do controle para qualquer terceiro interessado, bem como a perda de aglutinação das ações dos minoritários.

3.7.3.1. Direito de preferência

Nas palavras de Marcelo M. Bertoldi, preferência tem o seguinte significado:

A preferência, em seu significado típico, indica o direito de uma determinada pessoa de ser preferido em relação a outro sujeito, em paridade de condições na aquisição de um bem ou de um direito, no momento em que seu titular procura aliená-lo.⁸¹

A previsão do direito de preferência obriga o vendedor das ações vinculadas ao Acordo à oferecê-las aos demais signatários. O vendedor somente poderá ofertar mencionadas ações à terceiros caso os signatários do Acordo manifestem o seu desinteresse na compra. Assim, não há a obrigação da alienação de ações por parte dos demais acionistas vinculados ao Acordo.

⁸⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 274.

⁸¹ BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 93.

Desta forma, a oferta deverá ser feita através de notificação, conforme termos previstos no Acordo, a qual deverá informar **(i)** a quantidade de ações que estão sendo vendidas; **(ii)** o preço; e **(iii)** as condições do pagamento.

A obrigação somente irá existir caso qualquer acionista signatário do Acordo decidir por vender suas ações e, assim, estará obrigado à oferecê-las referencialmente aos demais convenientes do Acordo. Desta forma, o vendedor dará ciência aos demais signatários acerca da vontade da venda de suas ações, informando **(i)** preço; **(ii)** a forma do pagamento; e **(iii)** o prazo para o exercício do direito de preferência, sempre respeitando os termos estabelecidos no Acordo. Com relação ao prazo, disciplina Marcelo M. Bertoldi:

Se nenhum prazo for estipulado, menciona o art. 516 do Código Civil que o direito de preempção caducará, não se exercendo nos três dias subsequentes à data em que o comprador tiver notificado o vendedor, e tal prazo, quando estipulado contratualmente não poderá ultrapassar a 180 dias (parágrafo único do art. 513 do Código Civil).⁸²

Recomenda-se que o prazo esteja devidamente previsto no Acordo, geralmente de 30 dias, para o exercício dos acionistas convenientes exerceram o exercício da preempção. Isso porque o Acordo não pode impedir a venda das ações a terceiros caso não haja o interesse de referidos acionistas convenientes, seja individualmente ou em conjunto.

A cláusula de direito de preferência dá origem a duas obrigações: **(i)** a obrigação de informar a intenção da venda das ações; e **(ii)** a de preferir o beneficiário, ou seja, referida cláusula obriga a parte que desejar vender a informar os demais signatários do Acordo de bloqueio a intenção de vender, em concorrência com terceiros, as ações. Nos ensina Modesto Carvalhosa acerca da matéria:

(...) o direito de preferência convencionado no acordo de bloqueio resulta da realização de duas operações jurídicas prévias: (i) a conclusão do pacto de preferência e a posterior (ii) decisão de vender a terceiros. Uma vez realizadas essas duas operações, o direito de preferência torna-se um concurso, como referido, que

⁸² BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 94.

levará um ou vários credores da obrigação a adquirir essas ações (...).⁸³

Concluído o direito de aquisição, desde que observada a preferência, o beneficiário ou, caso este desista, o terceiro interessado, deverá praticar o devido ato para formalizar o contrato de compra. O acionista pactuante que ofereceu a preferência não poderá opor-se ao exercício, desde que regular e literal, do direito de preferência previamente acordado.

Ponto relevante a ser tratado nos Acordos em que há a previsão da preferência é se estão vinculadas todas ou apenas parte das ações ou títulos conversíveis, sejam estes presentes ou futuros, dos signatários de referido Acordo. Poderão estar apenas vinculadas, por exemplo, apenas uma espécie de ações, como as ordinárias, ou determinados títulos conversíveis em ações.

Podemos definir, assim, que o Acordo de preferência é de uma obrigação condicional a contratar já que a cláusula deverá estabelecer **(i)** expressamente o prazo para o exercício da preferência; e **(ii)** a favor de quem é a preferência e ser haverá ordem no seu exercício, como por exemplo, a companhia para manter ações em tesouraria, acionistas do próprio grupo ou, ainda, para os demais grupos. Porém, não há a necessidade de prefixação do preço da venda das ações, podendo ser estabelecido posteriormente, com base em preço livre de mercado.

Nesse sentido é o pensamento de Modesto Carvalhosa:

A eficácia do acordo de preempção mantém-se suspensa, não adquirindo as partes direito sobre as ações ou títulos conversíveis em ações cuja cessibilidade é o seu objeto, enquanto não se materializar, no futuro, a pretensão de venda por parte de um dos acionistas pactuantes.⁸⁴

Portanto, o acionista vinculado ao Acordo obriga-se a não alienar suas ações a terceiros, sem que antes as tenha oferecido, nas mesmas condições, aos demais signatários de referido Acordo ou à própria companhia. Caso mais de um signatário deseje adquirir as ações que estão sendo alienadas deverá ser estabelecida uma

⁸³ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 288.

⁸⁴ Idem. p. 285.

ordem para a aquisição, nos termos do Acordo, conforme exemplifica Carlos Augusto da Silveira Lobo:

Se mais de uma das demais partes quiser adquirir as ações, o acordo preverá ou uma ordem de prioridade sucessiva entre as partes para adquirir todas as ações objeto da oferta, ou o rateio, para que cada parte possa adquirir uma parcela das ações ofertadas proporcionalmente à quantidade de ações que já possui (...).⁸⁵

Assim, podemos definir que a simples notícia da intenção de vender as ações, aos demais acionistas pactuantes, torna-se a condição do ajuste. Nesse sentido, a aceitação, desde que seja feita nos termos do Acordo de bloqueio, permite o exercício do direito de formalizar o contrato de alienação. Constituindo, desta forma, referido acordo, como um contrato preliminar já que nele ajusta-se o futuro negócio de transferência de ações.

Para a finalização deste tópico vale lembrar os ensinamentos de Celso Barbi Filho acerca do direito de preferência na compra de ações e na emissão:

É importante que não se confunda acordo sobre a preferência na compra de ações e acordo sobre o direito de preferência na emissão das mesmas. O primeiro tem caráter contratual, e se refere a uma outorga de preempção na aquisição de ações que um acionista pretenda vender. Já o segundo seria o acordo sobre o exercício do direito de preferência que tem o acionista na subscrição de novas ações (...).⁸⁶

3.7.3.2. Opção de compra e venda

Para o entendimento deste tópico são válidos os ensinamentos de Carlos Augusto da Silveira Lobo:

As opções de compra ou de venda de ações distinguem-se das promessas unilaterais de contratas o compra e venda de ações porque, nas opções, não se promete celebrar um outro contrato, mas inicia-se a celebração do contrato de compra e venda mediante a manifestação de uma das partes de vender ou de comprar, ficando a outra com a faculdade de, dentro de certo prazo, ou implementadas

⁸⁵ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 467.

⁸⁶ FILHO, Celso Barbi. **Acordo de Acionistas**. Belo Horizonte: Revista Del Rey, 1993. p. 117.

certas condições, complementar a formação do contrato mediante a manifestação de sua vontade de comprar ou vender.⁸⁷

Assim, outra hipótese que poderá configurar no Acordo de bloqueio é a opção de compra ou venda de ações, conforme expresso no Artigo 118 da LSA. A opção se opera quando uma das partes promete alienar a outros pactuantes de referido Acordo, ou à própria companhia, as ações de sua titularidade. Ou, ainda, a promessa dos signatários ou da própria companhia de adquiri-las. São os denominados pela doutrina atual de casos de *put* e *call*.

Se houver a previsão de *call* no Acordo, este deverá ocorrer em determinadas condições, termos ou pela vontade do acionista, podendo comprar ações ou títulos conversíveis em ações de outro acionista, o qual é obrigado a realizar a venda, conforme preço justo e condições previamente acordados. Nas palavras de Marcelo M. Bertoldi:

Trata-se de opção de compra de cláusula contratual segunda a qual o signatário obriga-se a efetuar a venda de suas ações nos termos previamente estipulados, bastando a manifestação de vontade do opcional adquirente para que o contrato se aperfeiçoe.⁸⁸

A opção de compra é muito utilizada em favor do acionista controlador da companhia, desde que este seja parte legítima do Acordo, para garantir a faculdade de exclusão do acionista minoritário, seja para resolver impasse ou por qualquer outro motivo.

Já se houver a previsão do *put* no Acordo, ocorrerá a saída do acionista do quadro societário da companhia pela vontade deste ou por determinadas circunstâncias, ou seja, é a venda das ações de referido acionista para outro ou para a própria companhia, pelo preço justo previamente acordado. Caso seja a companhia a compradora de mencionadas ações, desde que tenha fundos para tanto, estas serão mantidas em tesouraria.

⁸⁷ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 469.

⁸⁸ BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 95.

A opção de venda, por sua vez, é utilizada na maioria dos casos pelos acionistas minoritários, desde que sejam parte legítima do Acordo, para o rompimento de qualquer relação com o acionista controlador ou quando o minoritário for apenas um investidor e deseja o retorno de seus investimentos.

Portanto, constitui o *put* e *call* (opção de compra e venda) um contrato preliminar que tem por outro objeto concluir outro contrato definitivo, justamente a compra ou a venda de ações ou títulos conversíveis em ações. O contrato preliminar deverá conter elementos básicos necessários para a celebração do contrato definitivo, como por exemplo, a espécie de ações, o número de ações ou títulos conversíveis em ações, o preço justo, bem como a sua forma de pagamento.

Esclarece-se que o preço não precisa ser estabelecido anteriormente em unidade monetária, basta apenas que no Acordo seja estabelecida a forma ou a fórmula do cálculo, a valor justo e atual, como do patrimônio líquido a preço de mercado, apuração pelo fluxo de caixa etc. Porém, o valor em moeda ou critério e fórmula de cálculo não devem ensejar o enriquecimento ilícito da parte beneficiária, bem como não constituir cláusula leonina.

É a conclusão de Modesto Carvalhosa:

Atendidos precipuamente os princípios de ordem pública, (...), o titular da opção, ou seja, o credor da obrigação, no prazo estabelecido, terá a liberdade de regularmente celebrar ou não o contrato, dentro do livre critério de conveniência e oportunidade. Findo o prazo e não exercida a opção, libera-se o titular da opção.⁸⁹

3.7.3.3. Tag Along – pacto de venda conjunta

O *Tag Along* ou o pacto de venda conjunta é uma cláusula contratual do Acordo de bloqueio, a qual dispõe sobre a venda das ações, podendo estas serem de controle ou minoritárias, detidas por um ou mais acionista vinculado ao referido Acordo, para seus demais signatários, ou seja, é o direito da venda conjuntamente

⁸⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 303.

com aqueles. Assim, esse acordo confere à demais partes o direito de vender suas ações em conjunto com a venda a ser efetuada por uma das partes.⁹⁰

O pacto de venda conjunta poderá vincular a totalidade ou somente parte das ações presentes ou futuras vinculadas no Acordo de bloqueio, incluindo-se, também, os títulos conversíveis em ações. O preço da venda conjunta deverá ser fixado posteriormente, não sendo necessária a determinação do valor no Acordo.

Visto que a prerrogativa da cláusula é justamente a igualdade econômica do preço e condições. Portanto, a prefixação do preço é contrária à natureza do negócio da venda conjunta. Nesse sentido: (...) desse modo, a cláusula do *tag along* deverá obedecer à regra de igual preço vis-à-vis à oferta do terceiro.⁹¹

Uma das formas de restringir a circulação de ações objeto do Acordo de bloqueio é por meio do pacto da venda conjunta, pois este determina que a venda originária a terceiros tem-se como condição a compra das ações dos demais signatários.

Assim, estão sujeitos ao exercício da venda conjunta tanto o vendedor originário das ações como o terceiro comprador e estes não poderão prosseguir com a conclusão da venda entre eles caso não incluam as aquisições dos demais acionistas que desejam vendê-las, pelas mesmas condições e preço estabelecidos.

Nas palavras de Modesto Carvalhosa:

Trata-se de uma modalidade de opção em que o credor da obrigação poderá, regularmente, exercer o seu direito de venda conjunta, dentro dos critérios de conveniência e oportunidade.⁹²

Conclui-se que a cláusula de venda conjunta tem como objeto a obrigação do terceiro comprador concluir a compra das ações dos demais acionistas vinculadas no Acordo, ou seja, uma promessa irrevogável de comprar todas as ações de

⁹⁰ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 470.

⁹¹ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 312.

⁹² Idem.

referidos acionistas. Porém, poderá haver interesse apenas nas ações que formam o controle ou naquelas de determinado bloco minoritário.

3.7.3.4. *Drag Along* – pacto de compra conjunta

O Acordo de bloqueio pode prever, também, além da venda conjunta, a compra conjunta das ações. O objetivo do *Drag Along* é obter um número maior de possíveis interessados na aquisição do controle da companhia e, talvez, estes não tem o interesse de manter os minoritários signatários do Acordo. Assim é o entendimento de Modesto Carvalhosa:

(...) a compra conjunta (...) prevê que, caso o acionista controlador receba uma proposta de aquisição de controle, este poderá, na forma prevista no acordo, exigir que os minoritários convenientes também vendam suas ações ao proponente, pelo preço da oferta aceito pelo controlador.⁹³

O pacto de compra conjunta nada mais é que uma opção de venda, pois o credor da obrigação é o acionista controlador que, a seu critério, poderá exigir o cumprimento da alienação das ações dos minoritários signatários, conforme termos do Acordo.

Assim, o adquirente do controle da companhia é o titular do direito de compra das ações, sejam estas de controle ou dos demais signatários, objeto do Acordo. Por outro lado, os devedores da obrigação são **(i)** os controladores com suas ações majoritárias; e **(ii)** os demais signatários com as ações minoritárias. Nesse sentido é o pensamento de Modesto Carvalhosa:

O direito de adquirir as ações de controle é constituído no momento do compromisso, com cláusula de adesão do terceiro adquirente ao acordo, ao passo que a obrigação de vender suas ações por parte dos acionistas minoritários convenientes já está pré-constituída originariamente no pacto.⁹⁴

O valor da venda será aquele convencionado entre o terceiro comprador do controle e o controlador da companhia, independentemente se houver deságio, o

⁹³ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 315.

⁹⁴ Idem.

qual não deverá ser maior que 20% (vinte por cento), como previsto no Artigo 254-A da LSA, sob pena de configurar enriquecimento ilícito do terceiro comprador do controle e, indiretamente, do acionista alienante. A cláusula com preço descontado acima do permitido em lei para a alienação do controle teria efeito confiscatório e leonino contra o patrimônio dos acionistas minoritários obrigados a vender suas ações. Porém, se omissa a cláusula com relação ao deságio, o preço será aquele pago pelas ações de controle.

Modesto Carvalhosa segue o mesmo raciocínio:

(...) Tal cláusula contrariaria a própria natureza do negócio que é o de obrigação de venda em igualdade econômica de preço e condições livremente ajustados com o terceiro titular do direito de adquiri-las, admitido o deságio de 20%.⁹⁵

Cumprido observar que a cláusula da compra conjunta deve estabelecer um prazo curto, como 30 a 60 dias, para o exercício da opção de compra dos minoritários por parte do comprador do controle. Caso ao final do prazo a opção não seja exercida, os minoritários liberam-se da obrigação pré-constituída da venda de suas ações.

Conclui-se, portanto, que o *drag along* é uma cláusula na qual os minoritários prometem vender suas ações vinculadas ao Acordo de bloqueio que são signatários ao terceiro comprador do controle da companhia. Deve-se salientar que o preço e as condições deverão ser iguais aquelas estabelecidas entre o vendedor e o comprador do controle da companhia, admitindo somente, como já mencionado acima, o desconto máximo de 20% (vinte por cento), se convencionado esse deságio. Caso não haja a previsão, o preço a ser pago será o mesmo daquele das ações do controle.

⁹⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 316.

3.8. O bloco de controle

No presente item, será explicado mais detalhadamente o conceito e definição de controle. Como dito anteriormente, a definição de controle encontra-se no Art. 116, da LSA.

De acordo com a CVM:

Como se vê, a lei trata de três possibilidades de controle da sociedade: (i) o controle detido isoladamente por pessoa física ou jurídica; (ii) o detido por grupo de pessoas unidas por acordo de acionistas; e (iii) o exercido diretamente por um grupo de pessoas jurídicas, controladas por um controlador comum, que então controlará a sociedade indiretamente.⁹⁶

O controle societário deverá ser permanente, pois é a capacidade da maioria de impor a sua decisão em Assembleia Geral, sem que haja a interferência dos minoritários e dos administradores da Companhia e, assim, sempre podendo impor a sua vontade perante a Companhia e seus negócios sociais. O controle societário deverá ser exercido pelo controlador, ou seja, aquele que exerce, de direito, o poder.

Nesse sentido é o posicionamento da CVM:

Enfatize-se que, nos termos da lei, para que se caracterize o acionista controlador, é necessário que o acionista reúna (...) cumulativamente: (i) que seja titular de direitos de sócios que lhe assegure, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral; (ii) detenha o poder de eleger a maioria dos administradores; mas só isso a princípio não basta, a lei exige, ainda, que o acionista controlador use esses direitos para dirigir as atividades sociais.⁹⁷

Assim, a prevalência eventual em qualquer deliberação social, em sede de Assembleia Geral, não configura controle, tendo em vista que a lei exige a permanência, ou seja, a continuidade no tempo de uso do poder deliberativo para a orientação do funcionamento dos órgãos deliberativos da Companhia, bem como

⁹⁶ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-008D19022002.htm>. Acesso em 10 de fevereiro de 2013.

⁹⁷ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2006-014D11042006.htm>. Acesso em 10 de fevereiro de 2013.

para dirigir suas atividades sociais. Não havendo a presença desses dois requisitos não estará configurado o controle da Companhia.

O fato de diferentes acionistas votarem no mesmo sentido na Assembleia Geral não caracteriza, por si só, o controle, tendo em vista que o significa de permanente é contínuo, ininterrupto ou constante.

O poder de controle é definido da seguinte forma pelo renomado doutrinador Fábio Ulhoa Coelho:

O acionista titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria de votos na assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores e usa, efetivamente, desse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia é considerado, pelo art. 116 da LSA, acionista controlador. Para a sua configuração, é necessária a convergência destes dois elementos: ser maioria societária (não no sentido de necessariamente titularizar a maior parte do capital, mas no de possuir ações que lhe garantam a maioria nas decisões tomadas pelas 3 últimas assembleias) e fazer uso dos direitos decorrentes desta situação para dirigir a sociedade.⁹⁸

Assim, quem de fato controla a Companhia é aquele que possui o poder de comando, ou seja, elege os seus administradores e define as linhas básicas de atuação. O poder é exercido por meio da Assembleia Geral, na qual a manifestação do voto no sentido da eleição dos Administradores da Companhia.

Conclui-se, portanto, que para a existência do controle, ou seja, a figura do acionista controlador, por meio de uma única pessoa ou grupo de pessoas, conforme determina a lei, são necessários os seguintes requisitos: **(i)** é titular de direitos de sócios que lhe assegurem; **(ii)** de modo permanente; **(iii)** a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral; e **(iv)** usa efetivamente o seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia.

Vejamos a seguir as formas de controle.

⁹⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial – Direito da Empresa**. 18ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 211.

O controle majoritário é exercido com a maioria absoluta (metade mais um) dos votos das ações com voto. É a modalidade mais comum de controle acionário, pois há a extrema concentração acionária.

O controle compartilhado ocorre quando não há a figura do acionista majoritário e o controle é exercido por diversos acionistas, por meio do Acordo de Acionistas e, assim, referidos acionistas unem-se formando o bloco de controle, para a votação em bloco nas deliberações da Assembleia Geral. Nos ensina Nelson Eizirik:

Embora nenhum dos signatários do acordo detenha, individualmente, a maioria das ações votantes, a união das suas ações assegura o controle acionário, mediante o chamado “bloco de controle”.⁹⁹

O controle minoritário caracteriza-se quando há a dispersão acionária das ações da Companhia no mercado e, assim, o controle é exercido por apenas um acionista ou um grupo deles com menos da metade das ações com voto.

O doutrinador José Edwaldo Tavares Borba nos ensina sobre a matéria:

O controle se exerce a partir das ações com voto, cabendo ao acionista que reunir, em sua titularidade, metade dessas ações mais uma o domínio das assembleias; tem-se aí o chamado controle majoritário.¹⁰⁰

Porém, atualmente, a figura da metade mais uma das ações com voto está tornando-se ultrapassada, pois com a pulverização de referidas ações de companhias abertas no mercado acionário brasileiro, às vezes, não há como unir tais ações para as deliberações em sede de Assembleia Geral. Portanto, começa a surgir a figura do controle minoritário tendo em vista que, na maioria dos casos, existe apenas um pequeno grupo ativo na frente dos negócios da Companhia. As ações com voto de referido controle minoritário, por vezes, estão vinculadas por meio de Acordo de Acionistas, formando, assim, o bloco de controle.

⁹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 379.

¹⁰⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 348.

Segundo o doutrinador José Luiz Bulhões Pedreira, sobre o bloco de controle:

A expressão 'controle da companhia' é empregada também para significar o conjunto de ações de propriedade do acionista controlador, referido como "bloco de controle": "bloco" porque esse conjunto é considerado como coisa coletiva, e 'de controle, porque é fonte do poder de controle.¹⁰¹

Pressupõe-se para a existência do bloco de controle a vinculações de ações que viabilizem a maioria dos votos nas deliberações de Assembleia Geral. Como já visto anteriormente, o Art. 116 da LSA prevê as seguintes hipóteses de vinculação **(i)** a propriedade das ações pode pertencer a duas ou mais pessoas sob controle comum, como uma pessoa jurídica de direito público e sua autarquia; e **(ii)** por meio de Acordo de Acionista, ou seja, os seus signatários comprometem-se a exercer em conjunto os votos das ações de que são titulares.

Portanto, um grupo de acionistas unem-se e vinculam suas ações com direito a voto, para exercer em conjunto, por meio do bloco de controle, o comando da Companhia, mediante a celebração de um Acordo de Acionistas.

Nesse sentido, seguem os ensinamentos de Modesto Carvalhosa, para a conclusão do presente tópico:

Com isso, os acordos de acionistas adquiriram feição inédita no direito brasileiro (...) no acordo de acionistas os signatários comprometem-se, enquanto estiver vigente o acordo, a instituir uma comunhão, para assim exercer o controle societário (...).¹⁰²

3.9. O Acordo de Acionistas e as companhias de capital aberto

O mercado acionário brasileiro, na última década, vem passando por uma contínua transformação, a qual será analisada em momento oportuno, uma vez que um grande número de companhias optaram por abrir os seus capitais, como uma

¹⁰¹ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 1º vol. p. 826.

¹⁰² MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 2º vol. p. 480.

forma de capitalização de recursos, para investimentos, como, por exemplo, a compra de ativos.

Desta forma, diversas companhias possuem um *free float* de mais de 50% (cinquenta por cento) no mercado acionário brasileiro, ou seja, possuem mais da metade de seus capitais sendo negociados em bolsa. O órgão regulador responsável por essas companhias de capital aberto é a CVM, pois estas companhias são obrigadas a manter o mercado acionário informado de suas práticas, conforme Instrução Normativa n.º 358, de 03 de janeiro de 2002 (“**ICVM 358**”), e Instrução Normativa n.º 361, de 05 de março de 2002 (“**ICVM 361**”), as quais tratam sobre a divulgação e o uso de informações e procedimentos com relação à oferta pública de aquisição de ações entre outros temas, respectivamente.

Porém, ainda temos a figura do controlador presente nas companhias de capital aberto, na grande maioria dos casos, por meio dos Acordos de Acionistas, inclusive as companhias com *free float* elevado. No mercado acionário brasileiro, há pouquíssimos exemplos de companhias totalmente dispersas, as quais não possuem Acordo de Acionistas, tampouco acionista controlador, conforme será demonstrado na tabela abaixo.

O Acordo de Acionistas, nos últimos anos, vem sendo muito utilizado nas companhias de capital aberto, ou seja, aquelas que possuem os seus valores mobiliários, especificamente suas ações, admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Assim, são formados os chamados blocos de controle, conforme já explicado no tópico acima, com representações baixas do capital, por conta do *free float* e, dessa forma, configuram-se os acionistas controladores que direcionam os rumos das Companhias.

Além da ICVM 358 e da ICVM 361, o Art. 116-A¹⁰³, da LSA, introduzido pela Lei da Reforma das Sociedades por Ações, também obriga a divulgação de determinadas informações.

Nesse sentido o diploma de 2001, nesse passo, consolidou em lei o princípio do dever de informar atribuído a determinados acionistas (...).¹⁰⁴

Portanto, caso o Acordo de Acionista, aquele divulgado no site da CVM e no site da Companhia, sofrer qualquer alteração nas hipóteses acima mencionadas, a Companhia deverá informar ao mercado, para que haja total transparência dos atos cometidos e conforme determina a legislação aplicável referida acima.

Conclui-se que, atualmente, ocorre a inversão do conceito de acionista majoritário como controlador, ou seja, aquele que possui mais de 50% (cinquenta por cento) das ações representativas do capital social da Companhia devido a pulverização das ações no mercado acionário brasileiro. Com isso, o acionista minoritário passa a ser o controlador, ou seja, aquele que possui menos de 50% (cinquenta por cento) das ações representativas do capital social da Companhia ou, ainda, um grupo de acionistas minoritários unem-se por meio de Acordo de Acionistas para a formação do bloco de controle com ações representativas de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social.

Apesar das políticas recentes implantadas pela CVM, como a Instrução Normativa n.º481, de 17 de dezembro de 2009, ("**ICVM 481**"), que determina procedimentos específicos de convocação de Assembleia Geral, para o incentivo da presença de todos os acionistas da Companhia, tendo em vista o aumento do número de Companhias com alto *free float* de ações no mercado acionário brasileiro, para que esses possam, eventualmente, tomar decisões relevantes ou vetar determinadas matérias. Porém, a CVM não obteve grande sucesso com mencionada

¹⁰³ Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁰⁴ MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 2º vol. p. 478.

ICVM 481, pois, apesar das rígidas regras de convocação, como a publicação do Manual de Assembleia Geral, os acionistas que não pertencem ao bloco de controle por meio de Acordo de Acionistas não comparecem.

4. O MERCADO CONCENTRADO E DILUIDO

4.1. O mercado de capitais brasileiro

Iniciamos o presente tópico com as palavras do doutrinador José Edwaldo Tavares Borba:

As empresas e entidades governamentais, quando necessitam de recursos, recorrem aos mercados financeiros e de capitais, obtendo no primeiro, empréstimos convencionais e, no segundo, a colocação de títulos de crédito e valores mobiliários.¹⁰⁵

Compõe-se o mercado de capitais daqueles que precisam captar recursos e dos que têm referidos recursos a oferecer.

Portanto, o mercado de capitais tem como função permitir às companhias obter recursos não exigíveis para financiamentos de eventuais projetos, como a compra de determinados ativos, ou até para prolongar o prazo de dívidas, mediante a emissão de seus valores mobiliários. Nesse sentido é o ensinamento de Nelson Eizirik:

(...) como não se trata de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto nos casos de debêntures ou de commercial papers, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras.¹⁰⁶

Por isso o mercado de capitais é denominado de risco, já que os investidores não têm nenhuma garantia quanto ao retorno de seus investimentos, o qual dependerá dos resultados obtidos pela Companhia. As ações mesmo sendo consideradas como investimento de risco, possuem liquidez, ou seja, podem ser rapidamente transformadas em dinheiro, especialmente se são negociadas na bolsa de valores.

¹⁰⁵ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 171.

¹⁰⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 8.

Diferente do que ocorre com a poupança, ou seja, no mercado de crédito, o mercado de capitais não exige a intermediação de instituição financeira, pois os valores mobiliários emitidos pela Companhia podem ser adquiridos e vendidos pelos próprios investidores.

No caso de emissão pública de valores mobiliários, a presença de uma instituição financeira *underwriting* é obrigatória, pois é uma participação com a garantia firme de subscrição de referidos valores mobiliários na sua colocação pública. Portanto, a atuação da instituição financeira *underwriting* não pode ser confundida com a atuação de captação de recursos ou concessão de crédito. Cumpre-se esclarecer que as instituições financeiras são especialmente os bancos de investimento, corretoras, distribuidoras de valores mobiliários e bancos múltiplos. Nesse sentido o ensinamento de José Edwaldo Tavares Borba:

(...) títulos são colocados e distribuídos no mercado através de instituições financeiras que, mediante remuneração, obtém tomadores para os papéis.¹⁰⁷

Porém, a função do mercado de capitais não é apenas a capitalização das Companhias, há também outras, conforme elenca Pedro Carvalho de Melo:

1. Conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (...) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médio e longo prazo;
2. Transformação dos montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital;
3. Transformação da natureza dos riscos, (...) de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
4. Maior agilidade do processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários (...) são padronizados e aptos a circularem em massa; e
5. Obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos.¹⁰⁸

¹⁰⁷ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 172.

¹⁰⁸ DE MELLO, Pedro Carvalho. **Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico**. In Hélio Oliveira Portocarrero de Castro (coord.), **Introdução ao Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p.328 e 329.

O desenvolvimento do mercado de capitais está relacionado com o desenvolvimento econômico, tendo em vista o dinamismo entre elas, como a possibilidade de novos negócios, investimentos, empreendimentos, bem como a criação de novas Companhias para captação de investimento e o incentivo da economia.

O mercado de capitais pode ser dividido em 02 segmentos: **(i)** o primário, no qual ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, o qual atende a principal finalidade do mercado de capitais, ou seja, a capitalização de recursos de investidores, para a sua utilização, como por exemplo, a compra de ativos e os investidores, por sua vez, participam dos lucros da Companhia; e **(ii)** o secundário, o qual não há a entrada de qualquer novo recurso ou a emissão de qualquer valor mobiliário, ou seja, as operações são realizadas entre os próprios investidores, a compra e venda de valores mobiliários entre estes para conferir maior liquidez, sem qualquer participação da Companhia.

Sobre mercado secundário temos a seguinte opinião do Nelson Eizirik:

Sem a existência de um mercado secundário ativo, ficariam muito prejudicadas as operações de captação de novos recursos no mercado primário, uma vez que os poupadores teriam dificuldade para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos.¹⁰⁹

Utiliza-se como base de cálculo a cotação das ações de uma Companhia no mercado secundário para o preço de emissão de novas ações no mercado primário, por isso a importância das ações possuírem liquidez no mercado secundário.

As operações com valores mobiliários, no mercado secundário, podem ser realizadas em Bolsa de Valores e de Futuros e Mercadorias ou no denominado Mercado de Balcão. Porém, os investidores poderão negociar suas ações diretamente, sem qualquer participação de intermediador financeiro e, assim, são operações privadas, ou seja, realizadas fora do mercado de capitais.

¹⁰⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 10.

A centralização das operações realizadas no mercado secundário concentram-se na Bolsa, pois, desta forma, assegura-se a continuidade das operações, a divulgação de preços. Atuam, ainda, como corporações auto-reguladoras, uma vez que regulam a conduta das Companhias listadas, para que estas preservem padrões éticos nas negociações.

As operações realizadas fora da Bolsa são operadas no Mercado de Balcão e estas são realizadas com a intermediação de instituições financeiras. Há a distinção entre mercado **(i)** “organizado”, o qual é institucionalizado, ou seja, existe uma entidade onde são centralizadas todas as operações; e **(ii)** “não organizado”, ou seja, referida centralização não ocorre e, assim, não há transparência nos negócios efetuados com a intermediação de instituições financeiras.

Atualmente, no Brasil, há uma bolsa operando: a BM&FBOVESPA, sendo negociadas ações e derivativos financeiros e de mercadorias e como administradoras de operações de mercado de balcão organizado podemos citar a CETIP e a própria BM&FBOVESPA.

Segundo informações obtidas no site da BM&FBOVESPA:

A BM&FBOVESPA é uma companhia de capital brasileiro formada, em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros. Como principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais, a companhia desenvolve, implanta e provê sistemas para a negociação de ações, derivativos de ações, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, derivativos financeiros, moedas à vista e commodities agropecuárias.¹¹⁰

Segundo informações obtidas no site da CETIP:

A Cetip é a integradora do mercado financeiro. É uma companhia de capital aberto que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos. Por meio de soluções de tecnologia e infraestrutura, proporciona liquidez, segurança e transparência para as operações financeiras, contribuindo para o desenvolvimento sustentável do mercado e da sociedade brasileira.

¹¹⁰ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>. Acesso: em 24 de abril de 2013.

A empresa é, também, a maior depositária de títulos privados de renda fixa da América Latina e a maior câmara de ativos privados do país.¹¹¹

De acordo com estudo elaborado, em setembro de 2010, pela Bloomberg e publicado no site da BM&FBOVESPA, o ranking de valores das Bolsas de Valores:

	Bolsa de Valores	Captação de Mercado (em bilhões de dólares)
1.	Hong Kong Ex. and Clearing / China /HS Index	19,8
2.	BM&FBOVESPA / Brasil / Ibovespa	17,7
3.	Chicago Merc. Exc. / EUA / Nasdaq Comp	17,5
4.	Deutsche Boerse / Alemanha / DAX	13,0
5.	Intercontinental Exchange / EUA / Dow Jones	7,5
6.	NYSE Euronext / EUA / Dow Jones	7,4
7.	Sing. Exc. / Cingap. / Straits Times Index	7,2
8.	Australia Exchange / Austrália / All Share	5,3
9.	Nasdaq OMX Group / EUA / Nasdaq Comp	3,9
10.	LSE / Inglaterra / FTSE 100	2,9

Fonte: BM&FBOVESPA, 13 de junho de 2013.

A BM&FBOVESPA, segundo informações obtidas no site e atualizadas até setembro de 2011, é a maior bolsa de ações e derivativos da América Latina, é o

¹¹¹ Disponível em: <http://www.cetip.com.br/Institucional/seguran%c3%a7a-que-move-o-mercado>. Acesso em 24 de abril de 2013.

segundo maior mercado em captação do mundo, o primeiro mercado de opções do mundo, possui 471 Companhias listadas e o valor de mercado delas gira em torno de R\$ 2,1 trilhões.

O mercado de capitais encontra-se sob a fiscalização do Banco Central do Brasil, mas com relação aos títulos de emissão da Companhia a fiscalização cabe à CVM, a qual será objeto de estudo do próximo tópico.

Para encerrar o presente tópico, seguem os ensinamentos de Ernane Galvêas:

Define-se o mercado de capitais, sucintamente, como o segmento do mercado financeiro onde se realizam as operações de compra e venda de títulos, destinados ao levantamento de recursos, a médio ou longo prazo, para empréstimos ou capitalização.¹¹²

4.2. Comissão de Valores Mobiliários

O início da estruturação do sistema financeiro nacional teve início nas décadas de sessenta e setenta do século passado com as seguintes promulgações: **(i)** Lei do Sistema Financeiro Nacional, a qual criou o Bacen e substituiu as normas esparsas que regulavam o mercado à época, possibilitando, assim, a implementação da política monetária, creditícia e cambial; **(ii)** Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, conforme alterada (Lei do Mercado de Capitais), o qual reorganizou e disciplinou o mercado de capitais; **(iii)** LSA; e **(iv)** Lei da CVM, a qual criou a CVM e esta que exerce a função de órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais.

Com relação às Leis citadas acima, a principal para este tópico é a Lei da CVM, a qual instituiu de fato a CVM e cuja finalidade é disciplinar e fiscalizar as atividades próprias do mercado mobiliário.

Sobre a fiscalização do mercado financeiro e de capitais nos ensina Nelson Eizirik:

¹¹² GALVÊAS, Ernane. O mercado de capitais brasileiro. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n° 41, p. 14 - 21, julho-setembro de 2008. p. 15.

O legislador optou por distribuir a competência normativa e fiscalizadora a ser exercida sobre o mercado entre as duas entidades, cabendo ao Banco Central a disciplina do sistema financeiro bancário, monetário e creditício e à CVM, especificamente, aquela relacionada ao mercado de valores mobiliários.¹¹³

O órgão superior é o Conselho Monetário Nacional e é este quem irá disciplinar as políticas a serem seguidos nos dois mercados mencionados acima, cabendo à CVM a fiscalização, disciplina e sanção no mercado de valores mobiliários e ao Bacen aos mesmas atribuições com relação ao mercado financeiro.

Com relação a CVM é este o entendimento de José Edwaldo Tavares Borba:

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM é uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Fazenda, com funções especificamente correlacionadas ao mercado de títulos emitidos pelas sociedades anônimas.¹¹⁴

A CVM possui *status* de agência reguladora, sendo considerada como uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda em regime especial devido à edição da Medida Provisória n.º 08, convertida na Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Assim, podemos considerar a CVM como uma autarquia federal, ou seja, uma entidade da Administração pública federal indireta.

O próprio site da CVM a define:

A CVM - Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.¹¹⁵

Portanto, a CVM é uma agência reguladora dotada de autonomia, ou seja, exerce funções reguladoras. A sua administração cabe a um Colegiado, formado por 01 Presidente e 04 Diretores, o qual deverão ser nomeados pelo Presidente da

¹¹³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 243.

¹¹⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 173.

¹¹⁵ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/estagio/MateriasobreaCVMeoMVM.asp>. Acesso em 27 de abril de 2013.

República. O mandato dos membros do Colegiado será de 05 anos, sendo vedada a recondução, porém 1/5 de seus membros deve ser renovado anualmente. Todos os membros do Colegiado possuem igual competência para julgar as questões submetidas à eles.

A perda do mandato por seus membros ocorrerá apenas nos seguintes casos: **(i)** processo administrativo disciplinar a ser instaurado pelo Ministério da Fazenda; **(ii)** renúncia; ou **(iii)** condenação judicial transitada em julgado, ou seja, referidos membros não poderão ser demitidos.

Sobre o funcionamento da CVM vejamos a posição de Nelson Eizirik:

A CVM funciona como órgão de deliberação colegiada, pronunciando-se por meio dos votos de seu Presidente e Diretores. No cômputo dos votos, não há hierarquia. Assim, apenas em caso de empate, o voto do Presidente assumirá o caráter de 'voto de minerva', de tal sorte que seu entendimento prevalecerá.¹¹⁶

Todos os membros do Colegiado possuem igual competência para julgar as questões submetidas à eles. Porém, cada cargo possui atribuições distintas: **(i)** compete ao Presidente planejar, dirigir, controlar e coordenar as atividades da CVM, bem como representá-la em juízo ou fora dele, esta função poderá ser delegada aos Diretores, convocar e presidir as reuniões do órgão colegiado; e **(ii)** compete aos Diretores a participação em referidas reuniões, ajudar na definição das diretrizes da CVM, bem como desenvolver atividades e projetos com relação às atribuições que lhe foram conferidas pelo Presidente.

Compõe a área técnica da CVM as seguintes Superintendências especializadas: **(i)** Geral (SGE); **(ii)** de Relações com Empresas (SEP); **(iii)** de Relações Internacionais (SRI); **(iv)** de Fiscalização Externa (SFI); **(v)** de Normas Contábeis e Auditoria (SNC); **(vi)** de Relações com Investidores Institucionais (SIN); **(vii)** de Desenvolvimento de Mercado (SDM); **(viii)** Administrativo-Financeira (SAD); **(ix)** de Informática (SII); **(x)** de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI); **(xi)** de Registro de Valores Mobiliários (SER); **(xii)** de Proteção e Orientação aos

¹¹⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 245.

Investidores (SOI); **(xiii)** de Planejamento (SPL); **(xiv)** de Processos Sancionadores (SPS); e **(xv)** Regional de Brasília (SRB). A CVM possui, também, **(i)** Ouvidoria (OUV); **(ii)** Assessoria de Comunicação Social (ASC); **(iii)** Assessoria Econômica (ASE); e **(iv)** Auditoria Interna (AUD).

A atuação da CVM está estabelecida na Lei da CVM, a qual atribui as competências de disciplinar e fiscalizar determinada atividade relacionada ao sistema financeiro, o mercado de valores mobiliários.

Portanto, segundo o Art. 1.^o¹¹⁷ da Lei da CVM, a atuação da CVM abrange regular, fiscalizar e sancionar as seguintes atividades no mercado de valores mobiliários.

Assim, quaisquer entidades, tais como companhia aberta, corretoras de valores mobiliários, fundos de investimento, que exerçam atividades relacionadas ao mencionado Art. 1.^o acima e que envolvam valores mobiliários estão submetidas à fiscalização e regularização da CVM.

A função da fiscalização tem como objetivo evitar abusos e fraudes, bem como manter um fluxo correto e constante das informações aos investidores. Com relação à este aspecto, poderá a CVM instaurar inquéritos e punir administradores, acionistas e intermediários financeiros que tem agido de forma abusiva ou incorreta.

A função regulamentadora é aquela em que a CVM irá expedir atos normativos, as chamadas instruções normativas, disciplinadores de matérias previstas na LSA e na Lei da CVM.

A doutrina estabelece, também, a função de registro, sendo **(i)** o registro da empresa para que esta possa fazer negociação na bolsa ou no mercado de balcão e

¹¹⁷ Art. 1.^o Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII - a auditoria das companhias abertas; VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

esta passa a ser de capital aberto; e (ii) o registro de emissão dos valores mobiliários a serem emitidos pela Companhia. Cumpre esclarecer que ambos os registros poderão ser realizados concomitantemente e caberá à CVM analisar todos os aspectos legais e contábeis necessários aos referidos registros.

Poderá a CVM ter a função consultiva junto aos agentes de mercado e investidores, através da emissão de pareceres de orientação referentes às matérias de sua própria competência.

Nos esclarece acerca de competência da CVM o doutrinador Nelson Eizirik:

Compete à CVM o poder de regular as matérias expressamente previstas na Lei das Sociedades por Ações e na própria Lei n.º 6.385/1976 (artigo 8.º, I).¹¹⁸

Cumpre à CVM agir preventivamente, ou seja, para impedir que qualquer ato ilícito ocorra no mercado de valores mobiliários, protegendo, assim, o interesse dos investidores. Ela poderá atuar repressivamente, isto é, coibir e punir condutas que sejam danosas.

Assim, podemos concluir que a atuação da CVM destina-se a dar maior segurança ao mercado de valores mobiliários, seja emitindo instruções normativas, pareceres, manifestação de entendimentos, respostas à questionamentos elaborados pelo próprio mercado, bem como processos saneadores para eventuais punições.

4.3. Sistema de controle concentrado

O presente tópico visa analisar o sistema de controle concentrado. Atualmente, em âmbito mundial, verifica-se que ocorre a predominância do sistema concentrado e nos Estados Unidos e no Reino Unido utilizam-se largamente do sistema diluído, como será analisado no tópico abaixo.

¹¹⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 248.

Assim, segundo parecer de Eduardo Secchi Munhoz:

As estruturas de controle concentrado persistiram apenas em países cuja legislação permite ao controlador extrair amplamente benefícios particulares de seu poder.¹¹⁹

O sistema de controle concentrado é aquele que apresenta o controle da Companhia nas mãos de um controlador exercendo, por exemplo, todas as suas atividades, seja por uma família ou investidores. Em termos simples, o controle fica concentrado na figura do controlador da Companhia.

Com advento da Lei da Reforma das Sociedades por Ações, o legislador teve por objetivo justamente aumentar as proteções referentes aos minoritários para que o controlador do sistema concentrado obtenha menos benefícios particulares e para maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Obviamente, é uma mudança que leva tempo, porém já podemos verificar mudanças significativas ocorridas nos últimos anos, como será estudado no tópico 4.1 abaixo. Assim, a influência com relação ao sistema concentrado se deve, também, ao direito societário e a sua legislação aplicável.

Portanto, com menor obtenção de benefícios pelos controladores, não teria mais incentivo para manter-se no poder, ou seja, o sistema de controle concentrado passaria a ser diluído.

A grande questão para o controle concentrado tendo em vista a globalização e a competição das Companhias em âmbito mundial é o porquê da sua persistência como concentrado e não a sua transformação em diluído. Recentemente muitos estudos têm sido realizados a respeito desta questão.

Para muitos, é uma questão cultural, ou seja, a estrutura já utilizada em um determinado país influencia o sistema que as Companhias daquele país irão utilizar.

Eduardo Secchi Munhoz tem o seguinte posicionamento:

¹¹⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 127/128.

(...) em um ambiente de controle concentrado, desenvolvem-se determinados fatores para tornar a companhia mais eficiente, como regras para impedir o controlador de extrair benefícios particulares excessivos, para tornar os administradores mais independentes, entre outras.¹²⁰

Com base no posicionamento acima, uma mudança de estruturas incorreria em muitos custos e toda uma nova adaptação ao sistema diluído, por isso a resistência da transformação do sistema de controle concentrado.

Segundo estudo publicado na *Stanford Law Review*, há ainda fatores históricos, políticos e econômicos que definem o sistema utilizado em cada país:

É intuitivo que países como o Brasil, com uma história de elevada concentração de renda, de trabalho escravo dominante até o final do século XIX, de ditaduras sucessivas e de forte influência dos grupos econômicos mais poderosos na vida política, tendam a adotar estruturas de controle concentrado; algo muito diferente da história econômica e cultural dos Estados Unidos, por exemplo.¹²¹

A realidade econômica atual é que as Companhias que fazem parte do sistema de controle concentrado são resistentes à mudanças, pelos motivos expostos acima, e não basta apenas a mudança na legislação, como a Lei da Reforma das Sociedades por Ações, mas sim uma mudança significativa nas próprias Companhias com base na legislação vigente.

Segue abaixo o posicionamento de Eduardo Secchi Munhoz acerca do sistema de controle concentrado:

(...) em países como o Brasil, em que domina o controle concentrado, o desafio do direito societário parece constituir não o de buscar a todo custo a transformação do sistema (de concentrado para diluído), mas o de assegurar que o sistema de controle concentrado atue de forma adequada e coerente com o princípio do bem-estar geral para a sociedade.¹²²

¹²⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 129.

¹²¹ ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating ownership from Corporate Control. **Stanford Law Review**. Stanford: Stanford Law School, 2000, vol. 53. p. 539.

¹²² MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de.

Podemos citar aspectos positivos e negativos com relação ao sistema de controle concentrado, **(i)** como positivo podemos citar que o concentrado apresenta um controle forte e organizado gerenciado pelo próprio controlador e, assim, diferente do controle diluído não há maiores problemas de gestão dos administradores; e **(ii)** como negativo podemos citar justamente o monitoramento da atuação do controlador, para evitar atos abusivos ou a obtenção de excessivos benefícios particulares através de negócios realizados com a Companhia, em detrimento de seu interesse social, bem como conflitos com os acionistas minoritários.

Nesse sentido são os ensinamentos de Eduardo Secchi Munhoz:

(...) é possível concluir que o sistema de controle concentrado pode ser vantajoso, ou eficiente, sempre que os custos decorrentes da obtenção de benefícios particulares pelo controlador forem menores do que os custos que deixaram de ser incorridos pela companhia no monitoramento dos administradores.¹²³

No Brasil, podemos concluir que o sistema adotado é o concentrado, seja uma Companhia de pequeno, médio ou grande porte, ou seja, a grande maioria das Companhias são controladas por famílias ou investidores, mesmo com o desenvolvimento elevado percebido nos últimos anos no mercado de capitais. Portanto, o conflito regulado é aquele entre acionista controlador e não controladores.

Nesse sentido, é a Carta Diretriz n.º 2: expedida pelo IBGC:

(...) a abertura de capital por empresas de controle concentrado, normalmente familiares, que se absteriam de fazê-lo porque entendiam que a operação lhes impunha risco excessivo de perda do controle.¹²⁴

ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 131.

¹²³ Idem. p. 129.

¹²⁴ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Carta Diretriz n.º 2: Mecanismos de Defesa à tomada de Controle**. 2009. p. 9. Disponível em: www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=CartaDiretriz&CodCarta=6. Acesso em 05 de janeiro de 2013.

Sendo um sistema de controle concentrado, o controle da Companhia permanece bloqueado nas mãos do controlador e, assim, não há, por exemplo, aquisições hostis de controle realizadas no mercado acionário. Desta forma, eventuais negociações sobre a compra e venda do controle ocorrerão fora de referido mercado, ou seja, diretamente com o controlador e este poderá obter benefícios particulares de referidas negociações.

Assim, tendo em vista o sistema de controle concentrado, temos, também, um mercado de capitais tendencioso ao concentrado, ou seja, o controle nas mãos de famílias ou investidores, conforme acima mencionado, na grande maioria dos casos, vinculados por um Acordo de Acionistas. Porém, estamos caminhando para um mercado de capitais diluído, mas ainda sim o controle poderá ser inferior a 50% (cinquenta por cento) devido à pulverização das ações no mercado e podemos verificar a caracterização do sistema concentrado verificado por meio de referido Acordo de Acionistas e pela formação do bloco de controle. Lembrando que mencionados assuntos **(i)** Acordo de Acionistas; e **(ii)** bloco de controle já foram objetos de estudo deste trabalho

Não podemos deixar de citar a clássica obra *The Modern Corporation and Private Property* de Adolpho Berle e Gardiner Means, de 1932, a qual traz como ponto principal a separação entre propriedade e controle. Por se tratar sistema de controle concentrado muitos acreditam que não a separação entre propriedade e controle, porém, segundo Eduardo Secchi Munhoz, esse fenômeno ocorre pois:

(...) o poder de comando da empresa pode estar dissociado da propriedade de capital. Isso ocorre na maior parte das vezes por meio de duas técnicas (i) existência de classes de ações com direitos de voto distintos; e (ii) participação piramidal em grupos de sociedade.¹²⁵

As técnicas acima são bem utilizadas no direito societário pátrio. Com a Lei da Reforma das Sociedades por Ações, houve a alteração na proporção de ações preferenciais com relação ao capital social e esta passou a ser de no máximo 50%

¹²⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 138.

(cinquenta por cento), anteriormente era possível que até 2/3 do capital social fosse composto por ações preferenciais. Assim, a emissão de um número elevado de ações preferenciais pode gerar uma dissociação entre poder e propriedade, pois há somente a propriedade das ações e não do controle já que não o direito a voto.

Porém, Companhias listadas no Novo Mercado, o qual será analisado oportunamente, só poderão emitir ações ordinárias, ou seja, uma única classe de ações para que não haja qualquer distinção entre os acionistas.

A outra possibilidade citada acima é a criação de sociedades controladas em forma de estrutura piramidal, na qual, por exemplo, um acionista detém a maioria das ações de uma Companhia que é acionista majoritário de outra Companhia e, assim, referido acionista controla as duas Companhias. Portanto, na estrutura piramidal verifica-se, também, a dissociação entre controle e propriedade.

Nas palavras de Eduardo Secchi Munhoz para finalizar o presente tópico:

(...) em países como o Brasil, em que domina o controle concentrado, o desafio do direito societário parece constituir não o de buscar a todo custo a transformação do sistema (do concentrado para o diluído), mas o de assegurar que o sistema de controle concentrado atue de forma adequada e coerente com o princípio do bem-estar geral para a sociedade.¹²⁶

4.4. Funções e atribuições do Conselho de Administração

Como mencionado no tópico acima, o sistema de controle diluído é largamente utilizado nos Estados Unidos e no Reino Unido tendo em vista a grande pulverização de seu mercado acionário, ou seja, não há como se identificar a figura do controlador e do poder de controle exercido por este, bem como são definidas rígidas regras de proteção aos acionistas minoritários.

Nas palavras de Eduardo Secchi Munhoz:

¹²⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 147.

(...) no sistema de controle diluído, o poder de controle é passível de disputa no mercado acionário, enquanto que, no sistema de controle concentrado, ele permanece bloqueado com o controlador, de forma que somente pode ser negociado diretamente com este.¹²⁷

Este tipo de controle corresponde ao mais alto nível de separação entre controle e propriedade, visto que não se baseia na titularidade das ações da Companhia, mas sim com o poder de direção, ou seja, o controle de fato da Companhia transfere-se para os administradores, em função da dispersão da propriedade das ações. Assim, os administradores assumem, com o apoio dos acionistas, o poder de controle de fato da Companhia.

Portanto, inexistindo a figura do controlador, o controle deverá ser exercido pelos administradores da Companhia, membros do Conselho de Administração e da Diretoria, no exercício de suas funções legais e estatutárias, eleitos pelos seus acionistas. Por se tratar de mercado acionário pulverizado, a grande maioria dos acionistas será sempre minoritária, ou seja, inexistindo a figura do acionista majoritário e/ou controlador e, assim, muito dificilmente haverá um bloco de ações que assegure o poder de controle por meio dos Acordos de Acionistas.

Haverá sempre a disputa do poder de controle da Companhia e este fato pode ser benéfico, pois obriga os administradores a manterem o nível de eficiência da Companhia. Caso ela seja mal administrada, o seu controle torna-se alvo de disputa e a manutenção dos seus administradores em seus cargos um risco. Assim, a competência dos administradores é posta a prova, justamente para obter bons resultados econômicos e financeiros, diferentemente do sistema de controle concentrado que o controlador não está obrigado ou pressionado a ter bons resultados ou ter uma boa administração da Companhia.

No caso do sistema de controle diluído há nitidamente a separação do controle e da propriedade, segundo estudos publicados anteriormente por Berle e Means, pois o acionista detém a propriedade da ação, mas não o controle, pois este

¹²⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 137.

se encontra nas mãos dos administradores. Isso ocorre justamente por se tratar de controle diluído e as ações estarem pulverizadas no mercado acionário e, assim, sempre haverá a disputa do poder de controle da Companhia.

Ao mesmo tempo em que a disputa do controle pode ser um fato benéfico para a Companhia, poderá gerar efeitos negativos para os diversos titulares de interesse, como uma aquisição de controle hostil, ou seja, a aquisição pelo concorrente da Companhia para o seu fechamento e, conseqüentemente, desativar as suas atividades.

A preocupação central deste sistema é o monitoramento dos administradores, para que estes possam comandar a Companhia de acordo com os interesses dos acionistas e para que esta seja eficiente perante o mercado acionário. Nesse sentido são os ensinamentos de Eduardo Secchi Munhoz:

Ao analisarem-se comparativamente os sistemas de controle diluído e concentrado, a despeito da preferência dominante pelo primeiro, é inegável a possibilidade de identificar-se prós e contras em cada um deles. No sistema de controle diluído (...) o problema central refere-se ao monitoramento dos administradores, buscando-se formas de assegurar que estes comandem a empresa no melhor interesse da coletividade de acionistas.¹²⁸

Existe o posicionamento da doutrina, do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional que o controle diluído é superior ao concentrado tendo em vista um maior desenvolvimento do mercado de capitais e dinamismo da Companhia. Porém, diversos estudos já foram realizados referentes a este posicionamento e não houve qualquer comprovação que Companhias que utilizam o sistema diluído sejam eficientes ou valiosas que as Companhias pertencentes ao mercado concentrado.

Portanto, o sistema de controle diluído é aquele que não há a figura do controlador, as ações da Companhia estão totalmente dispersas no mercado acionário e as atividades são exercidas pelos administradores eleitos pelos minoritários e há diversas regras de proteção para estes. No Brasil, são raras as

¹²⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 137.

exceções de Companhias que se utilizam deste sistema, nesse sentido são os ensinamentos de Nelson Eizirik:

Como não existe, nas companhias com controle pulverizado, a figura do acionista controlador, não são aplicáveis os dispositivos da Lei das S.A. que tratam da responsabilidade do acionista controlador (artigo 116, parágrafo único e artigo 117). Também não se aplicam as normas da Lei das S.A., que tratam da alienação do controle acionário (artigo 254-A), bem como do procedimento de votação em separado para eleição dos membros do Conselho de Administração (artigo 141, parágrafo 4.º).¹²⁹

Porém, as poucas Companhias brasileiras que adotaram o sistema de controle diluído vêm sentindo grande dificuldade para realizar assembleias gerais, pois não conseguem atingir o quorum necessário para a instauração de referidas assembleias. Sendo sempre necessária a segunda convocação tendo em vista a inexistência de exigência de quorum para a sua instauração. Nesse sentido, a CVM editou a ICVM 481 a qual determinada procedimentos específicos de convocação, para o incentivo da presença de todos os acionistas da Companhia, tendo em vista o seu controle diluído, para que esses possam, eventualmente, tomar decisões relevantes ou vetar determinadas matérias.

A tendência do sistema de controle diluído é um mercado de capitais diluído, ou seja, a inexistência da figura do controlador e do seu poder de controle, sendo este exercido pelos administradores. Porém, nada impede do sistema de controle diluído estar inserido em um mercado de capitais concentrado, como ocorre com poucas Companhias brasileiras, conforme acima mencionado.

4.5. O acionista controlador perante o sistema de controle concentrado

O conceito de controle da Companhia detido pelo acionista controlador já foi explicado anteriormente e está previsto no Art. 116 da LSA. Porém, vale relembrar para melhor entendimento do presente tópico.

¹²⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 382.

O controle societário deverá ser permanente, pois é a capacidade da maioria de impor a sua decisão em Assembleia Geral, sem que haja a interferência dos minoritários e dos administradores da Companhia e, assim, sempre podendo impor a sua vontade perante a Companhia e seus negócios sociais. O controle societário deverá ser exercido pelo acionista controlador, ou seja, aquele que exerce, de direito, o poder, pois detém o número de ações necessárias para a condução dos negócios da Companhia, número este que poderá ser mais da metade das ações com direito a voto ou, caso a Companhia possua as ações pulverizadas no mercado, número suficiente delas para como já mencionado para impor a sua decisão.

Nesse sentido são os ensinamentos do Eduardo Secchi Munhoz, pois o Controlador impõe a sua decisão na escolha dos administradores da Companhia:

(...) a imposição de deveres fiduciários aos administradores ou a tentativa de estabelecer órgãos com competência e função definidas como forma de separar e equilibrar os poderes não são suficientes para evitar que o controlador possa extrair largos benefícios particulares. Os administradores e os órgãos da sociedade acabam por ter sua atuação determinada pela expressão da vontade do controlador.¹³⁰

Há a possibilidade de diferentes acionistas vincularem-se, por meio de Acordo de Acionistas, para a formação do bloco de controle e, conseqüentemente, tornarem-se acionistas controladores.

Assim, o acionista controlador perante o sistema de controle concentrado detém o poder do controle da Companhia como mencionado anteriormente, por possuir, justamente, a capacidade de impor a sua decisão perante os demais acionistas, desde que haja de acordo com os interesses da Companhia. Nesse sentido, é o próprio controlador que irá decidir sobre uma possível alienação da Companhia, bem como definir o seu valor e, isto ocorre, por não haver um mercado de disputa efetivo.

¹³⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 126.

Porém, deve-se limitar o poder do controlador, conforme nos ensina Eduardo Secchi Munhoz:

Chega-se, assim, à conclusão de que a ênfase do direito societário em sistemas de controle concentrado deve ser a de procurar limitar o poder de o controlador extrair excessivos benefícios particulares da companhia.¹³¹

Podemos citar 03 tipos de benefícios particulares do Controlador: **(i)** aqueles obtidos em operações que resultem da diluição dos minoritários, como operações de incorporação e fusão; **(ii)** aqueles obtidos no decorrer da atividade empresária; e **(iii)** aqueles obtidos em operações de alienação de controle. Caso o acionista controlador seja destinatário de um Acordo de Acionistas, poderá haver restrições, bem como imposições para a efetivação de referida alienação de controle. Com relação ao item **(i)** acima, como exemplo, podemos citar o Parecer de Orientação n.º 34/2006 emitido pela CVM, o qual define da relação de troca das ações de titularidade do controlador e dos demais acionistas nas operações de incorporação e de incorporação de ações.

Como já mencionado acima, a competência do controlador não é posta à prova perante os demais acionistas e a própria Companhia, ou seja, o controlador pode-se manter no controle ainda que esta não apresente bons resultados econômicos e financeiros. Porém, caso a Companhia seja de capital aberto o controlador deverá prestar contas à CVM e ao mercado em geral e, assim, deverá buscar bons resultados para a Companhia tendo em vista que o valor das ações em circulação poderão ser desvalorizadas.

Em outras palavras, caso a Companhia seja de capital aberto, independentemente da vontade do controlador, este deverá prestar informações à CVM e ao mercado, tais como informações societárias, balanço, demonstrações contábeis para haja o conhecimento do cotidiano econômico e financeiro da Companhia. Assim, por exemplo, caso o balanço e as demonstrações financeiras

¹³¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 138.

não apresentem o lucro líquido pretendido pelos demais acionistas ou mercado, estes poderão exigir medidas para o controlador, para melhoria dos números da Companhia.

A LSA traz dispositivos limitadores, também, ao poder, tais como conflito de interesses, exercício do direito de voto no interesse da Companhia e exercício abusivo do poder de controle, respectivamente, nos Arts. 115¹³² e 117¹³³.

Porém, o parágrafo único do Art. 116 determina o seguinte:

¹³² 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.

Parágrafo 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Parágrafo 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

Parágrafo 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

Parágrafo 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.

¹³³ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

Parágrafo 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 assembleia-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; e (h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

Parágrafo 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

Parágrafo 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.

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. (grifos nossos)

Desta forma, cumpre ao acionista controlador obter maiores benefícios para a própria Companhia no exercício da sua função como controlador em detrimento de benefícios particulares, caso contrário poderá cometer abuso de poder, como previsto no Art. 117 da LSA.

Nesse sentido é o pensamento do doutrinador Eduardo Secchi Munhoz:

(...) em um ambiente de controle concentrado, desenvolvem-se determinados fatores para tornar a companhia mais eficiente, como regras para impedir o controlador de extrair benefícios particulares excessivos, para tornar os administradores mais independentes, entre outras.¹³⁴

Portanto, para evitar que o controlador extraia maiores benefícios particulares, determinados fatores são desenvolvidos, tais como legislação trabalhista mais adequada, incentivos fiscais ou até o desenvolvimento de tecnologias mais desenvolvidas, para poder tornar a Companhia mais eficiente.

A mudança de cenário no Brasil, ou seja, um maior número de Companhias com controle diluído, quando a lei societária determinar maior controle na obtenção de benefícios particulares do controlador. Do contrário, este não abrirá mão do poder que detém.

¹³⁴ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 138.

4.6. Qual o sistema é mais eficiente: o concentrado ou o diluído do ponto de vista do mercado, minoritário, do controlador

Como já analisado nos tópicos anteriores, não há como determinar qual o sistema mais eficiente. Porém, determinado sistema poderá ser mais eficiente e mais vantajoso para o mercado, minoritário ou controlador, conforme veremos abaixo.

A doutrina internacional tem clara preferência pelo sistema de controle diluído, bem como por trabalhos publicados pelo Banco Mundial e pelo Fundo Monetário Internacional. Muitos outros acreditam que a estrutura existente em um determinado país depende da influência do seu passado, bem como da sua cultura.

Iniciamos a nossa análise do ponto de vista do controlador, para o qual o sistema mais eficiente é o concentrado, nas palavras de Eduardo Secchi Munhoz:

(...) é possível concluir que o sistema de controle concentrado pode ser vantajoso, ou eficiente, sempre que os custos decorrentes da obtenção de benefícios particulares pelo controlador forem menores do que os custos que deixaram de ser incorridos pela companhia no monitoramento, dos administradores.¹³⁵

Com base na citação acima, a companhia tendo a figura do controlador poderá gerar menos custos quando do sistema de controle diluído, pois o custo decorrente do monitoramento dos administradores será bem menor e, assim, o sistema concentrado poderá ser mais eficiente que o diluído.

Obviamente o sistema de controle concentrado é o mais eficiente para o controlador, também, pelo fato deste deter maior poder na Companhia em detrimento dos demais acionistas. O controlador poderá eleger toda a administração da Companhia, bem como a suas diretrizes.

¹³⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 137.

No caso de operações que acarretem a diluição dos minoritários, o controlador poderá obter benefícios, pois poderá determinar o valor da venda de suas ações e os minoritários estarão submetidos à eventuais novas regras impostas pelo comprador. Isso ocorrerá somente caso não haja a previsão de pacto de venda conjunta – *tag along* - com os minoritários como explicado no tópico 2.7.3.3. Assim, não há nenhum ganho por parte dos minoritários da Companhia. Nesse sentido é o pensamento de Eduardo Secchi Munhoz:

Nas operações de fusão ou incorporação, os minoritários não participam automaticamente de nenhum ganho com o resultado delas. Daí resulta um incentivo para o controlador, antecipando-se à realização da operação, procurar manipular as atividades da sociedade controlada e o valor de suas ações.¹³⁶

O Art. 254-A, da LSA determina o seguinte:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Nesse sentido, o acionista controlador ainda obterá uma importância de 20% (vinte por cento) superior à recebida pelos acionistas minoritários que possuam ações com direito a voto. Assim, os minoritários que detenham ações sem direito a voto estão excluídos de referido dispositivo.

Desta forma, a contrário senso, podemos verificar o ponto de vista dos minoritários. Para eles, ambos os sistemas podem ser eficientes dependendo do contexto.

Concluindo a eficiência com relação ao controlador segue o posicionamento de Eduardo Secchi Munhoz:

¹³⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 143.

O sistema de controle concentrado pode mesmo ser superior, em certa medida, ao de controle diluído, desde que os custos derivados da extração de benefícios particulares pelo controlador sejam iguais ou inferiores ao que seriam incorridos para monitorar os administradores em um sistema de controle diluído.¹³⁷

No caso de alienação do controle, no sistema de controle concentrado, a operação poderá ter papel significante tendo em vista o comprador do controle da Companhia, pois este poderá ser mais eficiente e, conseqüentemente, melhorar o desempenho da Companhia. Neste caso, os minoritários poderão continuar na Companhia após a conclusão de referida operação e os ganhos futuros poderão ser por eles aproveitados.

Outro caso que podemos citar é se houver a previsão de pacto de venda conjunta – *tag along* – no Acordo de Acionistas celebrado entre o controlador e os acionistas minoritários, como já explicado no tópico 2.7.3.3.

Para o minoritário o sistema de controle diluído poderá ser melhor tendo em vista que não há um controlador e o poder não está concentrado nas mãos de uma única pessoa ou de um bloco de controle. Assim, o minoritário poderá participar de Assembleia Geral e ter tomadas de decisão que beneficiem a Companhia, por exemplo.

Porém, nos casos de aquisição hostil de controle, no sistema de controle diluído, o minoritário poderá ser prejudicado, pois a compra poderá ser efetuada por um concorrente e este poderá optar pelo fechamento da Companhia.

Do ponto de vista do mercado, não há um sistema mais eficiente que o outro, como mencionado nos tópicos acima, e não há, também, qualquer comprovação empírica por meio de estudos qual seja o melhor. A definição de qual estrutura a ser utilizada pelo mercado irá depender de diversos fatores e necessidades da companhia e até mesmo do país e da sua economia, como já visto anteriormente.

¹³⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 153.

5. TENDÊNCIA DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

5.1. A evolução do mercado de capitais e as aberturas de capitais

O mercado de capitais brasileiro teve seu início, segundo diversos doutrinadores, com a chegada da família real portuguesa no Brasil, em 1808, ano que Napoleão Bonaparte invadiu Portugal, que coincide com a inauguração do primeiro Banco do Brasil, em 12 de outubro de 1808 e segundo Andrade Fernandes Andrezo:

(...) o banco teria como pressupostos 'promover a indústria nacional e combinar capitais isolados, estimular o desenvolvimento a partir da interiorização do crédito'. Seu capital deveria ser constituído por 1.200 ações de um conto de réis cada uma, a serem subscritas em lançamento público por grandes negociantes ou pessoas abastadas. Isso, no entanto, demorou nove anos para ser concluído, em razão das dificuldades de se encontrar investidores interessados.¹³⁸

Como podemos observar, apesar de não existir uma legislação acerca de Sociedade por Ações, o seu conceito já era conhecido tendo em vista que o capital social do Banco do Brasil foi constituído por 1.200 ações, com o valor de 01 conto de réis cada e deveriam ser subscritas por grandes negociantes. Assim, podemos concluir que essa viria a ser a primeira oferta pública inicial de ações realizada no Brasil.

Nesse sentido é o artigo publicado pela Capital Aberto:

O mercado de capitais brasileiro surgiu timidamente no século 19. A história começou com a chegada da família real portuguesa ao Brasil. Ao se instalar no Rio de Janeiro, (...), ainda que 1808, dom João VI tinha como missão fundar o banco da metrópole. Pediu, então, aos governadores das capitanias que buscassem acionistas para o futuro Banco do Brasil, fundado em dezembro de 1809. E foi assim que esses governadores empreenderam, há quase dois séculos, a primeira oferta pública de ações brasileira (...).¹³⁹

¹³⁸ ANDREZO, Andrade Fernandes; e LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro**. 2ª ed. São Paulo: Thomson, 2002. p. 53.

¹³⁹ Disponível em: http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1081. Acesso em: 04 de maio de 2013.

A mando de Dom João VI foi construída, em 1819, a sede da primeira da Bolsa de Valores, a do Rio de Janeiro, e quem financiou a obra foi o Banco do Brasil. Porém, em 1821, a família real regressou à Portugal com todo o dinheiro do Banco e, por conta deste fato, o Banco do Brasil foi liquidado em 1833.

A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro iniciou formalmente as suas atividades em 1845 e, anteriormente, os negócios, como fretes de navio e mercadorias de importação e exportação, eram realizados em um pregão ao ar livre e os corretores eram denominados como zangões. A partir daí, nasce o conceito de Praça do Comércio, o que, atualmente, é o denominado pregão organizado.

O Barão de Visconde de Mauá, em 1851, inaugurou uma nova instituição, também, denominada como Banco do Brasil. A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro torna-se o centro dos negócios deste Banco e, também, para a abertura de seu capital, com uma arrecadação de 10.000 contos de réis com ações. Neste mesmo período ocorreu a regulamentação dos profissionais responsáveis pela comercialização de ações, para a fiscalização e o reconhecimento das letras de câmbio. Como título de curiosidade, a lei vedava o ofício a mulheres, estrangeiros, militares, padres e falidos.

O Banco do Brasil, 1853, fundiu-se com o Banco Comercial do Rio de Janeiro e, assim, triplicou o seu capital. Com a fusão, é realizado mais um lançamento de ações: 53% (cinquenta e três por cento) dos papéis permaneceram com os antigos acionistas e 47% (quarenta e sete por cento) foram comercializados. O Banco, após um acordo com os seus acionistas e uma autorização do Congresso Nacional, passou a ser detido, também, pelo governo que detinha 50% (cinquenta por cento) de suas ações. Em 1906, suas ações foram listadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e, em 1921, houve o ingresso na Bolsa de Valores de São Paulo.

Nesse mesmo período, o Barão de Visconde de Mauá, principal acionista da Companhia da Ponta D'arêa, realizou a primeira oferta pública inicial de uma Companhia a ter ações lançadas em bolsa.

Outro exemplo segundo Cíntia Cristina da Silva:

Em 1852, a Imperial Companhia de Navegação a Vapor Estrada de Ferro de Petrópolis, também do Visionário Visconde de Mauá, assumiu a incumbência de construir a primeira estrada de ferro do país (...) para financiar o projeto, foram lançadas ações da companhia.¹⁴⁰

Não é de hoje que as Companhias buscam captar recursos na Bolsa de Valores. Um bom exemplo a ser citado é a Energisa S.A. (antiga Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina), a qual abriu o seu capital em 1907, para a obtenção de investimentos, registrada sob o número 03 na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (atualmente somente listada na BM&FBOVESPA), e, desde 1911, distribui semestralmente dividendos.

Após a Segunda Guerra Mundial, houve um período de estagnação e só houve melhora com a publicação do Decreto-Lei n.º 157, de 10 de fevereiro de 1967, o qual concede estímulos fiscais à capitalização de empresas, reforça os incentivos à compra de ações. Assim, houveram várias aberturas de capitais o que fez com que ocorresse a criação da CVM, em 1976. Até então, o mercado de capitais nacional não tinha um órgão regulador específico, sendo fiscalizado apenas pela Gerência de Mercado de Capitais do Bacen.

Acerca da fundação dos primeiros bancos de investimentos, nos dizeres de Ernane Galvêas:

Em 1966, foram fundados os primeiros bancos de investimentos privados, com o propósito de dirigir poupanças para financiar o capital fixo de empresas privadas e criar condições para que tais empresas pudessem capitalizar-se, mediante o lançamento de ações.¹⁴¹

No início da década de 80 foram contabilizadas cerca de 40 ofertas públicas, já que com o fortalecimento da CVM houve a publicação de políticas e medidas para o incentivo da abertura de capitais das Companhias. Porém, o mercado era ainda

¹⁴⁰ Disponível em: http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1081. Acesso em 04 de maio de 2013.

¹⁴¹ GALVÊAS, Ernane. O mercado de capitais brasileiro. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 41, p. 14 - 21, julho-setembro de 2008. p. 18.

imaturu e com pouca informação e, desta forma, as Companhias ainda não eram preparadas para abertura.

Outro período de estagnação foi registrado a partir de 1986 até o início dos anos 90 e, com a entrada de capitais estrangeiros no país, houve uma pequena melhora. Porém, entre o período de 1994 até 1997, foram registradas apenas 11 aberturas de capital.

A economia nacional foi abalada com a crise da Ásia o que influenciou, também, o mercado de capitais nacional e o período entre 1998 e 2003 foram somente 02 lançamentos de ações, do Grupo Ultra, em 1999, e da CCR, em 2002.

Segundo a antiga presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana:

Quanto ao mercado primário, o quadro era desolador. Entre 1995 e 2000, aconteceram apenas 8 IPOs – registros de novas companhias com ofertas de ações (mesmo depois disso, entre 2001 e 2003, a situação se manteve muito parecida (...).¹⁴²

O mercado acionário brasileiro desenvolveu consideravelmente a partir de 2002, com ênfase nos anos de 2004 e 2007, tendo em vista fatores jurídicos, como normas editadas pela CVM e a própria reforma da LSA, e econômicos, como o crescimento de negócios. Nesse sentido é o posicionamento de Eduardo Secchi Munhoz:

Em apenas quatro anos (2004 a 2008), nada menos que 110 companhias abriram capital ou realizaram operações de emissão de valores mobiliários (...).¹⁴³

Os anos mais significativos para as aberturas de capitais foram 2006 e 2007, nos quais 90 Companhias lançaram suas ações no mercado, sendo 26 e 64

¹⁴² DE SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes e GUIMARÃES, Juliana Paiva. O mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. In: WALD, Arnoldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 41, p. 56 - 64, julho-setembro de 2008. p. 57.

¹⁴³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120- 157, 2009. p. 121.

Companhias respectivamente. Assim, são os números estabelecidos por Ernane Galvêas:

Em 2007, as emissões primárias de ações e debêntures registradas na CVM alcançaram R\$ 80 bilhões, comparados com R\$ 16 milhões emitidos em 2004. O número e a variedade de empresas registradas (...) não só consolidaram o mercado de capitais, como estão imprimindo amplo sentido de democratização ao capitalismo, no Brasil.¹⁴⁴

Após o *boom* das aberturas de capitais acima mencionadas, houve uma estagnação do mercado e até uma diminuição das ofertas, decorrente da crise econômica mundial, sendo somente 02 em 2012 e 02 até março de 2013, conforme tabela abaixo:

Ano	Número de aberturas de capitais
2004	7
2005	9
2006	26
2007	64
2008	4
2009	6
2010	11
2011	11
2012	6
2013	6

Fonte: BM&FBOVESPA, 13 de junho de 2013.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana comenta sobre *boom* do mercado de ações no Brasil:

O Brasil foi, em 2007, o 5º mercado em volume financeiro absoluto de oferta de ações, em termos mundiais, atrás apenas dos volumes ofertados em duas das mais importantes bolsas do mundo – Nova

¹⁴⁴ GALVÊAS, Ernane. O mercado de capitais brasileiro. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n° 41, p. 14 - 21, julho-setembro de 2008. p. 21.

York e Londres, e de dois mercados chineses – Hong Kong e Xangai (...).¹⁴⁵

Atualmente, muitas empresas estão se preparando para lançarem suas ações no mercado acionário, mas não é uma garantia que isso irá ocorrer devido a diversos fatores. Há, também, muita especulação envolta do assunto.

5.2. O papel da CVM na aplicação da ICVM 481

A ICVM 481 dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em Assembleia Geral de Acionistas.

A própria CVM em seu site justifica a edição da ICVM 481:

Em razão do número de companhias abertas que passaram a ter seu capital disperso, a regulamentação desses temas tornou-se necessária para permitir uma organização mais eficiente dos acionistas das grandes sociedades anônimas. Visando a aumentar a transparência do processo decisório das companhias, a Instrução exige que certas informações e documentos sejam fornecidos aos acionistas antes das assembleias gerais, tais como currículo de candidatos a cargos na administração, proposta de remuneração de administradores e comentários sobre as demonstrações financeiras. Em relação aos pedidos públicos de procuração, a Instrução busca fomentar a participação dos acionistas no processo decisório da companhia, sobretudo através da internet. (...) A Instrução exige ainda que todo o material utilizado em pedidos públicos de procuração, bem como as informações e documentos relativos à assembleia, sejam colocados à disposição dos acionistas na página da CVM na internet. Com a edição dessa norma, a CVM espera contribuir para diminuir os custos associados ao exercício do direito de voto e, assim, facilitar a supervisão dos negócios sociais pelos acionistas.¹⁴⁶

Como já analisado anteriormente, o mercado de capitais brasileiro nos últimos anos passou por uma ampla expansão e diversas Companhias passaram a ter o seu capital disperso e, com isso, há uma dificuldade na realização das Assembleias Gerais por conta dos elevados quóruns de instalação e deliberações. Nesse sentido,

¹⁴⁵ DE SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes e GUIMARÃES, Juliana Paiva. O mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n° 41, p. 56 - 64, julho-setembro de 2008. p. 60.

¹⁴⁶ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/Comunicado%20-%2015%20de%20dezembro.asp0>. Acesso em 12 de maio de 2013.

a ICVM 481 foi editada para uma melhor organização do mercado e incentivar a participação de acionistas minoritários nas deliberações em sede de assembleia, bem como aumentar a transparência nas tomadas de decisões das Companhias.

Assim, a ICVM 481 trouxe inovações importantes com relação ao *disclosure* de informações, principalmente na disponibilização dos documentos relativos às assembleias gerais a serem realizadas pelas Companhias. Um dos principais objetivos é assegurar o fluxo de informações divulgadas pela administração aos acionistas e facilitar a sua participação, principalmente dos minoritários, nas assembleias.

Portanto, as Companhias de capital aberto estão obrigadas a disponibilizar, detalhadamente e com antecedência, informações e documentos que serão objeto de análise, discussão e votação nas assembleias gerais, proporcionando, assim, maior acesso as informações por parte dos acionistas.

Com relação aos documentos e informações que deverão ser divulgados, conforme as matérias constantes da ordem do dia das assembleias, podemos elencar os seguintes: **(i)** currículo de candidatos aos cargos da Administração; **(ii)** proposta de remuneração dos administradores; **(iii)** relatório detalhado sobre a justificativa e efeitos das alterações propostas reformar do estatuto social; **(iv)** informações contendo o valor do aumento ou da redução do capital social da Companhia, bem como razões e consequências de referido aumento ou redução, além de outras informações cabíveis. As informações e documentos acima elencados, bem como os materiais que acompanham os pedidos públicos de procuração deverão ser disponibilizados pela Companhia, por meio de sistema eletrônico na página da internet da própria CVM, com data limite até a publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia geral ordinária ou extraordinária.

O ano de 2010 foi o primeiro ano de sua aplicação e, apesar das Companhias cumprirem as exigências da disponibilização prévia de informações, a divulgação foi superficial, pouco consistente e até incompleta. Segundo um levantamento elaborado pela CVM, em abril de 2010, 169 das 195 Companhias que tiveram suas propostas de assembleias analisadas apresentaram algum tipo de erro.

Nesse sentido, nos anos posteriores as Companhias apresentaram um maior preparo para a elaboração da documentação exigida pela ICVM 481, deixando de incidir nos erros cometidos anteriormente.

O *caput* do Art. 28 da ICVM 481 trouxe a seguinte inovação:

Art. 28. As procurações objeto de pedido público promovido pela administração referentes à eleição de administradores e membros do conselho fiscal devem facultar ao acionista votar tanto nos candidatos indicados pela administração, como em candidatos indicados por acionistas representando, no mínimo, 0,5% (meio por cento) do capital social.

Os pedidos públicos de procuração referidos acima até a edição da ICVM 481 não era um tema regulado. Assim, a ICVM 481 trouxe mecanismos para incentivar e facilitar a participação dos acionistas, principalmente, os minoritários, nas assembleias da Companhia.

Outra inovação é com relação à faculdade dos acionistas que representem mais de 0,5% (meio por cento) do capital social indicar candidatos para a administração ou para o conselho fiscal nos pedidos públicos de procurações promovidos pela administração.

Outro ponto relevante foi inserido pelo *caput* Art. 31 da ICVM 481:

Art. 31. A companhia que aceita procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores deve permitir que acionistas titulares de 0,5% (meio por cento) ou mais do capital social incluam pedidos de procuração no sistema.

Nesse sentido, Companhias que aceitarem procurações através de sistema eletrônico deverão permitir aos acionistas titulares de 0,5% (meio por cento) ou mais do capital social a realizarem pedidos públicos de procuração por meio de referido sistema.

Porém, caso a Companhia não adote o sistema eletrônico de procurações deverá se responsabilizar pelos custos decorrentes dos pedidos públicos de

procurações elaborados pelos acionistas que representem mais de 0,5% (meio por cento) do capital social, conforme estabelece o *caput* do Art. 32¹⁴⁷, da ICVM 481.

Segundos estudos realizados pela própria CVM, o sistema eletrônico de voto e os pedidos públicos de procuração, apesar de disciplinados pela ICVM 481, ainda têm sido pouco adotados pelas Companhias, bem como seus acionistas. Os mecanismos citados foram instituídos para que acionistas minoritários, que sempre tiveram participações pouco relevantes em assembleias, possam ter uma participação maior e efetiva em referidas assembleias das Companhias.

A CVM ganha papel de destaque tendo em vista que deverá evitar e combater abusos eventualmente cometidos em assembleias, como na relação entre acionistas ou relação entre acionistas e administradores e que deverão ser analisados caso a caso. Nesse sentido, a CVM adota as seguintes medidas preventivas **(i)** edição de ofícios-circulares com orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias; **(ii)** edição de normas complementares, para a melhora das existentes, a sua elaboração conta com a participação pública de acionistas e participantes do mercado; **(iii)** fiscalização das informações apresentadas pelas Companhias; e **(iv)** verificação e o aprimoramento dos sistemas eletrônicos para a outorga de procurações de voto.

Portanto, podemos concluir que com a publicação da ICVM 481, a CVM espera uma maior participação dos acionistas minoritários nas assembleias gerais, seja para supervisão ou para a fiscalização da condução dos negócios da Companhia, uma maior transparência na divulgação de informações e documentos referentes à referidas assembleias gerais e que os custos atrelados ao exercício do direito de voto dos acionistas sejam reduzidos. Nesse sentido, a CVM tem o papel de fiscalizar a aplicação da ICVM 481.

¹⁴⁷ Art. 32. A companhia que não aceita procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores, nos termos do art. 31, deve ressarcir as despesas incorridas com a realização de pedidos públicos de procuração de acionistas titulares de 0,5% (meio por cento) ou mais do capital social.

5.3. Novo Mercado

Segundo definição do site da BM&FBovespa:

Novo Mercado é, segundo a nomenclatura da BM&FBovespa, o conjunto das empresas que se encontram no mais avançado nível de governança corporativa. Essas companhias se comprometem, de forma voluntária, a adotar práticas que excedem as exigências da legislação, com referência à governança corporativa e aos direitos dos acionistas.¹⁴⁸

O Novo Mercado é um dos segmentos de listagem da BM&FBovespa relativos à Governança Corporativa e determinados direitos à acionistas. Portanto, primeiramente, cumpre esclarecer em linhas gerais o que é Governança Corporativa e esta é definida por Alexandre di Miceli da Silveira como:

(...) é o conjunto de mecanismos (internos ou externos, de incentivo ou controle) que visa a fazer com que as decisões sejam tomadas de forma a maximizar o valor de longo prazo do negócio e o retorno de todos os acionistas.¹⁴⁹

Como princípios básicos da Governança Corporativa podemos citar quatro: **(i) transparência**, ou seja, a obrigação de informar e disponibilizar as partes interessadas as informações que sejam de interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos; **(ii) a equidade** é o tratamento justo das partes interessadas (*stakeholders*); **(iii) prestação de contas** da atuação dos agentes de governança (auditores, conselheiros fiscais, executivos, conselheiros e associados), assumindo, assim, integralmente as conseqüências de seus atos e omissões; **(iv) responsabilidade** da sustentabilidade das organizações, objetivando a longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos programas, projetos e operações.

Assim, segundo Maria Helena dos Santos Fernandes:

¹⁴⁸ Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp. Acesso em 05 de maio de 2013.

¹⁴⁹ DA SILVEIRA, Alexandre de Miceli. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 3.

(...) no final de 2000, a Bovespa lançou seus segmentos de listagem Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa, com requisitos em termos de divulgação de informações e proteção do acionista que, mais uma vez, iam muito além do que estabelecia a legislação.¹⁵⁰

O Novo Mercado é o segmento mais elevado de Governança Corporativa em que as Companhias podem se listar. Além dele há, também, outros 03 segmentos de níveis diferenciados de Governança Corporativa, porém com menos exigências que o Novo Mercado. Os segmentos são: **(i) Nível 1**, o qual as Companhias adotam práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores, como a divulgação de informações adicionais àquelas exigidas por lei, tais como relatórios financeiros mais completos, operações com partes relacionadas e as Companhias devem manter um *free float* de, no mínimo, 25% (vinte e cinco por cento); **(ii) Nível 2**, no qual são acrescentados alguns direitos adicionais às ações preferenciais, **(a)** no caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações preferenciais o direito de *tag along*, já explicado em tópico anterior, no mínimo, de 80% (oitenta por cento) do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador; e **(b)** as ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em determinadas situações, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas; e **(iii) Bovespa Mais**, o qual as regras são semelhantes às do Novo Mercado e, da mesma forma, as Companhias assumem compromissos quanto à manutenção de elevados padrões de Governança Corporativa, mas este segmento visa ampliar o acesso ao mercado de ações pelas Companhias de pequeno e médio porte - que muitas vezes desejam entrar no mercado, objetivando, por exemplo, captar volumes menores.

A aprovação do projeto de criação do Novo Mercado se deu no ano de 2000 e estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. Apesar do projeto se tratar de um estímulo para novas aberturas de capitais, para atrair um maior número de investidores, ele foi recebido com

¹⁵⁰ DE SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes e GUIMARÃES, Juliana Paiva. O mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n° 41, p. 56 - 64, julho-setembro de 2008. p. 57.

descrença pelo mercado. O ano seguinte foi marcado por inúmeras crises no Brasil, como o racionamento de energia, e no mundo, como a bolha da internet, a crise argentina com o congelamento dos depósitos bancários e ataque terrorista de 11 de setembro.

O Novo Mercado estabelece certos requisitos para que as Companhias possam integrar referido segmento: **(i)** o capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; **(ii)** no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço, ou seja, o *tag along* de 100% (cem por cento); **(iii)** em caso de desistência ou cancelamento da participação neste segmento, a Companhia deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico; **(iv)** o Conselho de Administração deve ser composto por, no mínimo, 05 (cinco) membros, sendo 20% (vinte por cento) dos conselheiros independentes e o mandato de no máximo 02 anos; **(v)** a Companhia compromete-se a manter no mínimo 25% (vinte e cinco por cento) das ações em circulação - o *free float*; **(vi)** divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente; **(vii)** a Companhia deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais adotando um padrão internacionalmente aceito; e **(viii)** necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

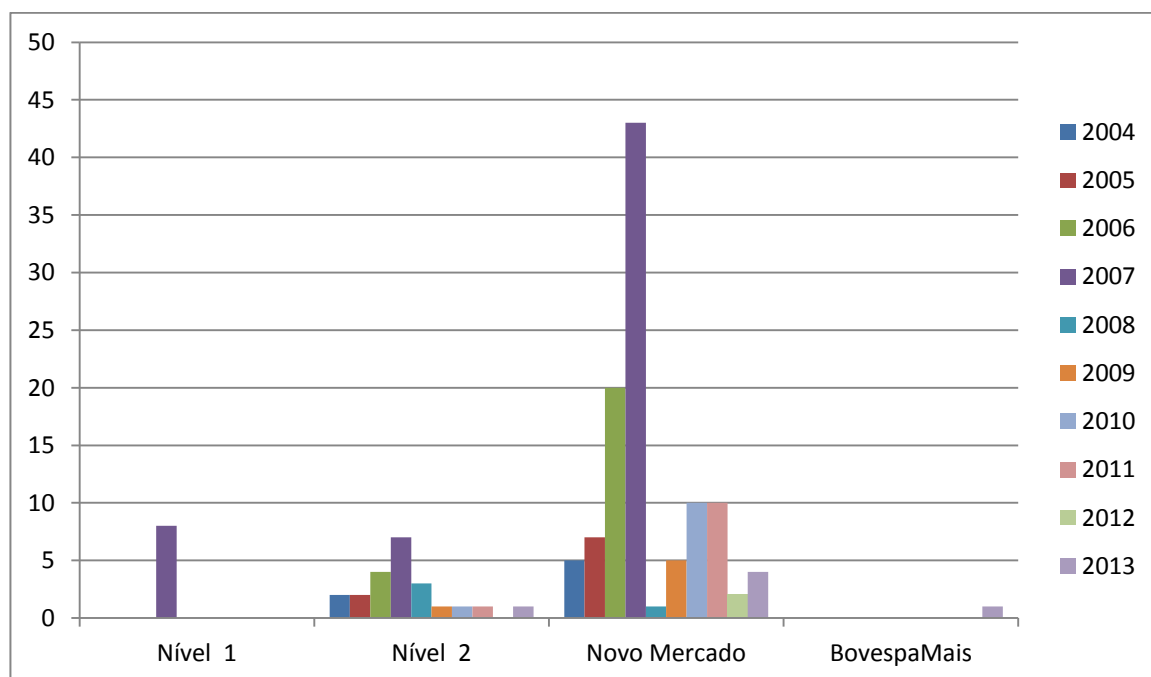
Desta forma, caso a Companhia adote o segmento do Novo Mercado, poderá ocorrer a valorização e a liquidez de suas ações tendo em vista a influência positiva do grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas, conforme citado acima.

A partir da primeira listagem, em 2002, o Novo Mercado se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. Houve incentivos **(i)** do BNDES, o qual conferiu incentivos para as Companhias que aderissem ao Novo Mercado e para a celebração de determinados contratos de financiamento exigia a adesão ao Novo Mercado; e **(ii)** da ANBID, a qual incluiu em seu Código de Auto-regulação para Ofertas Públicas um dispositivo

que obriga os *underwriters* e seus associados a intermediarem apenas ofertas que aderissem a um dos segmentos especiais da bolsa.

A primeira Companhia listada no Novo Mercado foi a Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), uma das maiores empresas de concessão de rodovias do mundo, em fevereiro de 2002 e a primeira Companhia aberta a migrar para o Novo Mercado foi a Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (SABESP), em abril de 2002.

Em 2003, não houve qualquer adesão ao Novo Mercado. Houve a retomada do mercado em 2004, ano no qual 07 Companhias foram listadas no Novo Mercado. Em 2005, a Lojas Renner entrou no Novo Mercado como a primeira Companhia a ter seu capital pulverizado, com aproximadamente 100% (cem por cento) das ações em circulação e 07 Companhias realizaram ofertas públicas iniciais nesse segmento e o ano encerrou-se com um total de 19 Companhias listadas no Novo mercado. Segue abaixo gráfico contendo os números referentes as aberturas de capitais nos segmentos mencionados acima ocorridas entre os anos de 2004 a 2013:



Fonte: BM&FBOVESPA, 13 de junho de 2013.

Essa evolução do mercado de capitais é mencionada por Luiza Rangel de Moraes:

Impulsionado por este novo cenário, o mercado de valores mobiliários está vivenciando, desde 2005, operações de características inéditas. A Lojas Renner, por exemplo, converteu todas as ações preferenciais em ordinárias, alterou seu estatuto social segundo as exigências do Novo Mercado e realizou, em junho e julho de 2005, venda pulverizada das ações correspondentes a 96% do seu capital. (...) No primeiro trimestre de 2006, outras reestruturações societárias vieram a público, trazendo uma novidade importante: a pulverização do controle de companhias abertas. (...) Esse movimento de dispersão acionária contrasta com o de concentração de ações, que caracteriza as empresas brasileiras, ou seja, de consolidação do poder num acionista ou grupo controlador. É uma evolução no sentido da real democratização do capital das empresas, que vem sendo preconizado e estimulado há mais de trinta anos e já é realidade em muitos países.¹⁵¹

Portanto, podemos notar que na última década, o Novo Mercado firmou-se como um segmento destinado à negociação de ações de Companhias que utilizam, voluntariamente, práticas de Governança Corporativa adicionais àquelas exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento implica na obrigação de adotar-se um conjunto de regras societárias que ampliam e favorecem os direitos dos acionistas, além de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.

Com efeito, com relação à composição acionária das Companhias listadas no Novo Mercado, podemos notar mudanças significativas na estrutura de propriedade de capital, o que pode ser o início da transição de um mercado historicamente de alta concentração de propriedade para uma possível dispersão acionária.

5.4. Companhias diluídas e tendências

Segundo dados obtidos no site da BM&FBovespa, 143 Companhias abriram o seu capital desde de 2004, sendo que 50 delas possuem um *free float* acima de 50% (cinquenta por cento), ou seja, mais da metade de suas ações encontram-se em circulação no mercado acionário brasileiro.

¹⁵¹ Moraes, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 32, abril-junho/2006, p. 52.

Apesar de quase 1/3 das Companhias terem o seu capital pulverizado, 27 delas celebraram Acordo de Acionistas. Nesse sentido, fica caracterizado o bloco de controle por meio de referido Acordo e, desta forma, o controle é exercido por uma minoria de acionistas. Portanto, o controle não é exercido por um controlador ou controladores que detenham a maioria do capital social, mas sim por uma minoria via Acordo de Acionistas. Para confirmar os números mencionados, segue tabela abaixo:

Número de Companhias Diluídas	Com celebração de Acordo de Acionistas	Sem celebração de Acordo de Acionistas
50	27	23

Fonte: site da CVM, 20 de janeiro de 2013.

Assim, conforme dados já analisados, nos últimos 02 anos, pouquíssimas emissões ocorreram e não há notícias de muitas Companhias que pretendam abrir seu capital ou qualquer previsão de anos movimentados como os de 2006 e 2007.

6. ESTUDO COMPARADO: ESTADOS UNIDOS E INGLATERRA

6.1. O mercado de capitais inglês

O mercado de capitais inglês é um dos mais antigos e um dos poucos pulverizados do mundo, ou seja, as Companhias de capital aberto possuem suas ações dispersas no mercado acionário e, assim, há o controle diluído, conforme estudo já elaborado. A seguir, será analisado um pouco da história deste mercado, da Bolsa de Valores e dos seus órgãos reguladores.

A Bolsa de Valores de Londres (*London Stock Exchange*), nome conferido em 1991, é uma das mais antigas do mundo e sua história pode ser contada através de mais de 300 anos. Segundo o site da Bolsa de Valores de Londres, a sua história inicia-se:

Starting life in the coffee houses of 17th century London, the Exchange quickly grew to become the City's most important financial institution. Over the centuries following, the Exchange has consistently led the way in developing a strong, well-regulated stock market and today lies at the heart of the global financial community.¹⁵²

O primeiro registro de organização e negociação de valores mobiliários foi em 1698 com uma lista de preços de ações e commodities elaborada por John Castaing e denominada como “O curso de troca e outras coisas”. Assim, negociações começaram a ser feitas nas ruas ou em casas de café. A primeira grande movimentação se deu em 1761 quando um grupo de 150 corretores de ações uniram-se e fundaram uma espécie de clube denominado como “*Jonathans's Coffe House*”, para a compra e venda de ações pelas ruas e cafés de Londres.

A intenção dos corretores que formaram o clube era impedir a entrada de corretores desconhecidos e admitir somente apenas aqueles com a melhor reputação, para poderem mitigar eventuais prejuízos com inadimplemento ou fraudes. Porém, uma decisão judicial estabeleceu que o clube não teria o poder de

¹⁵² Disponível em: <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/our-history/our-history.htm>. Acesso em 15 de maio de 2013.

recusar o acesso a terceiros. Segundo registram Davis e Neal “qualquer pessoa poderia se tornar membro (...), bastando-lhe pagar a taxa anual.”¹⁵³

Em 1773, os corretores construíram o seu próprio prédio e alteram o nome para “*The Stock Exchange*”, ou seja, a tradução para Bolsa de Valores. Porém, somente em 1801, tornou-se a primeira bolsa regulada de Londres e, assim, a Bolsa de Valores moderna foi criada.

No mesmo ano foi constituída uma *joint-stock corporation* que efetivou uma emissão de ações e com os recursos obtidos com a subscrição dos papéis, adquiridos por qualquer pessoa, foi comprado novo prédio. Assim, os participantes da Bolsa eram diversificados e possuíam diferentes direitos – acionistas da companhia detentora do prédio em que as operações eram realizadas (*proprietors*) e outros que detinham o direito de acesso ao lugar das negociações (*members*) que até 1867 não necessariamente eram as mesmas pessoas. Os *members* subdividiam-se em corretores (*brokers*) – estes negociavam para clientes e eram remunerados por comissão - e *jobbers*, os quais realizavam operações em seus próprios nomes, para estipular a liquidez do mercado. A diferenciação entre *brokers* e *jobbers* durou até 1866.

A remuneração dos *proprietors* se dava pela anuidade cobrada dos *members* e, assim, havia incentivos para que este número crescesse, para uma maior remuneração dos acionistas da Bolsa. Desta forma, os custos de admissão eram mantidos baixos para atrair novos *members*.

Nesse sentido, a expansão foi limitada devida à lotação do pregão, pois o número original de 150 corretores passou para mais de 5.000 em 1905.

A diferenciação entre os interesses dos acionistas e dos membros acarretaram certas consequências para a Bolsa de Valores de Londres, conforme descreve Randal Michie:

¹⁵³ NEAL, Larry e DAVIS, Lance. The evolution of the rules and regulation of the first emerging markets: the London, New York and Paris Stock Exchanges, 1792 – 1914. **Quarterly Review of Economics and Finance**. Elsevier: Amsterdã, vol. 45, n. 2-3, p. 296 – 311, 2005. p. 299.

(...) ao contrário do observado em Nova York, a adoção de modernas tecnologias no século XIX, como o telefone, foi retardada por solicitação dos proprietários, pois propiciaria rápido acesso às informações das cotações para não membros, o que reduziria a demanda por acesso direto e consequentemente a arrecadação de anuidades.¹⁵⁴

As primeiras regras sobre o funcionamento da Bolsa de Valores de Londres foram editadas somente a partir de 1812 e com relação à cobrança de corretagem apenas em 1912 houve regras para estabelecer valores mínimos, a cobrança era livre até então e baseada no regime de competição entre os corretores.

A Primeira Guerra Mundial ocasionou o fechamento da bolsa no final de julho de 1914 e só voltou a funcionar no início do ano seguinte. O segundo fechamento se deu por conta da Segunda Guerra Mundial por 06 dias.

Em 2007, a Bolsa de Valores de Londres fundiu-se com a Bolsa Italiana, criando a London Stock Exchange Group e a maior Bolsa da Europa.

Segundos dados obtidos no site da Bolsa de Valores de Londres, até 28 de março de 2013, estavam listadas 2465 Companhias, sendo aproximadamente 500 Companhias de 60 países diferentes e que a torna uma das Bolsas mais internacionalizadas do mundo.

A Bolsa de Valores de Londres é dividida em de dois mercados distintos: **(i)** o Mercado Principal (*Main Market*); e **(ii)** o Mercado de Investimento Alternativo (*Alternative Investment Market - AIM*).

O Mercado Principal é aquele destinado somente para as companhias mais dinâmicas, sólidas, consolidadas e com boa performance e os requerimentos para a permanência neste Mercado são extremamente restritas. Atualmente, aproximadamente 1.500 companhias encontram-se listadas no Mercado Principal, e o valor financeiro total deste mercado gira aproximadamente em R\$ 3.500.000.000,00. Na própria definição do site da Bolsa de Valores:

¹⁵⁴ MICHIE, Ranald. **The London and New York Stock Exchanges 1850 – 1914**. London: Allen & Unwin, 1987. p. 174.

The Main Market is London's flagship market for larger, more established companies, and is home to some of the world's largest and most well-known companies.¹⁵⁵

O mercado de Investimento Alternativo é voltado para companhias com capitalização menor ou novas companhias com potencial de crescimento e neste segmento encontram-se listadas mais de 1.060 companhias, com uma capitalização total de 37.000.000.000,00 bilhões de libras esterlinas. Segundo o site da Bolsa de Valores de Londres “powering the companies of tomorrow, AIM continues to help smaller and growing companies raise the capital they need for expansion”.¹⁵⁶

O órgão regulador do sistema financeiro e mercado de capitais inglês entre 1º de dezembro de 2001 até 31 de março de 2013 o FSA (Agência de Serviços Financeiros) e foi criado pelo Financial Services and Markets Act 2000. Os principais objetivos atribuídos para a FSA eram **(i)** maior confiabilidade para o mercado; **(ii)** estabilidade para o sistema financeiro inglês; **(iii)** proteção ao investidor; e **(iv)** a redução de crimes financeiros.

Tendo em vista a atual crise financeira mundial e para proteger e melhorar a economia inglesa, a FSA foi dividida e 02 novos órgãos: **(i)** FCA (Agência Financeira de Conduta); e **(ii)** PRA (Agência de Regulação e Supervisão), criados pelo Financial Services Act of 2012.

Os principais objetivos da FCA são **(i)** manter e assegurar a integridade do mercado de capitais; **(ii)** regular as empresas de serviços financeiros para que os investidores tenham negócios justos; e **(iii)** assegurar a competitividade do sistema financeiro e de capitais inglês.

Segundo o site da FCA:

We regulate the financial services industry in the UK. Our aim is to protect consumers, ensure our industry remains stable and promote healthy competition between financial services providers. We have

¹⁵⁵ Disponível em: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/main-market/home.htm>. Acesso em 15 de maio de 2013.

¹⁵⁶ Disponível em: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>. Acesso em 15 de maio de 2013.

rule-making, investigative and enforcement powers that we use to protect and regulate the financial services industry. We are fair and principled in our approach to regulation.¹⁵⁷

Já a PRA, que torna-se parte do Banco da Inglaterra, foi criada para ser a responsável pela regulação e supervisão de bancos, construtoras, cooperativas de crédito, seguros e empresas com grandes investimentos, regulando aproximadamente 1700 empresas financeiras. A PRA tem como objetivos promover a segurança e a solidez de referidas empresas, especialmente, para seguradoras, para contribuir para a segurança para uma proteção adequada aos tomadores de seguros.

Segundo o site da PRA:

In promoting safety and soundness, the PRA focuses primarily on the harm that firms can cause to the stability of the UK financial system. A stable financial system is one in which firms continue to provide critical financial services – a precondition for a healthy and successful economy.¹⁵⁸

Tanto a FCA, como a PRA são parte do novo sistema de regulação do sistema financeiro e do mercado de capitais inglês e ambas trabalharam em conjunto e criando, assim, uma nova estrutura regulatória na Inglaterra.

Assim, a FCA é responsável por promover uma efetiva concorrência, para assegurar o regular funcionamento do sistema financeiro e de mercado de capitais e para a regulação da conduta das empresas de serviços financeiros e, além disso, deve agir para evitar abusos de mercado e garantir que os investidores obtenham negociações justas com mencionadas empresas. A FCA funciona para a regulação dessas empresas de serviços financeiros que não são supervisionadas pela PRA, como gestores e consultores financeiros independentes.

¹⁵⁷ Disponível em: <http://www.fca.org.uk/about/what>. Acesso em 15 de maio de 2013.

¹⁵⁸ Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/pr/Pages/default.aspx>. Acesso em 15 de maio de 2013.

6.2. O mercado de capitais norte-americano

Assim como o mercado de capitais inglês, o americano também é um dos mais antigos e um dos únicos pulverizados do mundo, ou seja, as Companhias de capital aberto possuem suas ações dispersas no mercado acionário e, assim, há o controle diluído, conforme estudo já elaborado.

O mercado de capitais norte-americano iniciou-se, principalmente pela influência da criação da Bolsa de Valores de Londres, na Filadélfia, com a fundação da Philadelphia Stock Exchange (Bolsa de Valores da Filadélfia), em 1790.

Logo depois, 24 uniram-se para a criação do que é hoje uma das maiores bolsas de valores do mundo, a Bolsa de Nova York. Os corretores encontravam-se nas redondezas do número 68 da rua Wall Street para a negociação de títulos e, em 1792, assinaram o Acordo de Buttonwood, o qual determinava que a negociação de compra e venda de títulos só poderia ser feita entre eles e que seria cobrada uma taxa de corretagem fixa de seus clientes.

Após a assinatura de referido Acordo, os corretores passaram a negociar na cafeteria Tontine Coffee House, na esquina da Wall Street com a Water Street. Primeiramente, eles negociavam apenas 05 ativos, sendo um deles o do Bank of New York - primeira Companhia a ter suas ações listadas. Porém, em apenas uma década, mais de 100 ativos começaram a ser negociados, mas o centro de negócios ainda continuava a ser a Filadélfia.

Com o crescimento da Bolsa da Filadélfia, em meados do século XIX, os corretores nova-iorquinos se reestruturaram e formalizaram a sua união criando a New York Stock Exchange Board, em 1817, e passaram a alugar uma sala em um prédio em Wall Street, para competir com os referidos concorrentes da Filadélfia. Assim, em pouco tempo a New York Stock Exchange superou a Bolsa de Valores da Filadélfia e tornou-se o principal centro de ativos dos Estados Unidos.

Em 1863, a Bolsa foi renomeada com o nome NYSE e, assim, a atual Bolsa de Valores de Nova York foi criada. O sistema de negociação contínua, ou seja, o

sistema de pregão utilizado atualmente pela maior parte das bolsas de valores mundiais, foi instalado em 1872 – um período de tempo diário no qual os ativos poderão ser negociados.

O mercado acionário norte-americano, até o primeiro quarto do século XX, ainda não havia presenciado nenhuma crise e, assim, sempre ocorreu a sua expansão. Porém, no final da década de 1920, a Bolsa era considerada como uma forma alternativa de investimento e isso fez com que os preços das ações valorizassem muito e houvesse ainda mais investidores. Com isso, surgiu um problema: o crescimento desenfreado da Bolsa de Valores sem que as Companhias, cujas ações eram negociadas, tivessem necessariamente os mecanismos para sustentar tal alta. Isto acabou por ocasionar a crise de 1929.

A recuperação e a consolidação da NYSE se deu somente entre 1933 e 1938, com a implementação do *New Deal* – o que permitia maior influência do governo norte-americano na economia – e com os Estados Unidos como uma das potenciais mundiais após a Segunda Guerra Mundial, em 1945. Podemos citar outras crises da NYSE, tais como a crise do Petróleo vivenciada nos 70 e 80, o ataque terrorista de 11 de setembro de 2001 e a bolha imobiliária de 2008.

Em 2006, a NYSE fundiu-se com Archipelago Holfins, Inc. – um grupo precursor de rede de comunicações eletrônicas, para facilitar a negociação eletrônica de valores mobiliários – e criou a NYSE Group, Inc. Em abril de 2007, o NYSE Group Inc. fundiu-se com a Euronext N.V, formando a NYSE Euronext e criando, assim, o primeiro mercado de bolsa pan-atlântico e um dos maiores mercados de capitais do mundo.

Cumprido esclarecer que, a Euronext N.V. foi criada em setembro de 2000 com a fusão das Bolsas de Valores de Amsterdã, Paris e Bruxelas, a primeira Bolsa Valores pan-europeia. Para complementar as suas operações, a Euronext N.V., comprou a London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE – Bolsa Internacional de Futuros e Opções de Londres), em janeiro de 2002, a qual atende o mercado de derivativos. Em setembro de 2002, Euronext N.V. adquiriu

ações da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto e, desta forma, passou a fazer parte do grupo.

Por fim, a NYSE Euronext adquiriu a American Stock Exchange, em outubro de 2008, a qual concentra negociação de valores mobiliários com Companhias de médio e pequeno porte, além de diversas companhias estrangeiras, atualmente denominada como NYSE MKT LLC.

Segundo informações obtidas no site da Bolsa de Valores de Lisboa:

A NYSE Euronext é o maior grupo de mercados bolsistas e o mais líquido a nível mundial. Diariamente, mais de €100 mil milhões são transacionados nas bolsas da NYSE Euronext. As bolsas NYSE Euronext, na Europa e nos Estados Unidos, transacionam ações, obrigações e papel comercial, para além de um leque diversificado de produtos derivados, como sejam futuros, opções e warrants. Com cerca de 8.000 emissões cotadas (excluindo os Produtos Estruturados Europeus), os mercados acionistas da NYSE Euronext movimentam um terço do volume total negociado a nível mundial nos mercados de ações.¹⁵⁹

De acordo com informações obtidas no site da NYSE, são listadas aproximadamente 8.500 companhias.

As Companhias podem ser listadas em 03 diferentes segmentos: **(i)** a NYSE que lista as principais Companhias norte-americanas e internacionais; **(ii)** a NYSE ARCA que é o segmento totalmente eletrônico e voltado para companhias em crescimento; e **(iii)** A NYSE Amex é o segmento no qual são listadas as companhias de médio e pequeno. Além de referidos segmentos, há, também, a NYSE EDGE que seria o nosso mercado de balcão, já definido e explicado anteriormente.

À título de curiosidade: a companhia brasileira pioneira listada na NYSE foi a Aracruz Celulose S.A. (atual Fibria Celulose S.A.) há mais de 15 anos. Segundos dados de 2011, haviam 27 companhias brasileiras listadas na NYSE, entre elas Companhia Brasileira de Distribuição, AmBev, Vale e Petrobras. Em número de

¹⁵⁹ Disponível em: <http://www.bolsadelisboa.com.pt/centro-de-aprendizagem/nocoes-basicas-de-como-investir-em-bolsa/bolsas-do-grupo-nyse-uronext>. Acesso em 20 de maio de 2013.

companhias listadas na NYSE, o Brasil é o terceiro país estrangeiro atrás apenas para a China e o Canadá, com 152 e 68 companhias listadas.

Além da NYSE, podemos citar também a NASDAQ (Cotações Automatizadas da Associação Nacional de Corretores de Títulos) que é um mercado de ações totalmente automatizado. A NASDAQ foi criada em 1971, inicialmente com o nome NASD, para a compra e venda de ações através de um sistema automatizado, transparente e rápido com o pretexto de eliminar a ineficiência das transações pessoais.

A NASDAQ, segundo informações obtidas em seu site, criou oportunidades para Companhias que, na época da sua inauguração, estavam em crescimento:

In our early years, we gave growth companies the opportunity to raise capital that wasn't previously available to them. Those companies (Intel, Microsoft, Apple, Cisco, Oracle, Dell, to name a few) used the capital raised on The NASDAQ Stock Market to make the cutting edge products that are now integral to our daily lives. These companies have also created millions of jobs around the world along the way.¹⁶⁰

Em 2007, a NASDAQ fundiu-se com a Scandinavian Exchange Group OMX e passou a ser denominada como NASDAQ OMX Group. A NASDAQ atua, também, em mercados europeus, como as Bolsas de Valores de Tallinn (Estônia), Ria (Letônia), Vilnius (Lituânia), Estocolmo (Suécia), Helsinki (Finlândia), Copenhagen (Dinamarca) e Islândia.

São mais de 3.600 Companhias listadas, com destaque para os ramos da alta tecnologia em eletrônica, informática, telecomunicações, biotecnologia, entre outros.

Atualmente, são 22 companhias brasileiras listadas na NASDAQ, segundo dados obtidos em seu site.

Apenas como um comparativo, a processo de abertura de capital na NASDAQ é mais simples e menos custoso que na NYSE, motivo pelo qual diversas

¹⁶⁰ Disponível em: <http://www.nasdaqomx.com/aboutus/whatisnasdaq/>. Acesso em 20 de maio de 2013.

companhias de pequeno e médio porte optam por esta bolsa. Assim, a NASDAQ teve um rápido crescimento, tornando-se competidora da NYSE.

Por fim, a NYSE é considerada a maior Bolsa de Valores do mundo e a NASDAQ a maior em termos de volume de negociações.

As Bolsas de Valores norte-americanas, até o crash ocorrido em 1929, não eram regulamentadas, ou seja, não estavam sujeitas a qualquer regulamentação governamental e exerciam autoridade absoluta sobre seus membros e, assim, prevalecendo a auto-regulação. Desta forma, o público investidor passou a exigir das autoridades governamentais medidas para punir eventuais atos ilícitos e reformular o sistema até então vigente da auto-regulação.

Em 1931, o Senado americano iniciou uma investigação no sistema de auto-regulação das Bolsas de Valores norte-americanas e, por fim, decidiram pela intervenção e reformulação das regras referentes ao mercado de capitais. Assim, estabeleceu-se o *Securities Act*, em 1933, a qual estabelecia princípios básicos de divulgação de informações aos investidores – Fato Relevante -, para eventuais tomadas de decisões acerca de investimentos e proibir fraudes relativas à vendas de títulos.

O governo norte-americano continuou com seus questionamentos com relação ao sistema de regulação do mercado de capitais e criou um comitê para analisar a necessidade da formação de uma nova estrutura reguladora. Nesse sentido, o comitê recomendou uma regulação governamental, a qual exigia o registro federal e a licença para a negociação dos títulos, além da criação de uma agência reguladora federal.

Apesar da relutância da Bolsa de Nova York, o governo norte-americano optou por promulgar o *Securities Exchange Act* de 1934, o qual criou a SEC – agência governamental, reguladora, independente quase judicial, pois decidiria sobre seus processos administrativos, estabelecendo a legislação para regular o mercado de capitais e as regras para fazer o cumprimento de referida legislação.

Segundo informações obtidas no site da SEC:

Based on the findings in these hearings, Congress — during the peak year of the Depression — passed the Securities Act of 1933. This law, together with the Securities Exchange Act of 1934, which created the SEC, was designed to restore investor confidence in our capital markets by providing investors and the markets with more reliable information and clear rules of honest dealing. The main purposes of these laws can be reduced to two common-sense notions: (i) Companies publicly offering securities for investment dollars must tell the public the truth about their businesses, the securities they are selling, and the risks involved in investing; and (ii) People who sell and trade securities – brokers, dealers, and exchanges – must treat investors fairly and honestly, putting investors' interests first.¹⁶¹

Nesse sentido, a SEC baseia-se bastante no processo de disclosure, no qual as Companhias são obrigadas a divulgar informações verdadeiras, tais como financeiras, contábeis, de seus negócios ou de qualquer movimentação a ser realizada, para uma maior confiança dos investidores e combater eventuais fraudes.

6.3. Comparação de mercados

A dispersão acionária no mercado de capitais brasileiro é um fenômeno muito recente e tímido. Diferente do que ocorre com a dispersão acionária no mercado de capitais norte-americano e inglês, ou seja, é um fenômeno corriqueiro e antigo - já em 1929, algumas Companhias norte-americanas apresentavam alto nível de pulverização acionária. Desta forma, nos casos de dispersão acionária, há praticamente a inexistência da figura de um acionista majoritário ou controlador tendo em vista o capital pulverizado da Companhia.

Nesse sentido, podemos verificar a existência de um controle minoritário, na minoria dos casos, ou um controle gerencial, aquele realizado pelos administradores eleitos pelas minorias. São assim os ensinamentos de Nelson Eizirik:

Temos verificado, recentemente, a adoção, por companhias abertas, do modelo denominado 'controle pulverizado', semelhante ao chamado 'controle gerencial', no qual não se identifica a figura do acionista controlador. (...) No modelo de controle pulverizado, seguindo o exemplo das public corporations norte-americanas, a

¹⁶¹ Disponível em: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>. Acesso em 20 de maio de 2013.

direção efetiva dos negócios sociais é realizada por administradores profissionais, membros do Conselho de Administração e da Diretoria, no exercício de suas funções legais e estatutárias, sem que exista um bloco de ações que assegure o poder de controle.¹⁶²

Podemos verificar que Companhias pulverizadas podem ser encontradas em mercados de capitais mais desenvolvidos, como o norte-americano e o inglês, ou seja, aqueles que adotam avançadas regras de governança corporativa, rigorosos padrões de divulgação de informações (*disclosure*), elevada transparência no mercado e utilizam-se de uma legislação societária também avançada, especificamente para a proteção dos minoritários.

Um mercado de capitais concentrado – Companhias com o controle detido por um acionista majoritário ou um bloco de acionistas vinculado por meio do Acordo de Acionistas, como já discorrido – é aquele menos desenvolvido e é oposto do citado acima, não há regras específicas de governança corporativa, de divulgação de informações, assim, a transparência acaba por sendo menor e a proteção conferida aos minoritários é pequena.

Atualmente, o Brasil caminha para um mercado mais diluído e desenvolvido, pois podemos verificar que vem sendo adotadas práticas de governança corporativa, tais como aquelas verificadas anteriormente no Novo Mercado, Níveis 1 e 2 da BM&FBOVESPA, a divulgação de informações, segundo estabelece a ICVM 358 e com relação à proteção dos minoritários podemos citar as alterações trazidas pela Lei da Reforma das Sociedades por Ações – analisadas em tópico pertinente.

Outro ponto relevante para comparação entre mercados é a questão dos conflitos referentes ao concentrado e diluído, como já mencionado anteriormente **(i)** no mercado diluído, tendo em vista que o poder de controle é exercido pela administração, o conflito será entre referida administração e seus acionistas; e **(ii)** no mercado concentrado, tendo em vista que o poder de controle da Companhia encontra-se nas mãos de um acionista controlador ou bloco de acionistas através do

¹⁶² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 380/381

Acordo de Acionistas, o conflito ocorre justamente entre os acionistas minoritários e o acionista controlador ou bloco de acionistas.

Analisando a quantidade de Companhias abertas nos mercados brasileiros, norte-americanos e inglês, podemos verificar que o número de Companhias no Brasil é muito inferior aos demais, caracterizando um mercado concentrado em tratativas de transição para o diluído, no qual as Companhias vêm buscando e obtendo um alto grau de investimento e retorno e, desta forma, utilizando-se de uma maneira alternativa de investimento. As Companhias brasileiras sempre buscaram investimentos com seus acionistas ou por meio de empréstimos, por exemplo.

Já o mercado norte-americano e o inglês possuem um enorme número de Companhias abertas, verificando-se, assim, um mercado diluído, no qual referidas Companhias vão buscar investimentos e retornos nas Bolsas de Valores.

Portanto, podemos concluir que são modelos distintos – sendo o modelo diluído verificado em mercados de capitais atualmente desenvolvidos e o modelo concentrado associado a mercados menos desenvolvidos, com baixa proteção ao investidor, conforme discorrido acima.

7. CONCLUSÃO

Após os estudos realizados na presente monografia, podemos concluir o quanto se segue.

O mercado de capitais brasileiro é um mercado concentrado e tímido, tendo em vista o pouco número de Companhias com suas ações em circulação e, principalmente, com um *free float* superior a 50% (cinquenta por cento). Porém, referido mercado está em transição para um mercado um pouco mais diluído, pois:

(i) Há a crescente busca por melhores práticas de governança corporativa, seja através da publicação de manuais pelo IBGC ou pelo Novo Mercado, Níveis 1 e 2 e o Bovespa Mais estabelecidos na Bovespa, os quais exigem um percentual mínimo de ações que devem ser mantidas em circulação e introduziram regras de divulgação de informações (*disclosure*) e proteção aos acionistas minoritários além daquelas já estabelecidas na legislação societária vigente;

(ii) Pela promulgação da Lei da Reforma das Sociedades por Ações, a qual busca, entre outros pontos relevantes, maior proteção para as minorias acionárias;

(iii) Pelas regras de divulgação de informações (*disclosure*) pelas Companhias abertas, estabelecidas, por exemplo, nas ICVM 358 e ICVM 481; e

(iv) Como uma nova forma de busca de investimentos para as Companhias, sendo mais um fator econômico do que propriamente jurídico.

Com referidas práticas, um número maior de investidores vem recorrendo a compra de ações de Companhias abertas como forma de diversificar seus investimentos e um maior número de Companhias têm demonstrado interesse em abrir seus capitais, para, justamente, a busca de novos investimentos.

Podemos mencionar um obstáculo para referida transição: o controle da Companhia exercido por um controlador ou por meio do Acordo de Acionistas, ou seja, o *free float* da Companhia pode ser superior a 50% (cinquenta por cento), com a pulverização de suas ações, mas poderá haver o controle da Companhia por meio de referido controlador ou por meio do Acordo de Acionistas – por uma minoria acionária.

O Brasil apresenta uma tendência para um mercado mais diluído, porém há o entrave do Acordo de Acionistas – prática em desuso nos mercados diluídos – pois há o controle da Companhia nas mãos de poucos, bem como o exercício de seu interesse social. Uma das características marcantes do modelo de controle diluído é a ausência de um acionista controlador ou bloco de controle exercido através de um Acordo de Acionistas.

Segundo dados de janeiro de 2013, obtidos no site Bovespa e da CVM, 49 Companhias possuíam um *free float* superior a 50% (cinquenta por cento), sendo que 27 delas celebraram Acordo de Acionistas. Desta forma, apesar da pulverização das ações da Companhia, esta é controlada por uma minoria acionária por meio de mencionada celebração de Acordo de Acionistas.

Assim, o Acordo de Acionistas é utilizado para manter o controle nas mãos de poucos acionistas, através do bloco de controle, mesmo em Companhias que possuem o seu capital diluído no mercado acionário brasileiro e, desta forma, os acionistas signatários de referido Acordo controlam de fato a Companhia e estabelecem os rumos e os interesses sociais da Companhia.

Nesse sentido, o Acordo de Acionistas permite que seus signatários, mesmo que representem a minoria do capital social, participem de todas as decisões relevantes que dizem respeito à Companhia, como a eleição de membros do Conselho de Administração e aprovações estratégicas.

Com relação às demais Companhias que não possuem um Acordo de Acionistas, já podemos visualizar o controle da Companhia ser exercido pela Administração eleita pelas minorias.

Portanto, ainda temos a figura marcante do controle nas Companhias abertas brasileiras, apesar do *free float*, representado pelos Acordos de Acionistas.

No momento atual do mercado acionário brasileiro, podemos notar o início de uma transição entre controle concentrado e diluído, porém com o entrave do Acordo de Acionistas, conforme acima explicado e concluído.

Podemos citar como uma característica marcante do mercado acionário brasileiro a presença constante de um acionista controlador ou de um bloco de controle por meio de Acordo de Acionistas, sendo um número expressivo controlado por famílias e capital estrangeiro. Porém, a partir de 2004, o mercado tem passado por diversas mudanças, como as acima mencionadas, incentivando um mercado mais diluído, seja com a ausência do controle, seja por um número maior de Companhias listadas.

Para finalizar o presente trabalho, concluímos que se há um incentivo e uma tendência para um mercado mais diluído, determinadas práticas e características não devem persistir, como o controle exercido por meio do Acordo de Acionistas. Tendo em vista que mercados diluídos apresentam como característica um controle gerencial exercido pela administração da Companhia, pois não há um controlador ou bloco de controle definido e o Acordo de Acionistas é uma prática em desuso.

Assim, as tomadas de decisões, tais como a eleição dos membros do Conselho de Administração e interesses sociais da Companhia, podem ser exercidas, também, pelas minorias por meio de Assembleia Geral. Nesse sentido já há incentivos, como aqueles estabelecidos pela ICVM 481, para a presença de referidos acionistas minoritários nas Assembleias Gerais das Companhias que possuem o seu capital social diluído no mercado acionário brasileiro, para que haja quorum para a tomada de decisões ou para evitar que as decisões sejam realizadas somente pelo bloco de controle representado pelos signatários do Acordo de Acionistas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREZO, Andrade Fernandes; e LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro**. 2ª ed. São Paulo: Thomson, 2002.

BARBI FILHO, Celso. **Acordo de Acionistas**. Belo Horizonte: Revista Del Rey, 1993.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. **Sociedade Anônima Atual**. São Paulo: Atlas, 2004.

BERLE, Adolph A. e MEANS. Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural. 1988.

BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

_____. **O poder de controle na sociedade anônima**. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, v. 118, 2000.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

_____. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 480, de 07 de dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>. Acesso em 27 de março de 2013.

_____. Instrução Normativa nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst481.doc. Acesso em 27 de março de 2013.

_____. Parecer nº 006/1980. Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em 13 de maio de 2013.

_____. Parecer nº 002/1988. Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em 13 de maio de 2013.

_____. Parecer nº 35/1995. Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em: 13 de maio de 2013.

_____. Processo Administrativo RJ2001/10329. Relator Diretor Marcelo Trindade. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-008D19022002.htm>. Acesso em 10 de fevereiro de 2013.

_____. Processo Administrativo RJ2005/4069. Relator Diretor Pedro Marcilio. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2006-014D11042006.htm>. Acesso em: 10 de fevereiro de 2013.

BRASIL. Lei n.º 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 10 de junho de 2013.

_____. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em: 10 de junho de 2013.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 1997.

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

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 1 a 74. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 1º vol.

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, 2º vol.

COELHO, Fábio Ulhôa. **Manual de Direito Comercial: direito de empresa**. 18ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

_____. **Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, vol. 2.

DA SILVA, Cintia Cristina. Dois séculos de história. **Revista Capital Aberto**. São Paulo, Ano 4, nº , Guia para a Abertura de Capital, p. 54 – 57, 2008. Disponível em: http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1081. Acesso em: 04 de maio de 2013.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa no Brasil e no mundo – teoria e prática**. São Paulo: Campus, 2010.

DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. **Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

DE MELLO, Pedro Carvalho. Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico. In Hélio Oliveira Portocarrero de Castro (coord.). **Introdução ao Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, V., p. 327 – 331, 1977.

DE SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes e GUIMARÃES, Juliana Paiva. O mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 41, p. 56 - 64, julho-setembro de 2008.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

GALVÊAS, Ernane. O mercado de capitais brasileiro. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 41, p. 14 - 21, julho-setembro de 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Carta Diretriz n.º 2: Mecanismos de Defesa à tomada de Controle**. 2009. Disponível em: www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=CartaDiretriz&CodCarta=6.

LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. **Lei das sociedades por ações anotada**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

MICHIE, Ranald. **The London and New York Stock Exchanges 1850 – 1914**. London: Allen & Unwin, 1987.

MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 32, p. 49 – 84, abril-junho/2006.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120 – 157, 2009.

NEAL, Larry e DAVIS, Lance. The evolution of the rules and regulation of the first emerging markets: the London, New York and Paris Stock Exchanges, 1792 – 1914. **Quarterly Review of Economics and Finance**. Elsevier: Amsterdã, vol. 45, n. 2-3, p. 296 – 311, 2005.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial** – atualizado por Rubens Edmundo Requião. 23ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, vol. 2.

ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating ownership from Corporate Control. **Stanford Law Review**. Stanford: Stanford Law School, vol. 53. p. 539, 2000.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2008.

OBRAS CONSULTADAS

ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO Eduardo. **Governança Corporativa** – Um modelo brasileiro. 2ª tri. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ANDREZO, Andrade Fernandes; e LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro**. 2ª ed. São Paulo: Thomson, 2002.

AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercados de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, p. 217 – 262, 2010.

BARBI FILHO, Celso. **Acordo de Acionistas**. Belo Horizonte: Revista Del Rey, 1993.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. **Sociedade Anônima Atual**. São Paulo: Atlas, 2004.

_____. **Sociedade anônima atual: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei 10303/01 ao texto da Lei n.º 6404/76**. São Paulo: Atlas, 2004.

BARROS, Benedicto Ferri. **O mercado de capitais dos Estados Unidos – Organizações e praticas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Sociedades Anônimas e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

BERLE, Adolph A. e MEANS. Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural. 1988.

BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

_____. **O poder de controle na sociedade anônima**. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, v. 118, 2000.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

_____. **Direito Societário**. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 358, de 03 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst358.htm>. Acesso em 27 de março de 2013.

_____. Instrução Normativa nº 361, de 05 de março de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst361.htm>. Acesso em 27 de março de 2013.

_____. Instrução Normativa nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>. Acesso em 27 de março de 2013.

_____. Instrução Normativa nº 480, de 07 de dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>. Acesso em 27 de março de 2013.

_____. Instrução Normativa nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst481.doc. Acesso em 27 de março de 2013.

_____. Parecer nº 006/1980. Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em 13 de maio de 2013.

_____. Parecer nº 002/1988. Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em 13 de maio de 2013.

_____. Parecer nº 35/1995. Disponível em: http://www.docvirt.com/docreader.net/docreader.aspx?bib=juris_cvm. Acesso em: 13 de maio de 2013.

_____. Parecer nº 34/2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=/pare/pare034.htm>. Acesso em: 13 de maio de 2013.

_____. Processo Administrativo RJ2001/10329. Relator Diretor Marcelo Trindade. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-008D19022002.htm>. Acesso em 10 de fevereiro de 2013.

_____. Processo Administrativo RJ2005/4069. Relator Diretor Pedro Marcilio. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2006-014D11042006.htm>. Acesso em: 10 de fevereiro de 2013.

BRASIL. Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595compilado.htm. Acesso em: 15 de dezembro de 2012.

_____. Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728compilado.htm. Acesso em: 15 de dezembro de 2012.

_____. Lei n.º 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 10 de junho de 2013.

_____. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em: 10 de junho de 2013.

_____. Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm. Acesso em: 10 de junho de 2013.

_____. Lei n.º 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm. Acesso em: 10 de junho de 2013.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 1997.

_____. **O Novo Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Direito Societário e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

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

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 1 a 74. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, vol 1.

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Artigos 75 a 137. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, vol. 2.

_____; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S.A.** São Paulo: Saraiva, 2002.

COELHO, Fábio Ulhôa. **Manual de Direito Comercial: direito de empresa**. 18ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

_____. **Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa**. 14ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, vol. 2.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005.

DA CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas – hierarquia e conflitos**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DA SILVA, Cintia Cristina. Dois séculos de história. **Revista Capital Aberto**. São Paulo, Ano 4, nº , Guia para a Abertura de Capital, p. 54 – 57, 2008. Disponível em: http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1081. Acesso em: 04 de maio de 2013.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa no Brasil e no mundo – teoria e prática**. São Paulo: Campus, 2010.

DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. **Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

DE MELLO, Pedro Carvalho. Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico. In Hélio Oliveira Portocarrero de Castro (coord.). **Introdução ao Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, V., p. 327 – 331, 1977.

DE SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes e GUIMARÃES, Juliana Paiva. O mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 41, p. 56 - 64, julho-setembro de 2008.

DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latam, vol. II, 2011.

_____. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

_____. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; FREITAS, Henriques Marcus de. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de direito comercial – o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, vol. 1.

GALVÊAS, Ernane. O mercado de capitais brasileiro. In: WALD, Arnaldo (Coord.). **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 41, p. 14 - 21, julho-setembro de 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Carta Diretriz n.º 2: Mecanismos de Defesa à tomada de Controle**. 2009. Disponível em: www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=CartaDiretriz&CodCarta=6.

LA PORTA, Lopez-de-Silanes, Sheleifer. **Corporate Ownership Around the World**, 1998.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____; Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. 1.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. **Lei das sociedades por ações anotada**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

LOBO, Jorge (Coord.). **Reformas da Lei das Sociedades Anônimas – Inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31/10/200**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 121 a 188)**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, vol. 2.

MICHIE, Ranald. **The London and New York Stock Exchanges 1850 – 1914**. London: Allen & Unwin, 1987.

MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 32, p. 49 – 84, abril-junho/2006.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, vol. 1, p. 120 – 157, 2009.

NEAL, Larry e DAVIS, Lance. The evolution of the rules and regulation of the first emerging markets: the London, New York and Paris Stock Exchanges, 1792 – 1914. **Quarterly Review of Economics and Finance**. Elsevier: Amsterdã, vol. 45, n. 2-3, p. 296 – 311, 2005.

NETO, Alfredo de Assis Gonçalves. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

PAPINI, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Forense, 1997.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial** – atualizado por Rubens Edmundo Requião. 23ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, vol. 1.

_____. **Curso de Direito Comercial** – atualizado por Rubens Edmundo Requião. 23ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, vol. 2.

ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating ownership from Corporate Control. **Stanford Law Review**. Stanford: Stanford Law School, vol. 53. p. 539, 2000.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 3**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2008.