



Programa de Especialização em Direito Societário  
LLM – Master of Laws

**MONOGRAFIA CIENTÍFICA**

**A LEGITIMIDADE DO PODER DE  
CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Lígia Kirsten Espirito Santo

São Paulo

2010

Lígia Kirsten Espírito Santo

**A Legitimidade do Poder de Controle  
nas Sociedades Anônimas**

Monografia apresentada ao Programa de Especialização em Direito Societário – *LLM Master of Laws* do Instituto de Ensino e Pesquisa – INSPER, como parte dos requisitos para obtenção do título de especialista em Direito Societário - *LLM Master of Laws*

Orientador: Prof. Fabiano Dolenc del Masso

São Paulo

2010

## FOLHA DE APROVAÇÃO

Lígia Kirsten Espírito Santo

A Legitimidade do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas

Monografia apresentada ao Programa de Especialização em Direito Societário – *LLM Master of Laws* do Instituto de Ensino e Pesquisa – INSPER, como parte dos requisitos para obtenção do título de especialista em Direito Societário - *LLM Master of Laws*

Aprovada em: Dezembro de 2008

### Banca examinadora

Nome:

Prof. Fabiano Dolenc del Masso

Assinatura:

\_\_\_\_\_

Nome:

\_\_\_\_\_

Assinatura:

\_\_\_\_\_

Nome:

\_\_\_\_\_

Assinatura:

\_\_\_\_\_

## RESUMO

**Santo, Lígia Kirsten Espirito.** São Paulo, 2010. Monografia  
(Especialização em Direito Societário – *LLM Master of Laws*) - Instituto de Ensino e Pesquisa  
– INSPER, São Paulo, 2010.

O presente estudo aborda o instituto do poder de controle exercido no âmbito da sociedade anônima, passando pela sua origem histórica até os dias atuais. A escolha do tema, em linhas gerais, foi devida à sua atualidade e importância dentro das relações econômicas, políticas e de direito privado e, ainda, em função das dificuldades de interpretação e identificação deste poder para que sejam delimitadas suas bases, limitações e, a partir disso, seja regulado seu exercício.

A monografia pretende demonstrar, principalmente, a importância da interpretação clara dos dispositivos legais que definem o controle societário, assim como o cumprimento da sua função-social conforme previsto no artigo 170, III, da Constituição Federal de 1988, uma vez que se trata de um poder-dever. O cumprimento de sua função social atribui legitimidade à este poder, caso contrário o seu exercício é considerado um ato antijurídico.

Focaremos o estudo na importância do cumprimento dos requisitos acima, demonstrando-se algumas situações práticas nas quais é imprescindível a correta definição e a identificação do controlador de uma companhia, e os impactos do exercício desse poder no interior da companhia, suas relações externas e na sociedade como um todo, o que justifica a necessidade de observância de sua função social.

Serão apresentados posicionamentos doutrinários em relação ao tema, assim como orientação jurisprudencial, especialmente voltada para a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, órgão fiscalizador do mercado de capitais, no qual são negociados os títulos emitidos pelas companhias abertas.

Palavras-chave: poder de controle; sociedade anônima e função social.

## **ABSTRACT**

This study comprises the institute of the power of control exercised within the joint stock corporation, since its historical origins to the present days. The choice of the theme, in general, was due to its relevance and importance within the political and economical relations and private law, and also due to the difficulties of interpretation and identification of such power, so that its bases and limitations are defined, and its exercise is governed.

The paper especially intends to demonstrate the importance of clear understanding of the legal provisions that define corporate control as well as the fulfillment of its social function, as provided in Article 170, III, of the 1988 Federal Constitution, since it is both a power and a duty. The fulfillment of its social function gives legitimacy to that power, otherwise the exercise is considered an unlawful act.

We focused the study on the importance of observance of the above mentioned requirements, since there are some practical situations in which it is essential to properly define and identify the controller of a company, as well as the impact of the exercise of that power within the company, its external relations and before the whole society, which justifies the necessity of compliance with its social function.

Doctrinal positions related to the subject will be presented, as well as case-law especially focused on the Securities and Exchange Commission – CVM decisions, the authority supervising the capital market, where joint stock companies commercialize its bonds.

**Keywords:** power control; corporation and social function.

"Sem sombra de dúvida, a vontade do capitalista consiste em encher os bolsos, o mais que possa. E o que temos a fazer não é divagar acerca da sua vontade, mas investigar o seu poder, os limites desse poder e o caráter desses limites." (Karl Marx)

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO .....	02
1. O CONCEITO DE PODER DE CONTROLE .....	05
2. PODER ECONÔMICO E CONTROLE: EVOLUÇÃO HISTÓRICA .....	07
3. O PODER DE CONTROLE NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	
3.1 Definição legal de controlador .....	10
3.2 Definição jurisprudencial de controlador .....	14
3.3 Definição doutrinária de controlador .....	16
4. FORMAS DE CONTROLE	
4.1 Controle interno .....	19
4.2 Controle externo .....	24
4.3 Controle majoritário .....	25
4.4 Controle minoritário .....	27
5. MEDIDAS PROTETIVAS CONTRA O ABUSO DO PODER DE CONTROLE	
5.1 Responsabilidades do acionista controlador .....	30
5.2 Condutas ilícitas no mercado aberto .....	35
5.3 Governança Corporativa .....	37
5.4 Instrução CVM 481 e o acesso dos acionistas minoritários às assembleias .....	44
5.5 O poder de controle e os órgãos de administração e fiscalização da companhia .....	52
5.6 Os Acordos de Acionistas .....	66
6. TRANSFERÊNCIA DO PODER DE CONTROLE .....	70
6.1 Oferta pública de aquisição de ações .....	72
6.2 <i>Tag along</i> .....	87
6.3 Demais modalidades de ofertas públicas de ações previstas em lei .....	90
6.4 Direitos dos acionistas não-controladores .....	93
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	96
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	98

## INTRODUÇÃO

O tema proposto para ser desenvolvido como trabalho monográfico de conclusão de curso, tem como motivação principal a sua atualidade e relevância nas relações negociais, econômicas e políticas. O estudo será focado na análise, dentro do âmbito do direito societário, da alocação do poder de controle em função dos interesses que gravitam em torno da empresa, e a legitimidade deste poder.

Estudaremos, em primeiro lugar, a evolução da interpretação do conceito de controle e sua forma de manifestação ao longo das diferentes épocas, até se tornar, como é compreendido hoje, o verdadeiro *poder jurídico moderno*<sup>1</sup>. Após a análise histórica dos fatos, tornar-se-á mais clara a definição do termo, assim como sua compreensão inserida no cenário econômico de hoje. Pretende-se, sobretudo, demonstrar a importância do poder como fenômeno social, o que ainda não foi, para a maioria das pessoas, inteiramente compreendido.

A legislação brasileira nos traz a definição de controle em diferentes campos, tais como o direito civil, societário e direito do consumidor. No direito privado, o melhor prisma pelo qual podemos analisar o controle é através da estrutura da sociedade anônima. E tendo o presente trabalho, foco principal no direito societário, estudaremos o controle especialmente como forma de estrutura de poder que controla a sociedade anônima. Analisaremos ainda como este tipo societário se tornou e continua sendo estrutura fundamental no desenvolvimento da economia como hoje a conhecemos, e os impactos do poder de controle nas atividades destas sociedades, nas relações entre seus membros e, numa perspectiva mais ampla, no desenvolvimento econômico da região em que estão localizadas.

Sob uma perspectiva abstrata do funcionamento das sociedades anônimas, as decisões são tomadas dentro dos órgãos deliberativos da companhia, de maneira democrática. As assembleias gerais possibilitam que todos os acionistas compareçam à reunião e discutam sobre as matérias colocadas na ordem do dia para, após formada uma convicção, votarem sobre os assuntos em pauta. A decisão tomada pela maioria é considerada a vontade da companhia.

---

<sup>1</sup> F. K. Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, ob. cit., pág.



Apesar do cenário acima estar de acordo com o que determina a lei que rege as sociedades anônimas, na prática, a tomada de decisões nas deliberações sociais está diretamente ligada à titularidade do poder que não é oscilante entre os acionistas, nem verificado quando da realização da assembléia geral. O que se vê, é a concentração, de forma estável e por período duradouro, do poder de controle a um único acionista ou grupo de acionistas previamente conhecidos.

Ainda que se aplique o princípio majoritário em ambos os casos, a principal diferença das regras do direito societário para as regras do regime político democrático, é que no primeiro cada ação, ao invés de cada “cabeça”, corresponde a um voto nas deliberações sociais. Assim, a concentração de ações nas mãos de um único acionista ou grupo de acionistas pode significar-lhe(s) a titularidade do poder de controle da sociedade (ressalvados os casos de controle minoritário). Nesse cenário, a assembléia geral torna-se ato meramente formal para o cumprimento de exigências legais, uma vez que antes mesmo de iniciada as decisões já foram tomadas pelo(s) detentor(es) do poder de controle.

Ainda que os demais acionistas, detentores de ações que lhes assegurem o direito de voto queiram discutir a ordem do dia e, eventualmente, votar contra a posição do controlador, não atingirão quorum necessário. Não há, portanto, um processo de formação coletiva da vontade social, e a assembléia geral tem por função, na prática cotidiana das sociedades anônimas, legitimar a vontade do controlador.

Apesar de não tê-lo feito intencionalmente, o legislador acabou por criar mecanismos através dos quais é reforçada a possibilidade de existir um poder de controle estável e predeterminado na companhia. Os acordos de acionistas previstos no artigo 118 da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas - dispendo sobre o exercício de direito de voto e do poder de controle, servem de exemplo destes mecanismos.

Em razão da relevância e dos impactos oriundos do exercício do poder detido pelos controladores de uma sociedade anônima, é natural que a eles tenham sido impostos, pela lei, deveres e responsabilidades especiais que não se aplicam aos acionistas minoritários destas mesmas sociedades. Estes últimos, como já é sabido, não têm poder decisório e também submetem-se à vontade do(s) controlador(es). As limitações impostas por lei ao

controlador servem, além da proteção ao mercado e à economia como um todo, como mecanismo de defesa dos minoritários contra o abuso de poder.

A identificação do acionista ou grupo controlador de uma sociedade anônima é essencial para que seja possível sua responsabilização no caso de não serem observados devidamente os deveres e limitações impostos pela lei. Há que se verificar, ainda, a legitimidade desse poder, ou seja, o cumprimento da sua função social conforme preceito constitucional previsto no artigo 170 da Constituição Federal de 1988.

Como se observará durante o desenvolvimento do trabalho, os conceitos de “controle”, “poder de controle” e “acionista controlador” muitas vezes se confundem e surgem controvérsias a respeito de sua definição, inclusive entre os mais renomados especialistas no assunto. Portanto, nem sempre é tarefa fácil a identificação do acionista controlador para eventual responsabilização por abuso ou excesso que tenha cometido, ou o momento em que há transferência do controle dentro de uma companhia aberta, por exemplo, ato que merece atenção especial e o cumprimento de certas regras predeterminadas em lei.

Seguindo uma tendência mundial e globalizada que só tende a evoluir e ampliar-se, o fenômeno da comercialização de valores mobiliários dentro do ambiente da Bolsa de Valores teve recente e acentuado desenvolvimento. Negociam-se na Bolsa as ações das companhias anônimas de capital aberto. O regime jurídico do mercado de capitais é mais um campo no qual se faz necessária a definição homogênea do conceito de controle e determinação das bases para o seu regular funcionamento, tal como o pretendeu o legislador.

Ainda é generalizado o desconhecimento do fenômeno do poder no direito acionário. Até pouco tempo atrás, doutrina e jurisprudência se baseavam em modelo já ultrapassado, na prática, dentro das relações societárias: a idéia de sociedade onde os negócios são decididos de forma democrática e após amplo debate, nas assembleias gerais, sendo assim destituída de um poder de mando ou controle predeterminado. Observa-se, neste modelo, um descompasso entre o sistema jurídico e a realidade social. A Lei nº 6.404/76 veio a definir o “acionista controlador” (artigo 116) e estabelecer suas responsabilidades (artigo 117), criando assim as bases para possibilitar que a lei atingisse o fenômeno que há muito já havia se tornado uma realidade dentro do atual sistema institucional.

Por todo o acima exposto, o poder de controle continua sendo um conceito complexo, sob o qual ainda pairam inúmeras dúvidas e controvérsias, as quais são de importante esclarecimento em razão dos seus reflexos nas relações públicas e privadas em nossa sociedade.

## **1. CONCEITO DE PODER DE CONTROLE**

O poder de controle é o poder de decidir, em última instância, a atividade empresarial. Com o regime capitalista, em que o poder de controle empresarial funda-se na propriedade do capital ou dos títulos e/ou valores mobiliários representativos do capital da empresa, tornou-se comum a confusão entre os conceitos de poder de controle e propriedade. Em sua clássica obra “*The Modern Corporation and the Private Property*”, por diversas vezes citada no presente trabalho, os autores Berle e Means têm como principal foco as diferentes formas de controle e a relação destas formas de poder com a propriedade sobre o capital, demonstrando que não necessariamente estes dois fenômenos se apresentam juntos. Não é o poder de controle, portanto, um direito real de caráter absoluto incidindo sobre uma coisa determinada. Em resumo, podemos conceituar o poder de controle como um poder de direção e organização, envolvendo pessoas e coisas.

Nesse sentido, reproduzimos as palavras de Fábio Konder Comparato, sem seu artigo *Função social da propriedade dos bens de produção*<sup>2</sup>, demonstrando que a exploração empresarial dos bens de produção tende, incoercivelmente, a se destacar do regime da propriedade:

*“O que está em causa nas organizações empresariais, tanto privadas quanto públicas, é a legitimidade do poder de controle fundado na propriedade. A complexidade crescente da macroempresa contemporânea, realçando as funções internas de organização e planejamento; a importância crescente da tecnologia como fator de produção; o caráter marcadamente social e não econômico das organizações empresariais nos setores de educação, saúde e comunicação de massa (imprensa, rádio e televisão), todos esses fatores tornam insustentável a atribuição do poder de controle empresarial aos proprietários, por uma espécie de direito natural”.*

---

<sup>2</sup> *ob. cit.*, págs 71/79.

*“Mas a harmonização entre os interesses empresariais e o largo interesse da coletividade local, regional ou nacional só poderá ser alcançado quando a ordem econômica e social estiver fundada no princípio do planejamento democrático. Tal significa uma planificação em que os objetivos são conscientemente definidos pelos representantes legítimos dos diferentes grupos sociais, e em que a elaboração dos meios técnicos a serem empregados compita a autoridades independentes do Poder executivo; uma planificação vinculante para o Estado e diretiva da atividade econômica privada.”*

A Lei nº 6.404/76 não definiu especificamente o poder de controle, mas trouxe em seu artigo 116 os requisitos para identificação do acionista controlador, ou grupo de acionistas que compõem o bloco de controle dentro de uma companhia. Tais são os requisitos, que devem co-existir, na figura do controlador: (i) ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; (ii) usar efetivamente seu poder na direção das atividades sociais; e (iii) de modo permanente. Não chega a se tratar de uma norma aberta dependente de regulamentação complementar para sua eficácia, mas muito se aproxima dessa figura, uma vez que as hipóteses de uso efetivo do poder e uso do poder de forma permanente, se não previstas em lei, estarão sujeitas à interpretação caso-a-caso, trazendo insegurança jurídica ao instituto.

Nesse aspecto foi bastante pertinente a Regulamentação do Novo Mercado da Bovespa, que objetivando direcionar a interpretação do artigo 116 da lei societária, de forma a tornar seu conteúdo menos abrangente, assim definiu o poder de controle:

*“‘Poder de Controle’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas ou sob controle comum (“grupo de controle”) que seja titular de ações que lhe tenha assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembléias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.”*

Extrai-se do texto acima os critérios para a identificação da titularidade do controle, especialmente de forma a complementar os requisitos, trazidos pela lei societária de

permanência e efetividade. Admite ainda a possibilidade de controle minoritário, ao declarar que não é requisito essencial ao detentor do poder de controle, a titularidade “*das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante*”.

Por fim, para se obter a definição de poder de controle, servimo-nos ainda do direito comparado. O critério consagrado na legislação alemã desde 1937 é o mais frequentemente seguido. Segundo a legislação daquele país, a existência de uma situação de controle é reconhecida não só na hipótese de participação majoritária no capital votante, mas também quando uma sociedade exerce sobre a outra, direta ou indiretamente, “*influência dominante*” (*beherrschender Einfluss*). Porém, a teoria moderna procura diferenciar o poder da influência dominante, em razão da falta de coerção que caracteriza esta última, assim como da ausência de sanções aplicáveis aos responsáveis pelo exercício de tal influência. Para melhor situar o tema como o é considerado na atualidade, vale mencionar as palavras de Fábio Konder Comparato, transcritas da obra *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*<sup>3</sup>:

*“A teoria política moderna procura distinguir o poder, propriamente dito, da influência determinante, pela falta de coerção, que caracteriza esta última. Todo poder comporta sanções, ao contrário da simples influência. Por outro lado, a eficácia desta depende não só de sua capacidade intrínseca de determinação das ações alheias, como também da posição social em que se situa o agente influenciador. (...) Quando potencial de liderança e posição social se elevam, conjuntamente, o agente influenciador tende a conquistar o máximo poder.*

(...)

*Mas a concentração não significa, necessariamente, a personalização do poder, como pareceu a certos pensadores clássicos. Ao contrário, um dos fenômenos marcantes da época contemporânea é a desburocratização do poder, que vai em sentido diametralmente oposto. (...) Tudo isso conduz, independentemente de qualquer juízo de valor sobre o fenômeno, a uma despersonalização do poder, que passa a ligar-se, corporativamente, ao estamento burocrático. É a substituição da vontade individual pela regra geral, à qual todos devem submeter-se.”*

## **2. PODER ECONÔMICO E CONTROLE: EVOLUÇÃO HISTÓRICA**

---

<sup>3</sup> ob. cit, *Prólogo*, págs XV e XVI.

O marco inicial do estudo econômico moderno é, segundo a obra de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho<sup>4</sup>, o trabalho dos liberais clássicos Adam Smith, Jeremy Bentham e John Stuart Mill. Tais autores eram responsáveis por um pensamento fortemente liberal que negava por completo qualquer possível falha no funcionamento do mercado. Nos dias de hoje, é sabido que existe uma relação direta entre a concentração do poder econômico e a má distribuição de renda, o que necessariamente implica no subdesenvolvimento da região onde se verifica tal distorção. Sabe-se que existe a necessidade de intervenção nas estruturas que concentram o poder, estrangulam os canais de comunicação e limitam as informações dos agentes do mercado para manter o equilíbrio. A função central do sistema econômico tornou-se garantir a interação dos agentes no mercado em igualdade de condições.

Em relação aos meios de produção, sempre existiram formas de trabalhos organizadas e dirigido. Contudo, as empresas desenvolveram-se de forma lenta até a revolução industrial, iniciada na Inglaterra em meados do século XVIII e expandida pelo mundo a partir do século XIX.

No campo da economia, a concentração do poder foi relevantemente acentuada a partir da revolução industrial. A civilização industrial pretendeu demonstrar que o importante não é a riqueza em si considerada, mas o controle sobre esta riqueza que determinará sua efetiva disposição no ciclo produtivo. O controle sobre a riqueza tornou-se então preocupação fundamental na economia moderna.

Hoje vivemos em um mundo regido por uma economia capitalista, globalizada e quase que totalmente institucionalizada. A cada dia nascem novas empresas, que através de suas atividades disponibilizam à sociedade novos produtos ou serviços. Os sócios e/ou acionistas destas sociedades, por sua vez, têm como objetivo final o aumento de seu poder econômico através da percepção dos lucros decorrentes da atividade empresarial.

Os indivíduos que outrora exerciam diretamente as atividades comerciais passam, pós fase artesanal (até 1780) e a partir do início da fase da industrialização, a se “associar” uns aos outros para a constituição de empresas que realizem tais atividades de forma

---

<sup>4</sup> *ob. cit.*, pág 9.

profissional, amparadas por uma estrutura organizacional que garanta o seu regular funcionamento. Torna-se mais garantida, assim, a realização dos objetivos empresariais.

Conforme se tornam maiores os negócios e os valores envolvidos, a estrutura institucional passa a ser mais utilizada. Isso porque a utilização de um veículo societário para a realização de atividades possibilita a diluição da responsabilidade dos seus participantes, o que, conseqüentemente, atrai investidores.

É neste cenário que surgem as sociedades anônimas, responsáveis pelo sucesso e a prosperidade do capitalismo no século XX por serem consideradas excelente mecanismo de financiamento de grandes empresas e empreendimentos. Tem como principais características, em sua estrutura societária, o capital social dividido em ações e a limitação da responsabilidade dos sócios ao montante investido. É, ainda, livre a negociação dos títulos emitidos pela companhia, mobilizando-os em dinheiro líquido. Tais características tornam-se incentivos aos potenciais investidores, justificando a popularidade das sociedades anônimas como forma de atração de uma extensa área de poupança.

Perante a ascensão da idéia democrática, o modelo da sociedade anônima tornou-se irresistível ao poder autocrático, apesar de aparentemente paradoxo. Nessa fase da história contemporânea, Os verdadeiros detentores do poder camuflavam a unilateralidade e autoritarismo de suas decisões, através de órgãos deliberativos da sociedade anônima (v.g., a assembléia geral), lhes dando a aparência de decisões populares. Referidas decisões tomadas dentro da mais perfeita legalidade, tinham por objetivo, na maioria das vezes, o benefício único e exclusivo do acionista controlador, em detrimento dos demais acionistas e da sociedade como um todo. Por não cumprirem preceito constitucional que determina a legitimidade do poder de controle, qual seja, o cumprimento da sua função social, condutas como a descrita acima hoje são consideradas antijurídicas.

Portanto, ainda que pesem todos os atributos acima expostos, a sociedade anônima “gigante”, aberta à subscrição popular, deve ser tratada com bastante cautela. O poder econômico concentrado nas mãos de poucos controladores de uma empresa gigantesca é uma força muito grande que pode beneficiar ou prejudicar grande número de indivíduos, influenciar substancialmente na economia de uma região e, conseqüentemente, nos seus rumos políticos e sociológicos. Os impactos causados por este tipo de sociedade devem ser

previamente identificados de forma a serem coibidas, através de dispositivos legais, as práticas abusivas. Também pelo fato das sociedades anônimas representarem elemento fundamental da economia capitalista, em torno destas sociedades é que se deve estruturar parte importante da reforma do sistema econômico. O poder dentro das sociedades anônimas deve ser limitado de forma a criar um ambiente de comportamento cooperativo.

### **3. O PODER DE CONTROLE NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA**

#### **3.1. Definição legal de controlador**

Há diversos diplomas legais em nosso ordenamento que trazem a definição de controle, cada um regulando matéria específica. O foco principal deste trabalho está na identificação do controlador de uma sociedade anônima, por todos os motivos acima já expostos. Vale a pena mencionar, porém, a título de comparação e como forma de auxiliar a compreensão do tema, as demais definições de “controle”.

O artigo 1.098, inciso I, da Lei nº 10.406 de 10.01.02 (Código Civil), traz a definição de ‘sociedade controlada’. Segundo o disposto em referido artigo, “*é controlada a sociedade de cujo capital outra sociedade possua a maioria dos votos nas deliberações dos quotistas ou da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores*”.

A definição dos termos ‘controle’ e ‘poder’ também é importante para fins de aplicação da desconsideração da personalidade jurídica prevista no artigo 28 da Lei nº 8.079 de 11.09.90 (Código de Defesa do Consumidor) da sociedade que, por “*abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social vier a prejudicar o consumidor*”. Em seu parágrafo segundo determina ainda que “*as sociedades integrantes dos grupos societários e as sociedades controladas, são subsidiariamente responsáveis pelas obrigações decorrentes deste código*”. Os diferentes diplomas legais aqui se complementam, sendo necessária a análise da definição de sociedade controlada trazida pelo Código Civil, conforme analisado anteriormente.

Em razão dos impactos econômicos e sociais gerados pela sociedade anônima e por constituir a Lei das Sociedades Anônimas o principal regramento das relações societárias,



estudaremos especialmente a definição de controle inserida neste contexto. Até o advento da Lei nº 6.404/76, faltava no direito societário brasileiro uma definição legal de controle. O Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, não instituiu a figura do controlador, mas fundava-se em critério diverso: o de *acionista majoritário*. Para ele, não criava responsabilidades, as quais eram previstas somente para os administradores. O único artigo que se referia ao controle na lei de 1940, era o artigo 135, §2º, o qual determinava que, havendo participação acionária de uma ou mais companhias, os diretores, no seu relatório, deveriam dar informações sobre as sociedades “controladas” ou “coligadas”. Porém, este artigo nunca teve aplicação prática, uma vez que não havia previsão de sanção no caso de seu descumprimento.

No sistema majoritário, em qual há relação direta entre o risco assumido pelo capital investido na companhia e o controle social, o acionista ou grupo de acionistas que assumiam maior risco em relação ao capital empregado na sociedade é que tinham o poder para controlá-la. Portanto, era(m) o(s) controlador(es) aquele(s) que possuísse(m) participação maior que 50% do capital social com direito de voto. Suas deliberações eram tomadas em assembléia geral, efetivamente o órgão decisório da companhia, onde se aplicava o sistema quantitativo de ações, correspondente ao predomínio da maioria do capital social. A adoção do sistema majoritário excluía qualquer participação institucional dos minoritários nas decisões da assembléia geral.

Abaixo, transcrevemos a definição de acionista controlador trazida pelo artigo 116 da Lei nº 6.404/76, que instituiu em nosso regramento a definição de acionista controlador:

*Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:*

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

*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 a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.*

Trata-se de definição ampla, que depende de conceitos não objetivos e, ainda, da interpretação de outros dispositivos contidos na lei, de forma a auxiliar a compreensão da sistemática do controle social hoje adotada. Para a caracterização do acionista controlador ou dos integrantes do grupo controlador, deve ser analisada, principalmente, a situação de fato. Em eventual litígio judicial, a temática dependerá de instrução probatória a ser dirimida na sentença final.

Em primeiro lugar, identificamos a mudança da sistemática do controle social, até então detido pelo acionista majoritário por força do Decreto-Lei nº 2.627/40, para uma sistemática mais complexa e abrangente, dependente de outros fatores para a caracterização do controlador. Pela análise do §2º, do artigo 15, da Lei das Sociedades Anônimas, verifica-se o abandono do critério quantitativo do capital detido na sociedade para a identificação desse domínio. Referido dispositivo, conforme alterado pela Lei nº 10.303 de 31.10.2001, dispõe que *“o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas”*. Retira-se, assim, a soberania efetiva da assembléia geral pela drástica redução do colégio eleitoral que a compõe, que praticamente passa a ser constituído apenas dos próprios controladores. Ou seja, prevalece hoje o entendimento de que o controle societário independe do risco do investimento no capital social e, portanto, a quantidade de ações não coincide mais, necessariamente, com a quantidade de ações necessárias à formação da maioria na assembléia geral.

Em segundo lugar, pontuamos os requisitos para a caracterização do controlador, indicados no artigo 116 acima transcrito. Tais requisitos, para que se configure o controle, devem coexistir no acionista ou grupo de acionistas detentores deste poder. Não pode ser caracterizado como controlador, por exemplo, o titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral, mas não detenha o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Isso pode ocorrer quando há várias classes de ações que asseguram o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração, e o acionista majoritário não possui a maioria das ações na maioria das classes.

Verificamos pelo conceito legal do artigo 116, que o controlador pode ser pessoa física ou jurídica. Também é possível que mais de um acionista componha o bloco

controlador, casos em que temos o chamado ‘controle por associação’, ou ‘controle conjunto’<sup>5</sup>. Muitas vezes o grupo pode se apresentar como um centro de interesses heterogêneos. Porém, ao integrar o bloco controlador, estes acionistas pretendem compor seus interesses, temporária ou permanentemente.

Ao exigir a titularidade de direitos de sócio, excluiu a Lei, expressamente, o controle externo. Mas esta forma de controle, como verificado a seguir, por vezes decorre de situações fáticas e não necessariamente juridicamente legitimadas. Ainda, como a Lei se refere a ‘direitos de sócio’ e não à titularidade das ações propriamente ditas, indica também que é possível a transferência dos direitos de voto através de contratos e/ou acordos para a definição do acionista controlador, segundo o artigo 116 da Lei 6.404/76. Conclui-se, ainda, que é admitida a possibilidade de controle minoritário em nosso sistema corporativo. Isso porque, por definição legal, não é exigida a titularidade da maioria do capital social com direito a voto para que seja caracterizado o controlador. Há, ainda, algumas disposições legais que autorizam aos detentores da minoria do capital social a tomada de determinadas decisões, reconhecendo a lei, implicitamente, a existência do controle minoritário, conforme estudado a seguir em capítulo próprio.

Outro detalhe a ser observado para a caracterização do poder de controle, conforme definido no artigo supra, é a ‘permanência’. Ou seja, o processo deliberativo deve ser exercido de forma permanente (necessária a continuidade no tempo) para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Em complementação à lei societária supra referida, existe ainda a regulamentação do mercado de capitais expedida pela Bolsa de Valores, assim como pareceres e orientações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que regulam o exercício do poder de controle dentro do mercado de capitais, dentro do qual estão inseridas as negociações dos valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas. De forma orientar a interpretação do critério que define a permanência, tornando viável a aplicação das regras relativas à coordenação e limitação do poder de controle dentro de uma companhia aberta, o Regulamento do Novo Mercado da Bovespa, já mencionado acima, estabeleceu que o controlador “*seja titular de ações que lhe tenha assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembléias gerais da Companhia*”.

---

<sup>5</sup> Cf F. Konder Comparato e C. Salomão Filho, *O poder de controle na sociedade anônima, cit.*, pág. 63.

O legislador praticamente repete o conceito legal de controle no parágrafo 2º do artigo 243 da Lei nº 6.404/76, que considera controlada a sociedade “*na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores*”. O primeiro aspecto importante da definição trazida pelo artigo supra, é o reconhecimento do controle indireto, próprio dos grupos societários. Assim, por aplicação da regra contida na lei, considera-se controladora a sociedade localizada no topo do organograma do grupo societário, e não a sociedade titular direta da participação societária na controlada.

### **3.2 Definição jurisprudencial de controlador**

Verificou-se acima, pela letra da lei, não se pode caracterizar o acionista controlador somente pela titularidade de mais de 50% (cinquenta por cento) das ações. Este inclusive é o entendimento predominante na jurisprudência, consoante decisão proferida no Agravo de Instrumento nº 51.504.4/3, do TJSP, Rel. Des. Marcus Andrade, j. 8.8.1997<sup>6</sup>. O conceito sobre a figura do controlador deve estar inserido em um segmento, dentro de um contexto mais complexo, não importando o número de ações que possua. Inclusive, não é necessário que o controlador seja efetivamente acionista da companhia, uma vez que a lei exige direitos de sócio e não a titularidade direta sobre ações da companhia. Neste sentido, merece destaque Parecer CVM/SJU n. 050/85:

*“A existência de um ‘grupo de acionistas, ligados entre si por outras relações jurídicas que não as de sócio da mesma companhia’ e que exerçam os direitos conferidos pela titularidade da maioria das ações votantes, configura um poder de controle de fato, nos termos e para os fins da Lei n. 6.404/76”.*

Em relação ao controle conjunto da sociedade anônima previsto no caput do artigo 116 da Lei 6.404/76, a CVM, através de Parecer, se posicionou conforme a intenção do legislador ao redigir o artigo 116 da lei societária:

---

<sup>6</sup> A. S. Lazzareschi Neto, *Lei das sociedades por ações anotada, cit.*, pág. 219, nota 1j.

*“Irrelevante é para a caracterização do poder de controle se cada um dos cedentes não detém individualmente o poder. A concentração de vários acionistas possibilitando a preponderância nas deliberações sociais, vinculados entre si por acordo escrito ou informal, serve à caracterização do poder de controle.”<sup>7</sup>*

Já em relação à necessidade de exercício do poder deliberativo de forma permanente para a caracterização do acionista controlador, posicionou-se o colegiado da CVM de forma interessante, em especial quanto à responsabilidade do acionista não controlador que, por uma situação fática, venha tomando a frente das deliberações sociais:

*“Outro ponto importante desse primeiro requisito é a permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissor nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea ‘a’ do art. 116, embora preencha o da alínea ‘b’. Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115)”.<sup>8</sup>*

Em relação ao uso efetivo do poder para caracterização do acionista controlador:

*“Nos termos do art. 116 da Lei 6.404/76, o acionista controlador é a pessoa natural ou jurídica titular de direito que assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral da sociedade e o poder de eleger a maioria de seus administradores (alínea a). Além disso, o controlador é aquele que usa, efetivamente, o seu poder para dirigir a companhia (alínea b). É característica do acionista controlador o real exercício do poder de mando na empresa”.<sup>9</sup>*

---

<sup>7</sup> Parecer CVM/SJU n. 066/85.

<sup>8</sup> Proc. Adm. CVM RJ 2005/4069, Reg. N. 4788/2005, Rel. Pedro Marcílio, j.11.4.2006

<sup>9</sup> TRF, 1ª Região, AC 96.01.52123-2 / DF, Rel. Juiz Federal Gláucio Maciel Gonçalves (conv.), j. 25.8.2005.

Neste ponto, contudo, é de extrema importância a ressalva de que o uso efetivo do poder não é exigido em se tratando de controle majoritário, ou seja, quando a maioria das ações é detida por um só acionista que pode eleger a maioria dos administradores da companhia. Se assim não fosse, implicaria na impossibilidade de abuso de poder do controle por omissão. Somente se compreende a exigência do uso efetivo do poder para caracterização do controlador, portanto, em se tratando de controle minoritário, modalidade que será melhor estudada a seguir.

### 3.3 Definição doutrinária de controlador

Com objetivo prático, e pela interpretação superficial da letra da lei, é comum dizer que o controle de uma sociedade anônima é detido pelo indivíduo ou grupo que detenha o efetivo poder de eleger o quadro de diretores da companhia (ou pelo menos a maioria de seus membros), seja pelo exercício direto de seu direito de voto, seja pela influência dominante<sup>10</sup> exercida sobre a maioria para que votem de acordo com a sua vontade.

Partindo, porém, da doutrina de Berle e Means, extraída da obra publicada em 1960 e ainda hoje de grande relevância e aplicabilidade para o estudo do controle sobre a propriedade privada e das instituições empresariais modernas, verificamos que a interpretação dos conceitos de controle e poder devem melhor se adaptar à atual realidade sócio-econômica. De maneira genérica, definem o controle nas seguintes palavras:

*“(...) we may say for practical purposes that control lies in the hands of the individual or group who have the actual power to select the board of directors, (or its majority), either by mobilizing the legal right to choose them – ‘controlling’ a majority of the votes directly or through some legal device – or by exerting pressure which influences their choice.”<sup>11</sup>*

Segundo a obra citada, verifica-se hoje um cenário no qual a propriedade sobre o patrimônio social está cada vez mais dispersa, o que afasta cada vez mais a concentração do controle nas mãos de um único proprietário e influencia sobremaneira nas atuais características desse domínio:

---

<sup>10</sup> Vide diferenciação entre o conceito de poder, propriamente dito, e o conceito de influência dominante/determinante, no Capítulo 1 da presente obra (“Conceito de Poder de Controle”).

<sup>11</sup> *ob. cit.*, pág. 66.

*“As the ownership of corporate wealth has become more widely dispersed, ownership of that wealth and control over it have come to lie less and less in the same hands. Under the corporate system, control over industrial wealth without appreciable ownership appear to be the logical outcome of corporate development.*

*The separation of function forces us to recognize ‘control’ as something apart from ownership on the one hand and from management on the other. (...) Control divorced from ownership is not, however, a familiar concept. It is a characteristic product of the corporate system.”*

Classificam ainda, referidos autores, o poder de controle em 4 (quatro) diferentes formas: (i) controle totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle minoritário; e (iv) controle mediante expediente ou artifício legal. Estudaremos as principais formas de controle indicadas por Berle e Means no capítulo 4 abaixo.

Ainda, com relação à separação da quantidade do capital empregado na companhia e a detenção do controle, e o conseqüente enfraquecimento da soberania efetiva da assembléia geral como órgão de tomada de decisões na companhia, nos ensina o professor Modesto Carvalhosa<sup>12</sup>:

*“A quantidade de capital subscrito em ações não mais coincide com a quantidade de ações necessárias à formação da maioria na assembléia geral, em que não votam os acionistas rendeiros e especuladores, presumivelmente titulares de preferenciais, que podem constituir a grande maioria das ações emitidas (art. 15).” (...) O poder sobre a companhia torna-se personalizado. Dá-se a esse grupo uma série de prerrogativas de mando que são auto-homologadas pela assembléia geral, que, em última instância, é constituída pelos próprios controladores.”*

Em sentido inverso, não admitem os marxistas (exceto o próprio Karl Marx) que o poder, na empresa ou no Estado, possa existir desvinculado da propriedade. Dentro dessa concepção, um dos dois elementos é fictício: *“If ownership and control are in reality separated, then ownership has changed hands to the ‘control’ and the separated ownership is a meaningless fiction”*<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º vol., artigos 75 a 137, cit., págs. 476/477.*

<sup>13</sup> Passagem extraída da obra de Burnham, *The Managerial Revolution. cit.,* pág. 91.

Seguindo o pensamento de Modesto Carvalhosa acima transcrito, o jurista Fábio Konder Comparato, ao definir o poder de controle, faz alusão ao esvaziamento da soberania efetiva da assembléia geral e demonstra a dificuldade para a definição deste conceito, sobre o qual, segundo ele, pairam séculos de divergência entre os doutrinadores:

*“Ora, quando se fala em controle no sentido de dominação, na sociedade anônima, alude-se a um poder que transcende as prerrogativas legais da própria assembléia. Daí por que uma certa doutrina o aproxima, com razão, da noção de soberania<sup>14</sup>. A comparação é feliz, pois dela se podem extrair, segundo pensamos, úteis conclusões para a definição do poder de controle nas sociedades privadas, desde que estabeleçam, preliminarmente, algumas precisões e distinções fundamentais nessa matéria, obscurecida por séculos de controvérsia ideológica.”<sup>15</sup>*

Diante de uma legislação societária que não é objetiva ao indicar o conceito de controle e o caminho para sua identificação dentro de uma sociedade, e que admite, ainda que de forma implícita, diversas formas de controle, ensina Calixto Salomão Filho<sup>16</sup> que é fundamental adotar a noção de controle tendo em conta a situação de fato.

Por fim, destacamos entendimento do professor Carvalhosa, apoiado pela grande maioria da doutrina, que através de uma interpretação da legislação societária relativa ao controle societário, é enfático ao considerar *controlador* de uma sociedade aquele que *efetivamente* exerce o poder de dirigir as atividades sociais, independentemente da propriedade sobre as ações daquela companhia:

*“É o controlador que exerce, na realidade, o poder. Internamente, mediante o prevailecimento dos votos. Externamente, por outros fatores extra-societários. Controlar uma companhia, portanto, é o poder de impor a vontade nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir o processo empresarial, que é o seu objeto. Há um sentido dinâmico nesse poder que transcende o caráter meramente patrimonial de disponibilidade dos bens, próprio do direito das coisas. A noção de controle está evidentemente ligada aos negócios societários e ao procedimento empresarial que decorre da consecução do seu objeto. Ainda que o controlador não possa dispor dos*

---

<sup>14</sup> Referindo-se à obra de A. Berle e G. Means, *cit.*, pág. 66.

<sup>15</sup> *O poder de Controle na Sociedade Anônima, cit.*, pág. 32.

<sup>16</sup> *ob. cit.*, pág 70.



*bens como um proprietário, todas as decisões societárias e a atividade empresarial dependem de sua vontade, manifestada de forma permanente.”<sup>17</sup>*

## **4. FORMAS DE CONTROLE**

### **4.1 Controle interno**

Consolidando os ensinamentos contidos nas obras de Berle e Means<sup>18</sup> e de Fábio Konder Comparato<sup>19</sup>, o controle exercido dentro da sociedade anônima pode ser dividido, para fins de classificação, em 4 (quatro) diferentes tipos, aos quais atribuímos abaixo um estudo mais detalhado: (i) controle totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle minoritário; e (iv) controle gerencial.

Como veremos a seguir, nem sempre é necessária a conjugação entre propriedade e controle, o qual muitas vezes é exercido totalmente destituído da propriedade sobre os valores mobiliários que compõem o capital da sociedade que é controlada. No caso do controle totalitário, porém, a propriedade sobre o capital e o poder de controle estão reunidos nas mesmas mãos.

O controle totalitário, verificado em nossa legislação somente em casos excepcionais e por prazo determinado<sup>20</sup>, assemelha-se ao controle exercido pelo único titular na sociedade unipessoal<sup>21</sup>. Nessas situações, as regras que regulam as relações internas na sociedade não têm nenhuma eficácia, sendo soberano o interesse do único sócio. São aplicáveis, por sua vez, as regras que regulam eventuais conflitos de interesses entre o sócio e a sociedade, tendo em vista a soberania do interesse social sobre o interesse particular, que deve ser limitado de forma a não atingir o primeiro. As regras sobre a desconsideração da personalidade jurídica na sociedade unipessoal constituem, a nosso ver, verdadeiro limite estrutural ao poder do controlador. Foi sua ampla aplicação, em diversos países, que permitiu o reconhecimento desse tipo de sociedade. As regras que regulam as relações da sociedade

---

<sup>17</sup> *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º vol., artigos 75 a 137, cit.,* pág. 489.

<sup>18</sup> *ob. cit.*, pág. 67.

<sup>19</sup> *O poder de controle na sociedade anônima, cit.*, pág. 79.

<sup>20</sup> Artigo 1.033, inciso IV, da Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil).

<sup>21</sup> ‘one-man company’ / ‘wholly owned subsidiary’.

com seu único sócio são fundamentais para a proteção da sociedade, e também, de forma indireta, dos seus dependentes e credores. Viabilizam a continuidade das atividades da sociedade e o conseqüente cumprimento da sua função social<sup>22</sup>, que atribui legitimidade ao poder de controle.

Já o controle majoritário, segundo Berle e Means<sup>23</sup>, é o primeiro passo na separação da propriedade sobre o capital e o poder de controle, sendo detentor do poder aquele que detém a propriedade sobre a maioria e não a totalidade das ações da companhia. Como veremos a seguir, esta forma de controle foi adotada no Brasil e pela legislação de diversos países como regra geral para a tomada de decisões dentro da sociedade. Há, porém, exceções previstas em lei e/ou dispostas no estatuto social da companhia que trazem quorum maior para determinadas deliberações, assim como outras exceções, dispostas em lei, nas quais é permitido o controle minoritário.

O controle minoritário ocorre quando a participação minoritária de um acionista ou grupo de acionistas no capital social da companhia é suficiente para a tomada de determinadas decisões. Geralmente esta forma de poder torna-se eficaz em companhias maiores, com capital disperso, sem um núcleo identificado de poder.

O controle gerencial, por fim, na classificação de Berle e Means<sup>24</sup>, é aquele não fundado na participação societária ou seja, totalmente desligado da titularidade das ações. Trata-se de poder fundamentado nas prerrogativas diretoriais (*'management control'*). É verificado quando a dispersão acionária é tamanha (situação que somente se verifica nas grandes companhias de capital aberto), que nenhum acionista ou pequeno grupo conseguem

---

<sup>22</sup> A função social da empresa é derivada da ampliação do princípio da função social da propriedade inserido no artigo 170, III, da Constituição Federal de 1988 e, ainda, nos artigos 182, §2º (propriedade urbana) e 186 (propriedade rural) do mesmo diploma legal. A função social da empresa é prevista ainda em nossa legislação societária, artigos 116 e 154. Segundo F. K. Comparato, em sua obra *Estado, empresa e função social*, o conceito constitucional de propriedade é bem mais amplo que o tradicional do direito civil. Segundo o consenso geral da melhor doutrina, incluem-se na proteção constitucional da propriedade, bens patrimoniais sobre os quais o titular não exerce nenhum direito real, no sentido técnico do termo. O poder de controle empresarial, que não pode ser qualificado como um *'ius in re'*, há de ser incluído na abrangência do conceito constitucional de propriedade. Este mesmo autor, com relação aos artigos da lei societária que dispõem sobre a função social da empresa, diz que a lei reconhece que, no exercício da atividade empresarial onde coexistem interesses internos e externos, ambos devem ser respeitados: não só os das pessoas que contribuem diretamente para o funcionamento da empresa, como os capitalistas e trabalhadores, mas também os interesses da comunidade em que ela atua.

<sup>23</sup> *ob. cit.*, pág 67.

<sup>24</sup> *ob. cit.*, págs 78/80.

atingir participação suficiente que lhes confira o direito a tomar qualquer decisão na companhia:

*“The fifth type of control [management control] is that in which ownership is so widely distributed that no individual or small group has even a minority interest large enough to dominate the affairs of the company. (...) no stock-holder is in the position through his holdings alone to place important pressure upon the management or to use his holdings as a considerable nucleus for the accumulation of the majority of votes necessary to control.*

*(...)*

*In these companies the directors appear to have a somewhat larger proportionate interest.”*

Em razão da extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação. Daí decorre a idéia de uma nova classe social através da revolução política liderada pelos *managers* em ascensão. O primeiro a suscitar a idéia foi o ex-marxista e ex-trotskista James Burnham, em famoso libelo escrito durante o desenrolar da Segunda Guerra Mundial<sup>25</sup>. No pós-guerra foi a vez de Milovan Djilas<sup>26</sup>, seguindo o mesmo raciocínio, afirmar que a nova classe tecnocrática, exercendo funções técnicas fundamentais à sociedade e tendo acesso ao controle dos meios de produção, passaria inevitavelmente a agir nos seus próprios interesses.

Não há dúvidas que o controle gerencial é um poderoso argumento em favor da teoria institucional da sociedade anônima, na sua definição como instituição-empresa, afastando-a completamente da *affectio societatis* original. Porém, devido ao caráter extremamente concentrado das posições acionárias no sistema brasileiro, toda essa problemática da macrocompanhia de capital aberto apontada por Berle e Means ainda é estranha à nossa realidade, de modo que não aprofundaremos o estudo dessa modalidade específica de controle no presente trabalho. Para registrar um exemplo de controle administrativo previsto em nosso sistema legal, citamos uma solução criativa criada pela prática societária destinada à recuperação extrajudicial de empresas: a emissão das denominadas *golden shares*, ações preferenciais de classe especial que são transferidas aos administradores, conferindo-lhes poder de veto nas alterações estatutárias e o poder de eleger

---

<sup>25</sup> *ob. cit.*

<sup>26</sup> M. Djilas, *La Nouvelle Classe Dirigeante*, Paris, Plon, 1957.

a maioria dos membros do conselho de administração. Este é um mecanismo muito usado nos casos em que a imagem do controlador encontra-se desgastada, e é dificultada a obtenção de crédito junto à instituições financeiras e/ou investidores. Transferindo-se o controle da companhia em dificuldades por meio das *golden shares*, a sua credibilidade é elevada.

Para melhor compreender o instituto da transferência do poder de controle e os poderosos interesses econômicos em jogo nesse tipo de transação, vamos primeiro analisar as 3 (três) diferentes técnicas de organização do controle interno, conforme classificação feita por Fábio Konder Comparato em sua obra “*O Poder de Controle na Sociedade Anônima*”<sup>27</sup>. O poder supremo dentro de uma sociedade supõe uma organização jurídica, que lhe dê a necessária configuração. Podemos dividir as técnicas de organização do controle interno em três níveis: (i) institucional; (ii) estatutária; e (iii) contratual.

Em breves linhas, definimos as técnicas institucionais como sendo aquelas nas quais é criado um organismo, personalizado ou não, com a finalidade de consolidação da titularidade do poder soberano na sociedade e coordenação de seu exercício. Nessa modalidade de organização de controle, mister se faz estabelecer limites para o seu exercício, evitando sejam criados centros parassocietários de poder, incontroláveis e desconhecidos, por não serem abrangidos pela regulamentação da sociedade anônima. Exemplo clássico de técnica institucional de organização do controle é a criação da sociedade *holding*<sup>28</sup> (*‘holding company’*). A característica principal da *holding* é a aplicação preponderante de seu ativo patrimonial em participações societárias, com ou sem a finalidade de controle. Podem ser divididas, para fins de classificação, entre *holdings* ‘puras’ ou ‘mistas’, conforme sejam criadas, respectivamente, com a finalidade exclusiva de controlar ou participar de outras sociedades, ou também exerçam diretamente alguma exploração comercial. Enquanto existe a *holding*, suas ações possuem um sobrevalor, com relação aos bens individuais que constituem o patrimônio de cada uma das sociedades controladas. Este sobrevalor corresponde precisamente ao poder de controle, que é um bem econômico em si mesmo. Como organização de controle, a *holding* reproduz a mesma problemática das relações de poder das demais sociedades, notadamente quanto à questão da proteção da minoria.

---

<sup>27</sup> *ob. cit.*, pág. 143.

<sup>28</sup> A sociedade holding é prevista na Lei nº 6.404/76 que, preenchendo lacuna da legislação anterior, veio a declarar, em seu artigo 2º, §3º, que “*a companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.*”

Quando a sociedade de controle é constituída sob o poder paritário de pessoas ou grupo, podem ser suscitadas graves questões de continuidade de exploração comercial nas sociedades operantes quando houver divergência entre os controladores originários. Como não há previsão do ordenamento de tais conflitos em nossa legislação, os quais ocorrem com razoável frequência, os interessados acabam por criar instrumentos jurídicos não encontrados na lei para regulá-los. Daí a importância da normatividade estatutária, de modo geral, na organização de companhias.

As regras estatutárias de organização do controle interno, por sua vez, são estabelecidas e regradas pelo próprio ordenamento societário, sendo mais fácil o seu controle. Em relação às técnicas contratuais, por fim, identificamos uma única modalidade prevista em lei, qual seja, o *acordo de acionistas*. Muitas outras técnicas contratuais, porém, continuam sem disciplina específica e, portanto, assim como no caso das técnicas institucionais, para elas é importante formular limites gerais. Tais limites devem ser compatíveis com a função e com o ordenamento da sociedade anônima, e estabelecer regras gerais, principalmente relativas à limitação do seu objeto, limites de eficácia e conflito de interesses.

Os limites quanto ao objeto, aplicáveis tanto às técnicas institucionais, quanto às técnicas contratuais de organização do poder de controle, estão previstos no artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas, que disciplina o acordo de acionistas (único centro parassocietário de poder legalmente reconhecido). Segundo o referido artigo, as deliberações desses centros parassocietários de poder não podem exceder o voto, a preferência e a compra e venda de ações, cujas regras devem ser compatíveis com a legislação societária. Integrados à estrutura societária, esses centros devem ser interpretados de acordo com a legislação societária e sua eficácia depende da compatibilidade com referida regulamentação. As regras de conflito de interesses, por fim, são aplicáveis a todas as formas de exercício do poder de controle dentro de uma sociedade anônima, seja ele exercido por uma pessoa (física ou jurídica) ou em grupo, e utilizando-se ou não a sociedade das técnicas de organização desse poder. A regra de conflito de interesses é, como se vê, intrínseca à disciplina societária, e a coesão entre os sócios em torno do objeto social depende da aplicação dessas regras. Os chamados deveres fiduciários dos(s) controlador(es) e administrador(es) são exemplos de regras de conflito de interesses, uma vez que estes administram patrimônio alheio (o patrimônio dos demais acionistas) e, portanto, sobre tal gestão podem recair divergências entre os interesses dos

proprietários e os interesses daqueles que administram o patrimônio. A aplicação das regras de conflito de interesses deve permitir uma verdadeira alternância do controle, permitindo aos minoritários determinar os rumos da sociedade sempre que verificado interesse particular do controlador envolvido na deliberação.

## 4.2 Controle externo

Inúmeras são as hipóteses de controle externo. Neste caso o controlador não participa, necessariamente, de um órgão social. Seu poder de controle é exercido de forma externa, o poder de dominação *ab extra*. Esta forma de controle muito se assemelha ao conceito de “influência dominante” trazido pela nossa legislação societária, mas não se pode dizer que é totalmente livre de sanções, sua principal diferença, segundo a ciência política moderna. As sanções, neste caso, passam pelo plano fático, ao invés do plano jurídico.

Podemos citar como principal exemplo de controle externo, o controle por endividamento. Nessa situação, os credores passam a exercer grande influência nas decisões estratégicas da sociedade, uma vez que seu direito de crédito, se executado, pode levar à falência da pessoa jurídica. Muitas vezes, ainda, exercem pressão para a configuração de um controle gerencial estruturado e especializado em situações de crise. Trata-se de uma situação de fato, que leva os credores a impor sua vontade com relação à renegociação das dívidas da sociedade, reorganização empresarial e remanejamento da administração social, principais pilares que irão determinar o futuro da empresa. O exemplo clássico de controle externo por endividamento é a emissão de debêntures. A massa dos debenturistas, em especial quando precária a situação financeira da sociedade devedora, acaba exercendo influência dominante sobre a companhia.

No direito brasileiro, classificamos ainda o poder exercido pelo sócio oculto de uma sociedade em conta de participação, como forma de controle externo. Neste caso não existe nenhum vínculo ou contrato formal celebrado entre o dominante (sócio oculto) e o subordinado (sócio ostensivo). O sócio oculto, geralmente principal investidor do empreendimento, exerce importante influência sobre o sócio ostensivo na tomada de decisões dentro da sociedade.

Nas hipóteses de controle externo demonstradas acima, este poder é exercido mais de fato do que de direito. Em alguns casos, porém, a dominação empresarial externa é legitimada pela ordem jurídica.

Citamos ainda como exemplo de controle externo legitimado pela ordem jurídica, as já mencionadas *golden shares*. Neste caso, porém, tratam-se de ações preferenciais de classe especial, emitidas em processos de privatização, permitindo ao Estado co-participação na tomada de decisões dentro da empresa. Há diversos setores estratégicos desestatizados sobre os quais recai o interesse público, e por meio das *golden shares* é possível ao Estado exercer sua influência ou até mesmo controlar esses setores.

Outra hipótese de controle externo juridicamente legitimado é verificada na França e Itália, onde em determinadas situações que não as de liquidação e falência da sociedade, nomeiam-se um administrador judiciário para controlá-la. Isso pode ocorrer quando há impasse na Assembléia Geral para deliberar sobre a nomeação dos administradores, ou ainda, conforme recentemente admitido na jurisprudência francesa, a pedido dos minoritários quando estes demonstrem estar o controlador pondo em risco o negócio. No Brasil, por sua vez, só é admitida a intervenção administrativa ou judicial no controle de empresas em casos excepcionais. É o caso da ameaça de insolvência de instituições financeiras, em que o Banco Central nomeia um interventor com plenos poderes de gestão e liquidação (Lei nº 6.024/1974).

Não se pode deixar de aplicar ao Estado a devida responsabilização pela gestão empresarial, uma vez que a intervenção estatal na empresa privada pode causar importantes conseqüências, não somente perante os acionistas, mas também perante terceiros. Apesar de omissos o legislador nesse aspecto, em casos nos quais haja necessidade de responsabilização do Estado controlador, se deve recorrer aos princípios e regras gerais. De uma maneira geral, porém, é difícil a identificação do responsável por eventuais danos causados em razão do exercício do poder, quando verificada situação de controle externo.

#### **4.3 Controle majoritário**

Segundo disposto no artigo 116 da Lei 6.404/76, o acionista controlador é definido como o titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a

maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, desde que efetivamente use seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Nas legislações dos diversos países, inclusive no Brasil como visto acima, estabeleceu-se como regra geral o princípio majoritário para as deliberações sociais. Em especial nas sociedades anônimas, cuja organização acionária foi criada justamente para permitir a participação de diversos investidores, a regra do consentimento unânime tornaria inviável a tomada de decisões na companhia. A dispersão acionária é cada vez mais acentuada e, assim, torna-se mais difícil a composição dos diversos interesses daqueles que dividem a propriedade sobre o capital social da companhia.

O próprio bloco majoritário<sup>29</sup> pode não ser constituído por um único acionista, assim como não se apresentar como um bloco de interesses iguais e convergentes. Aliás, é comum que o bloco majoritário seja composto por um grupo de acionistas que, através da celebração de um acordo formal por escrito ou mediante simples acordo verbal, associem seus interesses temporária ou permanentemente convergentes para que, juntos, componham a maioria. Conforme os ensinamentos de Fábio Konder Comparato<sup>30</sup>, pode se falar, nestes casos, em controle conjunto ou por associação. Geralmente é formalizado por meio de um acordo de acionistas, vinculante entre as partes signatárias e a Sociedade, parte interveniente no acordo.

É esperado que a maioria no controle exerça este poder em prol da companhia, o que, em conseqüência, refletirá positivamente nos valor das ações de todos os acionistas e na distribuição de dividendos. Enquanto os interesses da maioria caminham em paralelo aos interesses dos minoritários, estes últimos não estão ameaçados. Porém, há situações em que os interesses dos dois grupos são divergentes, colocando os minoritários em situação de desvantagem e, porque não dizer, risco. Neste momento verifica-se a importância de um amparo legal eficiente. Para que seja eficiente, porém, é necessária uma legislação baseada

---

<sup>29</sup> Para Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, *in Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, p.295, 1979: “também o grupo sob controle comum identifica-se como acionista controlador. Com efeito, operando sob o influxo de uma só vontade, a diversidade de acionistas na sociedade não elide a configuração do controle. (...) o respectivo controlador exercerá, verdadeiramente, controle indireto, através de sociedades-meio, de caráter puramente instrumental.”

<sup>30</sup> *ob. cit.*, pág 63.



em conceitos muito bem definidos, trazendo segurança jurídica às relações que por ela são reguladas. Somente identificando-se o controlador é possível a responsabilização pelo abuso do poder de controle e o ressarcimento ao(s) minoritário(s) prejudicado(s).

Há em nossa legislação, ainda, algumas exceções ao princípio majoritário, que podem ser considerada restrições ao poder de controle. A lei possibilita que determinadas decisões sejam tomadas pelo detentor ou grupo de detentores da minoria do capital social, conforme previsto no item 4.4 abaixo. Podemos, portanto, diferenciar o controle majoritário simples do controle majoritário absoluto, conforme exista ou não uma minoria qualificada, nos termos da lei.

#### **4.4 Controle minoritário**

Como visto acima, essa forma de controle é fundada na titularidade de ações em número inferior à metade do capital votante. Os autores americanos Berle e Means o denominam '*working control*'<sup>31</sup>. Com o crescimento das sociedades por ações e conseqüente dispersão acionária, surgem dois grupos de acionistas com características bastante distintas, co-existindo dentro da mesma companhia. Nesse cenário, a par de uma minoria de acionistas empresários que efetivamente detém o poder de comando e o exercem influenciando nos rumos da companhia, surgem os acionistas capitalistas que têm por principal objetivo a aplicação de seu capital na forma de poupança ou com intuito especulativo. Esta classe de acionistas, os capitalistas, é que geralmente constitui o grupo dos minoritários.

Situações previstas em nossa legislação societária, nos levam à conclusão de que não é absoluta a regra do controle majoritário. Nosso ordenamento contempla algumas hipóteses de restrição ao poder do controlador, que pode ser exercido, nos casos ali previstos, pelo(s) detentor(es) da minoria do capital social. Verifica-se pelas regras de quorum e de funcionamento da assembléia geral, relacionadas a seguir, que a existência do controle minoritário está implicitamente reconhecida na lei.

Conforme disposto no artigo 23, parágrafo único, inciso b, da Lei nº 6.404/76, qualquer acionista, ainda que detentor de uma única ação sem direito a voto, tem o poder de

---

<sup>31</sup> *ob. cit.*, pág 75.

convocar a assembléia geral quando os administradores da companhia a retardarem por mais de 60 (sessenta) dias, nos casos previstos em lei e no estatuto. Também quanto à convocação da assembléia geral, tem o acionista detentor de pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social o direito de convocá-la quando os administradores não atenderem, no prazo máximo de 8 (oito) dias, seu pedido de convocação (desde que o pedido tenha sido acompanhado da indicação das matérias a serem tratadas na assembléia). Ademais, por força do disposto no artigo 126, parágrafo 3º da lei societária, é assegurado também a qualquer acionista detentor de pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social com ou sem direito a voto, o direito de obter a relação com os endereços dos acionistas aos quais a companhia enviou pedidos de procuração, a fim de remeter novo pedido. Já o artigo 239 do mesmo diploma legal assegura à minoria nas companhias de economia mista, o direito de eleger um dos membros do conselho de administração, se maior número não lhe for conferido pelo processo do voto múltiplo.

Em continuação aos exemplos de controle minoritário trazidos pela Lei nº 6.404/76, citamos hipótese em que houver suspeita de fraude ou grave irregularidade cometida por qualquer dos órgãos da companhia. Desde que aponte erros ou violações da lei ou do estatuto, acionistas representantes de pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social podem pedir judicialmente a exibição, por inteiro, dos livros da companhia (artigo 105). É igualmente facultado ao acionista detentor da mesma participação societária citada acima, propor as seguintes medidas, de acordo com a Lei nº 6.404/76: (i) ação social de responsabilidade contra os administradores, quando a assembléia deliberar não promover a ação (art. 159, §4º); (ii) ação de dissolução da companhia quando verificada a impossibilidade de atingir seu fim (art. 206, nº II, *b*); e (iii) ação de perdas e danos contra sociedade controladora pelos prejuízos causados à companhia controlada, por abuso de poder (art. 246, §1º, *a*).

Ainda, com relação aos poderes conferidos à minoria detentora de 5% (cinco por cento) do capital social, é facultado também pela lei societária o direito de obter do conselho fiscal informações sobre matérias de sua competência (art. 163, §6º). E com 5% (cinco por cento) do capital sem direito a voto, ou com 10% (dez por cento) do capital votante, pode o acionista solicitar a instalação do conselho fiscal, nos casos em que seu funcionamento não for permanente (art. 161, §2º). Por fim, é assegurado aos detentores de 10% (dez por cento) do capital votante: (i) requerer a adoção do sistema de voto múltiplo para a eleição dos membros

do conselho de administração (art. 141); e (ii) eleger, em votação separada, um membro do conselho fiscal e respectivo suplente (art. 161, §4º, a).

Verifica-se, portanto, que em determinadas situações o(s) minoritário(s) têm o poder, juridicamente legitimado, de tomar decisões relativas ao funcionamento dos órgãos da administração da companhia, entre outras deliberações que os atribui influência na condução dos negócios sociais.

Em outras legislações, como a norte-americana, existem presunções legais explícitas da existência de um controle minoritário. Citamos, a título de exemplo, o *Investment Company Act*, de 1940, que admite a existência de controle com a detenção de mais de 25% (vinte e cinco) por cento do capital votante de uma companhia:

*“Any person who owns beneficially, either directly or through one or more controlled companies, more than 25 per centum of the voting securities of a company shall be presumed to control such company. Any person who does not so own more than 25 per centum of the voting securities of any company shall be presumed not to control such company.”*

Outros exemplos extraídos da legislação norte-americana são o *Public Utility Holding Company Act*, de 1935, que reconhece o controle minoritário, embora implicitamente, ao presumir que uma companhia é ‘*holding*’ de outra, denominada ‘*subsidiary*’, ao possuir 10% (dez por cento) do capital votante desta última. Por fim, o *Bank Holding Company Act* determina que a porcentagem de participação para o reconhecimento de uma ‘*bank holding company*’ é de 25% (vinte e cinco por cento).

Podemos afirmar que o controle minoritário e sua ampla aceitação no direito societário brasileiro são elementos importantes na definição da natureza jurídica do controle, em especial no tocante à sua correta classificação entre posição jurídica (chamada pela doutrina alemã de ‘*Rechtsposition*’) e situação de fato. Podemos dizer que a consagração legal do controle minoritário no direito societário brasileiro veio através da famosa regra que permitia até 2/3 (dois terços) do capital total da sociedade em ações preferenciais, às quais não é conferido o direito de voto. Hoje, a permissão às ações preferenciais foi reduzida a, no máximo, 50% (cinquenta por cento) do capital (artigo 15, §2º da Lei nº 6.404/76). Devemos

nos atentar, porém, que a regra de controle minoritário na legislação pátria leva em conta o capital total da sociedade, pois se presume que os detentores de ações com direito a voto tenham interesse em compartilhar das decisões da companhia. Os detentores de ações com direito a voto não são, como visto acima, meros capitalistas que desejam investir seus recursos sob a administração de terceiro.

Por sua vez, a regra contida no artigo 129, transcrita a seguir, pode levar a uma interpretação errônea da norma, no sentido de não ser possível votação por minoria dentro do capital votante: *“as deliberações da assembléia geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco”*. Na realidade, o dispositivo pretende estabelecer uma regra procedimental para a assembléia, prevendo que as deliberações serão tomadas pelo voto da maioria dos presentes. Já a redação do artigo 116, que traz os requisitos para a definição do controle, confirma a existência do controle minoritário ao estabelecer como um dos requisitos o exercício efetivo do poder na condução das atividades sociais. No caso de controle majoritário, é irrelevante o uso efetivo do poder. De qualquer forma o acionista com a maioria do capital votante terá *status* de controlador e as responsabilidades decorrentes de sua posição, seja por ação ou por omissão.

Não foi em vão que o legislador, a partir da Lei nº 6.404/76, passou a empregar somente o termo *acionista controlador*, e não *acionista majoritário*, o que constitui evidência clara da aceitação do controle minoritário em nosso sistema legal e empresarial.

## **5. MEDIDAS PROTETIVAS CONTRA O ABUSO DO PODER DE CONTROLE**

### **5.1 Responsabilidades do acionista controlador**

A Lei das Sociedades Anônimas estabelece, no parágrafo único do artigo 116, os interesses que devem ser observados pelos controladores na condução dos negócios sociais: *“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”*. O artigo 115 do mesmo diploma legal, por sua vez, prevê que o acionista, sendo ou não controlador, deve exercer o direito de voto no *interesse da companhia*:

*“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.”*

A análise conjunta desses dispositivos legais nos permite concluir que a lei distingue o *status* do acionista controlador da posição do acionista não controlador. Em razão das respectivas posições dentro da companhia, a lei estabelece ao primeiro deveres e responsabilidades não só em relação aos demais acionistas, mas também perante os trabalhadores e a comunidade em que a empresa está inserida. Já o segundo pode pautar sua atuação movido por interesses estritamente capitalistas, tendo em vista sua insignificante influência na gestão da companhia. Verificamos, pela interpretação legal, que é essencial ao detentor do controle societário, o direcionamento da condução da empresa em função dos interesses intra-societários e extra-societários que gravitam ao seu redor. Para tornar mais didático o presente estudo, utilizamos a expressão ‘*intra-societários*’ para designar os interesses dos sócios, enquanto a expressão *extra-societários* refere-se aos interesses dos demais interessados e afetados pela atividade empresarial, sejam empregados, credores, fornecedores, consumidores e membros da comunidade em geral.

O controlador de uma sociedade é titular de um poder-dever inculcado na exploração empresarial, que deve ser exercido com rígida observação dos princípios da *função social*<sup>32</sup>, como visto acima, e da *ordem econômica constitucional*, em detrimento da busca egoística e única do lucro. Pelo princípio da função econômica constitucional, a atividade empresarial deve ser fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tendo por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social. Referido mandamento constitucional é o fundamento de valor do poder de controle,

---

<sup>32</sup> O princípio da função social da propriedade (artigo 170, III da Constituição Federal de 1988), do qual deriva a função social da empresa, está fundamentado na idéia de que não se trata a propriedade um simples direito subjetivo, mas um dever. Tal concepção convencionou chamá-la de “propriedade-função”. Nesse contexto, a propriedade é um instrumento a serviço da sociedade, e não um direito de seu titular. O sistema jurídico contemporâneo, por sua vez, rejeita a idéia de inexistência de direitos subjetivos sobre a propriedade, e diz que a propriedade não é, em si, uma “função-social”. Por outro lado, hoje se admite que a propriedade é um direito subjetivo, que deve ser exercido de forma a cumprir com sua função social, harmonizando o uso da propriedade ao interesse coletivo, atingindo assim o plano da justiça social.

seu cumprimento lhe atribui legitimidade. Somente quando observado o atributo da legalidade (cumprimento dos requisitos do artigo 116 da lei societária) e atribuída legitimidade ao exercício do poder (ou seja, quando este é exercido observando-se o cumprimento de sua função social), é que podemos considerá-lo um ato jurídico. Faltando-lhe legalidade ou legitimidade, o poder é antijurídico.

Ainda que necessária a observação do princípio da função social da empresa, derivado do princípio da função social da propriedade, a empresa capitalista tem como principal objetivo o lucro. Em um sistema capitalista de produção, inserido em um mundo cada vez mais globalizado, estão em jogo uma série de interesses em relação à atividade empresarial. Os interesses egoísticos que constituem a base da iniciativa empresarial, muitas vezes não se alinham com os interesses sociais, da coletividade, com o interesse nacional e/ou com a manutenção da ordem econômica. A função social da empresa, enquanto atividade organizada, justifica a imposição de certas obrigações e responsabilidades aos agentes da atividade empresarial, garantindo a existência de um centro de imputabilidade, não só em relação aos atos praticados em detrimento dos acionistas e da própria sociedade, mas também como forma de proteção aos seus credores, trabalhadores, consumidores e à comunidade na qual está inserida, quando não à própria economia do país.

Por meio de seu artigo 116, parágrafo único, a Lei nº 6.406/76 atribuiu às companhias uma função social: “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”. Já o artigo 117 do mesmo diploma legal, transcrito abaixo, enumera, exemplificativamente, as modalidades de exercício abusivo do poder de controle, reforçando em seu parágrafo 1º, inciso *a*, a necessidade de observação da função social no exercício de seu poder, no sentido de não lesar o interesse nacional ou prejudicar a economia nacional:

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

*§1º - São modalidades de exercício abusivo de poder:*

*a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou*

estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;

b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;

e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;

f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;

g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.

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

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

§3º - O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.” **(grifos nossos)**

Assim, podemos concluir que fica caracterizada a responsabilidade do acionista controlador, quando este deliberar alterar o estatuto, emitir valores mobiliários, ou adotar políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem causar prejuízo aos acionistas minoritários, aos empregados ou aos investidores em títulos por ela emitidos. Porém, não se pode atribuir responsabilidade ao acionista controlador no caso deste tomar uma decisão que, posteriormente, venha a se descobrir não ter sido a mais adequada, salvo se demonstrado que agiu em interesse próprio, sem levar em consideração os interesses da companhia e de seus dependentes.

Em complementação às hipóteses previstas no artigo 117 da Lei das Sociedades Anônimas, a Instrução CVM nº 323 de 19 de janeiro de 2000 veio a definir, também a título exemplificativo, outras hipóteses de exercício abusivo do poder de controle em companhia aberta e de infração grave. Quanto à responsabilidade (solidária) do controlador pela prática dos atos descritos nos incisos I a XV do artigo 1º de referida instrução, transcrevemos abaixo regra contida nos parágrafos 1º e 2º de seu artigo 2º:

*“§1º - Estão sujeitos às penalidades previstas em lei, por violação do disposto nesta Instrução, o acionista controlador, os administradores da companhia, os integrantes de seus órgãos técnicos ou consultivos, bem como quaisquer outras pessoas naturais ou jurídicas que tenham concorrido para a prática das condutas a que se refere o caput deste artigo.*

*§2º - As condutas referidas no caput deste artigo, praticadas pelos administradores da companhia, não excluem a responsabilidade do acionista controlador.”*

Pela lei acionária, podemos concluir que a única sanção prevista para o controlador que abusa do seu poder é incorrer em responsabilidade por perdas e danos causados à sociedade e/ou aos seus acionistas. Difícil verificar a relação direta entre a ação ou omissão do controlador e os danos causados à comunidade em que a sociedade está inserida, e/ou aos dependentes da companhia que não seus acionistas, como por exemplo, os funcionários que nela trabalham. *“É de se perguntar como seria fixada essa indenização e quem teria legitimidade para fazer atuar em juízo essa responsabilidade. Ademais, a exigência de respeito aos interesses nacionais no exercício da exploração empresarial implica a exata definição normativa desses interesses”*<sup>33</sup>.

A própria letra da lei confunde a interpretação das modalidades de abuso de poder, conforme verificado no parágrafo primeiro, do artigo 117 da lei societária, transcrito acima. Todas as hipóteses de exercício abusivo do poder de controle ali contempladas são comissivas. Pergunta-se, então, se existe abuso de poder por omissão. Realizando-se um trabalho de interpretação das normas como um todo, como um conjunto inseparável, para dar ao caso concreto o efeito previsto pelo legislador, compreendemos que deve haver abuso de poder por omissão. O parágrafo único do artigo 116 do mesmo diploma legal impõe o uso efetivo do poder de controle como um dever ativo ao acionista controlador (o poder de

---

<sup>33</sup> Cf. F. K. Comparato, *Função social da propriedade dos bens de produção*, cit., p. 71/79.



controle, como um “poder-dever”). E sabemos que, não raro, condutas omissivas do controlador também podem causar danos.

## 5.2 Condutas ilícitas no mercado aberto

Hoje vivemos, em nosso país, uma economia capitalista que vem se desenvolvendo dentro de uma estrutura globalizada e cada vez mais institucionalizada. A sociedade anônima, dentro da qual é estruturada a forma de poder que será objeto deste trabalho, tornou-se, desde seu surgimento, um eficaz instrumento do capitalismo. Como defendem alguns, pode-se dizer que a sociedade anônima foi fundamental para o predomínio do regime capitalista, instrumento sem o qual não seria possível conceber sua expansão.

No modelo societário sobre o qual se estruturam as sociedades anônimas, o capital social é representado por ações. A facilidade com que se pode negociar os títulos representativos de seu capital é a principal característica das sociedades anônimas, que justifica sua utilização para organizações com muitos sócios. Para que novos investidores ingressem na companhia, não é exigido o consentimento dos demais acionistas, uma vez que não é requisito desse tipo societário a *affectio societatis*, próprio das sociedades limitadas. A estrutura das sociedades anônimas promove uma clara distinção entre gestão e propriedade, o que diminui a importância individual de cada sócio no empreendimento, possibilitando, na prática, a congregação de um grande número de acionistas, independentemente de se conhecerem ou não. Costuma-se dizer, por essas razões, que a sociedade anônima não é uma sociedade de pessoas, mas de capital.

Conforme se expande a base societária, a proximidade entre os sócios tende a desaparecer. Isso acaba gerando uma grande dificuldade, principalmente entre os sócios não controladores, de adquirirem informações sobre o andamento dos negócios. Para evitar esse desconforto e um ambiente propício à injustiças, a lei exige das sociedades anônimas uma série de requisitos e procedimentos administrativos, contábeis, e legais, que visam dar ampla informação sobre a situação da companhia aos seus acionistas, o que acaba por exigir uma postura mais profissional dos seus controladores, para os quais são previstas responsabilidades no caso de descumprimento de tais regras. Ou seja, a estrutura da sociedade anônima protege a figura do sócio-investidor, que não tem envolvimento nas decisões da

empresa e confia essa função diretamente aos sócios controladores e administradores da companhia.

As sociedades anônimas dividem-se entre abertas e fechadas, dependendo da forma de negociação dos títulos representativos de seu capital social. As de capital aberto, que têm suas ações negociadas em bolsa, possuem alternativas mais abrangentes para aumentar seu capital social através da admissão de novos sócios. Esses mercados servem de ponto de encontro entre investidores que buscam por oportunidades e empresas que buscam investidores. Participar desses mercados dá grande visibilidade às empresas, ao passo que proporciona aos investidores uma segurança maior de que irão conseguir converter com facilidade seus títulos mobiliários (ações, debêntures, etc.) em dinheiro. Esse modelo permite às empresas possibilidade de captação, com certa facilidade, de montantes bastante expressivos de capital através da emissão de valores mobiliários.

Por todos os motivos acima expostos, verifica-se a necessidade de regulação do mercado onde se negociam os títulos representativos do capital social de companhias abertas, assim como a limitação do poder de controle e dos atos dos administradores dessas companhias. Assim é proporcionada maior segurança aos investidores não controladores, que conseqüentemente são incentivados a investir no mercado de ações, e evitam-se impactos danosos à economia da região na qual está inserida a companhia, e ao mercado como um todo. Ao final, os impactos econômicos e sociais causados pela sociedade anônima estão diretamente ligados às decisões tomadas pelos seus controladores, seja no interior da própria companhia ou dentro do cenário em que ela está inserida.

Inúmeras são as normas, estejam elas dispostas na legislação societária ou em atos administrativos emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>34</sup>, que limitam a atuação dos controladores de companhias abertas no âmbito do mercado de valores mobiliários, prevendo inclusive sanções para tais condutas. Passamos para o capítulo seguinte sem um estudo mais aprofundado sobre cada uma das condutas ilícitas passíveis de serem praticadas pelos controladores de companhias abertas, e sobre as respectivas vedações legais e sanções aplicáveis a tais condutas no âmbito do mercado de capitais, para não nos distanciarmos do tema principal deste trabalho, fundamentado na legitimidade do poder de

---

<sup>34</sup> CVM: Agência reguladora independente. Órgão responsável pela disciplina, fiscalização e sanção no âmbito do mercado de valores mobiliários, cujo âmbito de competência está disciplinado pela Lei nº 6.385/1976.

controle, ou seja, no cumprimento de sua função social. Entendemos necessária, porém, para a compreensão do trabalho em todos os aspectos sob os quais recai a problemática do poder de controle, uma breve abordagem do tema conforme realizado neste Capítulo.

### 5.3 Governança Corporativa

A Governança Corporativa, em sua concepção moderna, teve suas origens logo após o escândalo de *Watergate*. O “caso *Watergate*” foi o escândalo político ocorrido na década de 70, nos Estados Unidos, que de certa forma tornou-se um caso paradigmático de corrupção. Ao vir à tona, acabou por culminar com a renúncia do presidente Richard Nixon, eleito pelo partido republicano. Nas investigações posteriores ao fato, foram apuradas falhas no controle das companhias, que as permitiam colaborar ilegalmente com as campanhas políticas. Para dar maior transparência à atuação destas corporações, a *Securities and Exchange Commission - SEC*<sup>35</sup> obrigou-as a divulgar seus controles financeiros internos.

No entanto, foi na Inglaterra e nos Estados Unidos dos anos 80/90 que o movimento ganhou força e notoriedade. Naquela época, se alastraram pelo mundo escândalos financeiros decorrentes da administração fraudulenta de companhias listadas nas Bolsas de Valores, e os investidores passaram a exigir maior transparência por parte das empresas em que investiam os seus recursos. Nesse contexto, especialmente os fundos de pensão americanos *Calpers* e *Fidelity*, exerceram pressão no sentido de impor limites aos abusos dos respectivos gestores e controladores. Na Inglaterra, foi editado o *Cadbury Report*, considerado o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. O cenário de crise corporativa mundial acabou facilitando a expansão do debate do tema aos países da Europa, América Latina e Ásia.

No início dos anos 2000, em um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos, acionistas verificaram a necessidade da criação de novas regras que os protegessem contra os abusos da diretoria executiva das companhias, da inércia de conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas.

---

<sup>35</sup> *SEC (Securities and Exchange Commission)*: Órgão criado em 1934, nos Estados Unidos, com o objetivo de proteger investidores e manter a integridade dos mercados de valores mobiliários. Fica a cargo da SEC promover a divulgação de informações relevantes, fazer cumprir as leis que regem os mercados, e proteger os investidores que interagem nesses mercados. É o órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, equivalente à CVM no Brasil.

Podemos citar como um dos principais motivos desencadeadores dessa nova preocupação entre os acionistas, os casos ocorridos com a Enron Corporation (“Enron”), a Worldcom e a Parmalat, em que os dirigentes de referidas empresas ocultaram dos investidores relevantes perdas econômicas e chegaram a provocar intervenção do Estado nos respectivos mercados de capitais. Essas empresas eram tidas como saudáveis aos olhos do mundo, mas ocultavam sua verdadeira situação econômica por meio da alteração de seus resultados, numa prática que posteriormente foi denominada "contabilidade criativa", a qual foi viabilizada graças a artimanha realizada por aquelas companhias em conluio com as empresas que nelas realizavam auditoria.

A reação aos episódios ocorridos foi a aprovação da *Sarbanes-Oxley Act – SOX*, em julho de 2002, um passo importante para fortalecer o movimento da Governança Corporativa. A SOX, como é conhecida a Lei, é tida entre os agentes do mercado como a mais importante reforma legislativa no mercado de capitais desde a criação da SEC, em 1929, após a quebra da Bolsa de Nova York. Ao longo de seus 700 artigos, a SOX contém rígidas disposições sobre Governança Corporativa, notadamente sobre a conduta de administradores, auditores e advogados, impondo, ainda, um conjunto de exigências de grande abrangência e impacto sobre nas companhias listadas em Bolsas de Valores norte-americanas, inclusive as estrangeiras, mesmo que suas regras conflitem com a legislação do país de origem dessas empresas. Um dos principais objetivos do governo norte-americano com a SOX era o de restaurar a confiança da população na governança corporativa, considerada nesse contexto como o conjunto de práticas, políticas, costumes e regulamentos que determinam a maneira como uma empresa é dirigida ou controlada.

Para uma melhor compreensão dos métodos utilizados pelos executivos das companhias acima referidas, de forma a ocultar do mercado e de seus acionistas suas verdadeiras operações e resultados, explicaremos a seguir, em breves linhas, o caso da Enron Corporation. Companhia norte-americana de capital aberto, a Enron era considerada uma das líderes mundiais em distribuição de energia e telecomunicações. Ocorre que a empresa utilizava um método contábil que lhes permitia contar ganhos projetados de contratos de energia a longo prazo, como receita corrente. Na prática, porém, este dinheiro que não deveria ser recolhido por muitos anos. Com isso, conseguiam aumentar os números que representavam o seu rendimento, manipulando projeções para rendimentos futuros. O uso

desta técnica (assim como outras práticas questionáveis da companhia) criou dificuldades para que o mercado entendesse a origem dos recursos da Enron. Os números estavam nos livros contábeis e o preço das ações continuavam altos, por outro lado a Enron não estava pagando altos impostos. A Enron passou a comprar quaisquer novos empreendimentos que lhes parecessem promissores, e com isso suas aquisições cresciam exponencialmente. A companhia passou também a formar empresas (LJM, LJM2, dentre outras) para movimentar débitos para fora de seus balanços e transferir riscos para seus outros negócios. Estas novas unidades também eram utilizadas para manter o crédito da Enron alto, o que era muito importante para a companhia em outras áreas de negócios. Como os executivos acreditavam que o valor das ações da Enron permaneceria alto por um longo prazo, utilizavam de várias maneiras as ações da companhia para dar cobertura a investimentos nestas outras entidades. E eles o fizeram por meio de um arranjo complexo de entidades com fins especiais, as quais foram denominadas “Raptores”. Os Raptores foram estabelecidos para cobrir suas perdas caso as ações no começo dos negócios caíssem.

A Enron foi afetada assim que a indústria de comunicação à distância sofreu um impacto negativo nos negócios mundiais. Analistas financeiros começaram a tentar descobrir a verdadeira fonte dos recursos da Enron. Pela estrutura criada, os Raptores entrariam em colapso caso as ações da Enron caíssem a um determinado ponto, pois estavam apoiados apenas por elas. Em um determinado momento, o frágil esquema criado pela Enron ruiu. Quando as ações da companhia tiveram considerável desvalorização, as perdas dos Raptores começaram a aparecer nas suas declarações financeiras. Em 16 de outubro, a Enron anunciou um terceiro trimestre de perdas de US\$618 milhões. Durante 2001, as ações da Enron praticamente desabaram, de US\$86,00 para US\$0,30. Em 22 de outubro, a SEC iniciou uma investigação nos procedimentos contábeis da Enron, suas controladas e seus parceiros. Em novembro, diante das recentes descobertas, a Enron admitiu oficialmente ter exagerado os ganhos da empresa, desde 1997, em US\$57 milhões. Por fim, a Enron decretou falência em dezembro de 2001.

Estes escândalos serviram de incentivo ao crescimento das discussões sobre quais seriam as melhores práticas para se evitar os “conflitos de agência”, decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesta situação, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, os interesses do gestor nem sempre estão alinhados com os interesses do proprietário, resultando

em um conflito “agente-principal”. A preocupação da Governança Corporativa é a de criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. As melhores práticas de Governança Corporativa proporcionam aos proprietários (acionistas ou quotistas) a gestão estratégica de sua empresa e o adequado monitoramento da direção executiva.

As práticas de Governança Corporativa podem também ser aplicadas de forma a coibir abusos por parte dos acionistas controladores, garantir maior acesso à informações e participação dos acionistas minoritários em seus investimentos, e proteger o mercado e a atividade econômica em geral. Paralelamente, a questão do exercício do poder de controle dentro da companhia era outra preocupação que crescia junto à do conflito de agência e que, da mesma forma, tornava-se foco de combate e preocupação na elaboração e desenvolvimento das melhores práticas de Governança Corporativa. O conflito, neste caso, era gerado pela separação existente entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários das companhias, os quais muitas vezes apresentam interesses assimétricos.

Em linhas gerais, podemos dizer que os princípios da Governança Corporativa têm por escopo central a valorização da relação entre as empresas, de um lado, e os chamados *stakeholders* ou "partes interessadas" (investidores, fornecedores, clientes, colaboradores, sociedade) do outro lado. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, o conceito de Governança Corporativa pode ser definido como *"o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade"*.

Os autores Yamamoto e Almeida-Prado<sup>36</sup>, afirmam que “é consenso entre os agentes que a Governança Corporativa é muito importante para a credibilidade e o crescimento econômico das empresas e dos países, independentemente do modelo a ser adotado. Percebe-se, hoje, que as falhas de gestão de uma companhia, além de prejuízos que

---

<sup>36</sup> *ob. cit.*, pág. 42.

podem causar aos acionistas, podem colocar em risco a credibilidade do mercado como um todo, com reflexos imprevisíveis sobre o nível de atividade econômica em geral”.

O crédito dado às empresas que aplicassem práticas de Governança Corporativa foi tanto que, para se ter idéia, em 2002 a McKinsey & Co., em parceria com o Banco Mundial, conduziu uma pesquisa (*Investor Opinion Survey*)<sup>37</sup> junto a investidores de 31 países, onde apurou que os investidores pagariam entre 13% (treze por cento) e 30% (trinta por cento) a mais por ações de empresas que adotam tais práticas, por acreditarem que nestas seus investimentos estariam melhor protegidos.

O Brasil, país onde as companhias abertas ainda têm por características principais o alto índice de emissão de ações preferenciais (sem direito a voto), a alta concentração de ações ordinárias (com direito a voto) nas mãos do acionista controlador, a baixa participação dos acionistas minoritários nas deliberações e a forte presença familiar no controle das companhias, deve buscar (assim como já vem fazendo), com vista a adaptar-se às suas particularidades, um modelo de Governança Corporativa próprio. Em primeiro lugar surgiram, no país, conselheiros profissionais e independentes em resposta ao movimento pelas boas práticas de Governança Corporativa e à necessidade das empresas modernizarem a alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes para o mercado. O fenômeno foi acelerado pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia, que resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo.

Nossa legislação societária (Lei das Sociedades por Ações, nº 6.404/76), conforme alterada pela Lei nº 10.303/01, já contemplava diversos preceitos da SOX, como os relativos aos deveres e responsabilidades dos Conselhos Fiscais. Porém, as disposições por nossa legislação absorvidas da lei americana, ainda não eram suficientes para a regulação dos conflitos de agência inseridos em um contexto adaptado à realidade brasileira.

O IBGC editou então, em 1999, o primeiro Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do Brasil. O código trouxe, inicialmente, informações sobre o Conselho de Administração e a conduta dele esperada. Em versões posteriores, os quatro princípios básicos da boa governança foram detalhados e aprofundados, quais sejam: (i)

---

<sup>37</sup> MCKINSEY & COMPANY. *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*. Londres, julho 2002.

transparência - disclosure, (ii) equidade - fairness, (iii) prestação de contas - accountability e (iv) responsabilidade corporativa - compliance. A seguir, apresentamos breve explicação de cada um destes princípios básicos:

(i) transparência / disclosure: O princípio da transparência afirma que um mercado só atingirá a eficiência quando todas as informações forem colocadas à disposição de todos de forma transparente e simultânea, e quando todos souberem quais são as regras e condições do Mercado. Devem ser disponibilizadas para as partes interessadas todas as informações que sejam de seu interesse, e não somente as impostas por lei ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. As informações divulgadas não devem restringir-se ao desempenho econômico-financeiro da empresa, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.

(ii) equidade / fairness: pelo princípio da equidade entende-se que o relacionamento entre os agentes da Governança Corporativa e as diferentes classes de proprietários (acionistas), assim como o relacionamento destes últimos entre si, deve ser caracterizado pelo tratamento justo e equânime. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

(iii) prestação de contas / accountability: Pelo princípio da prestação de contas, exige-se das empresas de capital aberto que, além da prestação de informações econômico-financeiras auditadas externamente, obrigatória conforme exigência legal, sejam divulgadas ao o mercado uma série de outras informações adicionais, que resultam na necessidade de um programa específico de Relações com Investidores. As organizações devem disponibilizar suas demonstrações financeiras padronizadas, seus fluxos de caixa e os relatórios preparados pela administração com a discussão e análise dos fatores que influenciam o resultado, indicando ainda os principais riscos internos e externos aos quais a companhia está sujeita. A contabilidade torna-se, assim, instrumento essencial que visa identificar, mensurar e divulgar os eventos econômicos ocorridos, auxiliando na previsão de fluxos de caixa futuros. Os agentes de governança (sócios, administradores, conselheiros fiscais e auditores) devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as conseqüências de seus atos e omissões.



(iv) responsabilidade corporativa / compliance: De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, executivos e conselheiros devem zelar pela perenidade e sustentabilidade das companhias e incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e condução das suas operações. As organizações devem agir em conformidade com o cumprimento das normas reguladoras, sejam elas emanadas das instituições legais do país, sejam as contidas nos seus estatutos sociais ou regimentos. Recomenda-se às companhias, a adoção de um Código de Ética para seus principais executivos, regulamentando especialmente questões relativas a conflitos de interesses, divulgação de informações e cumprimento de leis e normas. A companhia deve ir além de simplesmente obedecer e exigir de seus funcionários e representantes a obediência de tais regras, sendo também importante o “convencimento corporativo” sobre aquela responsabilidade. O principal marco legal deste princípio é o artigo 154 da Lei das Sociedades Anônimas, que dispõe que *"o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa"*. Ainda, o parágrafo 4º daquele artigo determina que o Conselho de Administração e a Diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos e razoáveis, que tenham como beneficiários os empregados da companhia ou a comunidade na qual a mesma atue. Com relação ao acionista controlador, dispõe o artigo 116 dessa mesma Lei que ele deve exercer o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, respeitando os direitos e interesses de todos aqueles que são afetados por sua atividade, seja internamente (acionistas, empregados) ou externamente (*stakeholders* e comunidade). Por este artigo, objetivou o legislador mitigar o imenso poder conferido ao acionista controlador. Dentro da empresa, é importante que sejam incorporadas considerações de ordem social e, ainda, ambiental, na definição dos negócios e operações.

A partir do Código do IBGC, ampliaram-se as discussões sobre o tema da Governança Corporativa no âmbito da BOVESPA, o que acabou resultando, em 2002, na criação dos Mercados com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa para as empresas que ali negociassem seus valores mobiliários. Sabia-se que para assegurar maior transparência e confiabilidade aos investidores do mercado de capitais, mecanismos de Governança Corporativa eram implementados por companhias que visassem o alinhamento dos objetivos dos agentes envolvidos com a empresa, tentando reduzir os conflitos de agência decorrentes da assimetria desses objetivos. Dessa forma, os esforços direcionados ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro resultaram na criação de níveis que exijam um maior

comprometimento das companhias para com as chamadas “boas práticas de governança corporativa”. Assim, foram criadas três classes: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. O Nível 1 é o que apresenta menor grau de exigências, e o Novo Mercado, o maior grau. Por meio de tais níveis passou a ser possível classificar as empresas, de acordo com o número de obrigações adicionais por elas praticadas, com relação à legislação brasileira.

Seguindo a mesma linha, a CVM lança as Instruções nº 480 e 481, que entraram em vigor em 1º de janeiro de 2010 e vieram regulamentar o mercado de capitais brasileiro. A Instrução 480, nome oficial daquela que ficou conhecida como a “Nova 202” (referência à principal norma reformada) revoga 16 instruções, 3 deliberações e altera, de alguma forma, 28 normas do mercado de capitais, trazendo como uma das principais mudanças o aumento no nível de informações prestadas pelas companhias. Já a Instrução nº 481 trata das regras relacionadas à assembléia de acionistas e regulamenta, pela primeira vez, os pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto. Determina ainda as informações que as companhias devem fornecer ao mercado antes da realização das assembléias, as quais passam a ter que ser apresentadas de forma diferenciada e muito mais claras e definidas.

A Instrução nº 481, como veremos adiante, trouxe grande mudança relacionada ao acesso dos acionistas minoritários às deliberações da companhia, limitando, de certa forma, possíveis abusos por parte do(s) acionista(s) controlador(es). De um modo geral, a principal intenção da CVM com as novas regras é tornar mais clara e transparente, tanto para o mercado como para os investidores, a comunicação com as companhias.

### **5.3 Instrução CVM 481 e o acesso dos acionistas minoritários às assembléias.**

Em linhas gerais, a Instrução CVM 481, que entrou em vigor em 1º de janeiro de 2010, aumentou e detalhou consideravelmente as informações cuja divulgação é obrigatória na convocação das assembléias gerais de acionistas, chamadas para deliberar sobre matérias de especial interesse das partes relacionadas, tais como: (i) as eleições de administradores e membros do conselho fiscal; (ii) reformas no estatuto; (iii) fixação de remuneração aos administradores; (iv) planos de remuneração baseados em ações; (v) aumentos e reduções de capital; (vi) emissões de debêntures e bônus de subscrição; (vii) criação de ações preferenciais e alterações em suas características; (viii) redução do dividendo obrigatório; (ix) aquisição do

controle de outra sociedade; (x) escolha de avaliadores; (xi) e as hipóteses de direito de recesso.

Nesse sentido, com a nova regra estabeleceu-se que o edital de convocação para as assembleias precisará informar os temas a serem discutidos, não sendo mais permitido o uso da redação “assuntos gerais”. Também passou a ser necessário que as companhias informem nesse edital o número de ações necessárias para a aprovação das matérias, assim como os documentos que serão necessários para que os acionistas participem das assembleias.

*“Art. 2º. As informações e documentos fornecidos aos acionistas nos termos desta Instrução:*

*I – devem ser verdadeiros, completos e consistentes;*

*II – devem ser redigidos em linguagem clara, objetiva e concisa; e*

*III – não devem induzir o acionista a erro.”*

Adicionalmente, e de igual importância, essa nova instrução veio a regulamentar os pedidos públicos de procuração de que trata o parágrafo 2º do artigo 126 da Lei das Sociedades por Ações. Pretendeu a CVM, através de referida regulamentação, proporcionar aos acionistas minoritários o acesso às assembleias gerais, de maneira a ficarem mais próximos ao acesso das informações e das tomadas de decisões no interior da companhia. Tratou-se de inovação importante realizada a poucos meses da época das assembleias gerais ordinárias, que geralmente ocorrem entre os meses de março e abril.

Podemos dizer que a Instrução CVM 481 veio a tornar viável ou, pelo menos, facilitar determinadas práticas de Governança Corporativa que, hoje em dia, são essenciais para o bom desempenho das companhias e, por outro lado, para a proteção do mercado e de seus investidores, tornando mais fácil para estes últimos a tomada de decisões relacionadas aos seus investimentos. A adoção de práticas de governança, conforme estudado em capítulo anterior, muitas vezes é condição exigida por autarquias como a Comissão de Valores Mobiliários, entre outros órgãos, para o funcionamento e manutenção da regularidade de entidades sob seu controle e/ou fiscalização.

Com relação à possibilidade dos acionistas das companhias abertas serem representados por procuradores nas assembleias gerais para exercício do direito de voto, esta

surgiu, como visto anteriormente, no texto original da Lei das Sociedades Anônimas há mais de três décadas. O artigo 126, parágrafo 2º da Lei nº 6.404/76 estabeleceu, porém, que tais pedidos de procuração fossem regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários:

*“Art. 126. As pessoas presentes à assembléia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas:*

*(...)*

*§2º - O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que, sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos:*

- a) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;*
- b) facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto;*
- c) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia.”*

Somente em 17 de dezembro de 2009 foi aprovada pela CVM a Instrução 481, que entrou em vigor a partir de 1º de janeiro de 2010. Além de regulamentar a divulgação de informações constantes dos anúncios de convocação para assembléias e informações relativas às matérias a serem deliberadas, referida instrução finalmente veio a regulamentar os pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto e, efetivamente, a participação dos acionistas nas assembléias, conforme redação de seu artigo 1º transcrito a seguir:

*“Art. 1º - Esta Instrução disciplina os seguintes assuntos relacionados às assembléias gerais e especiais de acionistas de companhias abertas:*

- I – informações que devem acompanhar os anúncios de convocação;*
- II – informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas; e*
- III – pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto.*

*Parágrafo único. Esta Instrução se aplica exclusivamente a companhias abertas que possuam ações admitidas a negociação em mercados regulamentados.”*

Com a nova regulamentação da CVM, as companhias abertas ficam obrigadas a observar certas iniciativas que tentam pôr fim a alguns obstáculos à participação dos acionistas nas decisões das empresas, e incentivam a participação dos acionistas minoritários

seja por meio do aumento do volume de informações disponibilizadas aos mesmos, seja por meio da facilitação da atuação de tais minoritários em grupo.

Como já discorremos acima, a transparência na convocação das assembleias é fundamental para que o acionista tome uma decisão quanto à importância de sua participação em referida reunião, assim como a possibilidade de participação na deliberação das matérias a serem discutidas. Transcrevemos a seguir os artigos da Instrução CVM 481 em que observamos a orientação quanto à transparência nas informações que devem constar das convocações assembleares:

*“Art. 3º O anúncio de convocação deve enumerar, expressamente, na ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas na assembleia.*

*Parágrafo único. É vedada a utilização da rubrica “assuntos gerais” para matérias que dependam de deliberação assemblear.*

*Art. 4º O percentual mínimo de participação no capital votante necessário à requisição da adoção de voto múltiplo deve constar, obrigatoriamente, do anúncio de convocação de assembleias destinadas à eleição de membros do conselho de administração.*

*Art. 5º O anúncio de convocação deve listar os documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia.*

*§ 1º A companhia pode solicitar o depósito prévio dos documentos mencionados no anúncio de convocação, se o estatuto o exigir.*

*§ 2º O acionista que comparecer à assembleia munido dos documentos exigidos pode participar e votar, ainda que tenha deixado de depositá-los previamente.”*

Nos artigos seguintes, mais precisamente entro o artigo 6º e o artigo 21, a Instrução 481 enumera, inclusive, os documentos e/ou informações mínimas que devem ser disponibilizados aos acionistas antes da realização da assembleia geral, assim como o prazo e a forma pela qual devem ser apresentados.

Temos especial interesse, porém, na participação dos acionistas minoritários nas assembleias, que impacta diretamente no poder do acionista controlador, em especial nas

companhias de capital pulverizado que, hoje em dia, são categoria cada vez mais comum no mercado brasileiro. Nestas companhias tornava-se ainda mais difícil a atuação dos acionistas minoritários, e a Instrução 481 veio a facilitar a vida desta classe de acionistas, que muitas vezes procuram apoio de investidores para suas propostas. Analisaremos, em seguida, os principais aspectos da nova Instrução que, através da regulamentação dos pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto, proporcionam maior segurança aos acionistas minoritários e acesso às decisões da companhia. Trata-se de tema de fundamental importância nesta obra, em que é analisada a legitimidade do poder de controle e os limites para este poder, que são impostos de maneira cada vez mais rígida pela legislação.

Historicamente, o cotidiano societário e do mercado de capitais brasileiro tem sido fortemente marcado pela figura do acionista controlador. Porém, quanto mais se torna pulverizado o capital das companhias, mais vamos nos afastando da figura do acionista controlador, sendo aquele compreendido, nesse contexto, como o possuidor da maioria das ações da companhia. O controle acaba por ser exercido, nas companhias de capital pulverizado, por “controladores” que não necessariamente representam a maioria do capital social, mas a maioria presente à assembléia, conforme procedimentos e quoruns de deliberação previstos em lei. Muitas vezes o capital da companhia é pulverizado de tal forma que, ainda que com uma pequena porcentagem representativa de sua participação no capital social, um acionista ou grupo de acionistas acaba, efetivamente, controlando a companhia.

Dependendo do grau da dispersão acionária, maior a dificuldade de viabilizar o agrupamento de outros conjuntos de acionistas com interesses comuns (outro grande desafio) que possam formar quorum suficiente para participarem das discussões das matérias constantes da ordem do dia nas assembléias. Nestes casos, o controle perpetua-se nas mãos do acionista ou do grupo que atingiu o quorum necessário para a tomada de decisões dentro da companhia, ainda que através do controle minoritário. Os demais acionistas, detentores de participações ínfimas, acabam por nem tomar conhecimento da maioria das assembléias realizadas, não exercendo qualquer espécie de controle sobre as atividades daqueles que vêm exercendo o poder.

Voltando à Instrução CVM 481, podemos definir os pedidos públicos de procuração como aqueles que empregam meios públicos de comunicação, tais como televisão, rádio, revistas, jornais e internet) e que são dirigidos a mais de 5 (cinco) acionistas, quando

promovidos pela administração ou pelo acionista controlador; ou a mais de 10 (dez) acionistas, quando promovido por outros acionistas:

*“Art. 22. Para os fins desta Instrução, são considerados pedidos públicos de procuração:*

*I – os pedidos que empreguem meios públicos de comunicação, tais como a televisão, o rádio, revistas, jornais e páginas na rede mundial de computadores;*

*II – os pedidos dirigidos a mais de 5 (cinco) acionistas, quando promovidos, direta ou indiretamente, pela administração ou por acionista controlador; e*

*III – os pedidos dirigidos a mais de 10 (dez) acionistas, quando promovidos por qualquer outra pessoa.*

*Parágrafo único - Fundos de investimento cujas decisões sobre exercício do direito de voto em assembléia sejam tomadas discricionariamente pelo mesmo gestor serão considerados como um único acionista para os fins dos incisos II e III deste artigo.”*

É assegurado o pedido público de procuração eletrônica, aos acionistas titulares de 0,5% (cinco décimos por cento) ou mais do capital social votante, devendo ser dado o mesmo destaque aos pedidos de procuração promovidos pela administração, pelo acionista controlador e pelos acionistas não-controladores:

*“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.*

*§ 1º - A obrigação prevista no caput deve ser atendida pela companhia dentro de 2 (dois) dias úteis contados da data do recebimento do pedido público de procuração formulado pelos acionistas.*

*§ 2º - O sistema de procurações eletrônicas da companhia deve dar igual destaque aos pedidos de procuração promovidos pela administração, pelo acionista controlador e pelos acionistas não-controladores.*

Além de colocar os acionistas minoritários em pé de igualdade com os controladores nos pedidos públicos de procuração, outra previsão que evidentemente estimula a participação de todas as classes de acionistas com interesse nas deliberações em discussão, é a previsão de ressarcimento dos custos aos acionistas, também trazida pela mesma Instrução.

Especialmente com relação aos acionistas minoritários, que geralmente são voto vencido nas assembleias, a nova regra evita que desistam de participar das deliberações por conta dos custos envolvidos. A companhia que não aceitar procurações pelo sistema eletrônico de votação deverá ressarcir integralmente as despesas do acionista que tiver a sua proposta aprovada ou eleger, pelo menos, um de seus indicados para o Conselho de Administração ou para o Conselho Fiscal. Na hipótese da sua proposta não ser aprovada, ou dos membros por ele indicados não serem eleitos, o reembolso mínimo deverá ser de 50% (cinquenta por cento) dos custos.

A seguir, transcrevemos as regras do artigo 24 da Instrução CVM 481, que dispõe sobre o ressarcimento dos custos e reembolso de despesas, que vão ainda além das acima mencionadas:

*“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.*

*§1º - Para os fins deste artigo, são reembolsáveis apenas as seguintes despesas:*

*I – despesas com a publicação de até 3 (três) anúncios no mesmo jornal em que a companhia publica suas demonstrações financeiras; e*

*II – despesas com impressão e envio dos pedidos de procuração aos acionistas da companhia.*

*§2º - O ressarcimento previsto no caput será integral caso:*

*I – a proposta apoiada pelo acionista seja aprovada; ou*

*II – pelo menos um dos candidatos apoiados pelo acionista seja eleito.*

*§3º - Caso nenhuma das hipóteses previstas no parágrafo anterior se verifique, o ressarcimento será de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) das despesas incorridas, podendo a companhia estabelecer percentual superior.*

*§4º - O ressarcimento deve ser feito dentro de 10 (dez) dias úteis contados do recebimento de requerimento formulado à companhia.*

*§5º - O requerimento referido no §4º deve ser acompanhado de documentos que comprovem as despesas incorridas.”*

Conforme já mencionado em capítulo anterior, as assembleias gerais são previstas em nossa legislação societária como o órgão soberano de tomada de decisões dentro da



companhia, mas sabe-se que hoje não constituem, na prática, o poder soberano da sociedade. O que se constata, efetivamente, é que as assembleias vêm se tornando um órgão *pro forma*, sem efeitos práticos, apenas para a formalização/concretização das decisões do acionista ou grupo controlador que se perpetuam nessa posição. Isso ocorre em razão das dificuldades para os acionistas em geral participarem das assembleias, o que acaba causando o desinteresse dos mesmos.

O acionista ou grupo que represente a maioria das ações ou, ainda, que detenha participação minoritária que se destaque diante das demais participações dentro de uma companhia de capital pulverizado (sendo suficiente, diante da ausência dos demais acionistas, para a tomada de decisões nas assembleias) acabam por exercer o controle da companhia sem a intervenção dos demais acionistas. Porém, na medida em que forem se consolidando as práticas que permitem maior participação dos acionistas minoritários nas deliberações sociais, um novo modelo de controle, e conseqüentemente de gestão, vai se tornando presente. E as assembleias gerais voltam a ganhar destaque como órgão condutor dos negócios sociais, reunindo efetivamente os diversos acionistas para a discussão da ordem do dia, ao invés de contar simplesmente com a presença do(s) controlador(es) que cumprem as exigências legais de convocação e realização da assembleia de forma a legitimar suas decisões previamente estabelecidas.

A facilitação da participação dos acionistas minoritários nas assembleias gerais através dos pedidos públicos de procuração, passando os mesmos a ter acesso aos processos decisórios da sociedade (através do que lhes é conferida representatividade e voz ativa dentro da companhia), também tem importante impacto nos processos de alienação/aquisição do poder de controle. Em primeiro lugar, deve ser identificado o controle dentro da companhia, para aplicação das regras e dos procedimentos exigidos por lei quando este é transferido para outro, ou outros titulares. Nem sempre é fácil a identificação do controlador, que pode não ser o titular da maioria do capital social, mas em razão da dispersão acionária e desinteresse dos demais acionistas, conseguir, com a representatividade que possui no capital da companhia, exercer efetivamente o controle.

Se através do mecanismo da procuração eletrônica os acionistas detentores de participações minoritárias passarem a participar mais das decisões da companhia, encontrando interessados nas suas propostas e unindo-se a eles para a formação de unidades de interesses,

a companhia sofrerá alterações em sua forma de controle, e a identificação do controlador para fins de aplicação das regras relativas à sua alienação se tornará mais difícil. Surgem diversos grupos com interesses comuns e com representatividade próxima à dos demais no capital social da companhia, com igual poder de voto e interesse em participar da condução dos negócios sociais. Com isso, as assembleias gerais também voltam a ser consideradas o órgão soberano e necessário para a discussão dos assuntos da companhia e tomada de decisões pelos acionistas.

Existem ainda algumas lacunas, porém, a serem superadas pela legislação que tornam menos perfeita, à luz das boas práticas de governança corporativa, a Instrução CVM 481. Em primeiro lugar, citamos a falta de obrigatoriedade das companhias a passarem a adotar o sistema eletrônico de procuração. A Instrução estabelece apenas um incentivo para a adoção dos sistemas eletrônicos. No caso da companhia oferecer um sistema eletrônico de procuração e este apresentar falhas, seja por não computar os votos enviados, ou computando-os de forma equivocada, também não existe previsão legal para a solução dos conflitos daí originados. Até a devida regulamentação tais casos deverão ser avaliados, *a posteriori* e individualmente, pela CVM.

Destacamos, aqui, a importância do estudo da natureza e princípios fundamentais dos institutos legais, em especial, nestes casos em que a omissão legislativa traga a necessidade da discussão e tomada de decisões sobre importantes negócios, nas assembleias dos órgãos colegiados das agencias que regulamentam e supervisionam as questões corporativas dentro do âmbito do direito societário. Não somente a questão da legitimidade do poder de controle, principal tema da presente obra, mas também o estudo das raízes teóricas dos assuntos a ele relacionados, tornam-se importantes na análise das questões e tomada das decisões, inclusive, pelo juiz monocrático quando determinados assuntos evoluem para a esfera judicial.

## **5.5 O poder de controle e os órgãos de administração e fiscalização da companhia.**

Dentre as principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão, podemos citar a Diretoria, o Conselho de Administração, o Conselho Fiscal e a Auditoria Independente. Estes são os órgãos de administração e fiscalização da companhia, muito úteis também como mecanismos de limitação do poder de controle, pois pressupõem

uma gestão profissional, transparente e mais responsável e preocupada com os interesses de todos os acionistas da companhia, das partes à ela relacionadas e do mercado em geral.

Nesse sentido, destacamos o Parecer CVM/SJU n. 035/85:

*“A regulação do mercado e a lei societária objetiva a garantir, aos investidores, a disponibilidade ampla de informações confiáveis. Requer a lei a existência de mecanismos de controle em nível interno da empresa, representados pelo seu Conselho de Administração e pelo Conselho Fiscal, bem como a atuação de um auditor independente, com a missão precípua de atestar a respeito da fidedignidade das demonstrações financeiras elaboradas pela empresa.”<sup>38</sup>*

A empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa, dentro das quais são essenciais os órgãos relacionados acima, adota como linhas mestras a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa. A ausência de Diretores e Conselheiros qualificados, e de bons sistemas de Governança Corporativa, tem levado empresas a fracassos decorrentes de: (i) abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da Diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros); (ii) erros estratégicos (resultado de muito poder concentrado no executivo principal); (iii) fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

Cada um dos órgãos estatutários, assim como o controlador da companhia, tem suas responsabilidades e obrigações específicas relacionadas à posição ocupada, no sentido de proporcionar uma gestão responsável e que agregue valor à companhia e à todas as partes interessadas. Por vezes, confunde-se as competências e responsabilidades do acionista ou grupo controlador com aquelas atribuídas aos órgãos estatutários, em especial à Diretoria e ao Conselho de Administração. Para evitar a confusão, apresentaremos a seguir as principais características de cada um dos órgãos de administração e de fiscalização da companhia, indicando a forma pela qual auxiliam na limitação e supervisão do poder do acionista controlador.

Diretoria – A Diretoria é um órgão necessário na administração de todas as companhias. Trata-se do órgão responsável pela representação da companhia (manifestar,

---

<sup>38</sup> A. S. Lazzareschi Neto, *Lei das sociedades por ações anotada, cit.*, pág. 378, nota 5b.

perante terceiros, a vontade social), e pela prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular - artigo 144 da lei nº 6.404/76: “*No silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular.*” Se a administração for composta somente pela Diretoria, a este órgão competirá, por disposição legal, fixar a orientação geral dos negócios da companhia, podendo convocar a assembléia geral, nomear e destituir auditores independentes, e praticar todos os demais atos de gestão da companhia ligados à exploração do seu objeto social, conforme discriminado no estatuto da companhia.

Os seus membros têm poderes de representação e exercem suas funções individualmente, pelo que não se pode dizer, porém, tratar-se de um órgão colegiado (ainda que não seja um órgão representado por apenas um membro<sup>39</sup>). Diferente do Conselho de Administração, que é órgão em que se verifica a reunião de poderes e atribuições que são exercidos coletivamente pela maioria de seus membros. Tanto a Diretoria como o Conselho de Administração são órgãos de decisão administrativa, cujos poderes são atribuídos pelo estatuto da companhia.

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

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

A respeito dos poderes da Diretoria e do Conselho de Administração, e a sua coexistência na companhia, diz Carvalhosa<sup>40</sup>:

*“A única distinção – insistindo – entre diretoria e o Conselho é quanto à forma de decisão. Na diretoria, ela é individual, em regra; ao passo que, no Conselho, ela é sempre deliberativa ou colegial permanente (§2º). Mesmo quando a decisão da diretoria sobre determinadas matérias for tomada em reunião, não logra o órgão investir-se de caráter colegial. Apesar de a decisão ser coletiva, o poder de executá-la é individual daquele diretor que o estatuto, para tanto, designou.”*

---

<sup>39</sup> Diferente das sociedades limitadas, e outros tipos societários que admitem somente um membro como representante da administração, nas sociedades anônimas a Diretoria deve ser composto por pelo menos 2 (dois membros), conforme *caput* do artigo 143 da Lei nº 6.404/76: “

<sup>40</sup> *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º vol., artigos 138 a 205, cit.,* pág. 161.

A Diretoria será composta por 2 (duas) ou mais pessoas físicas residente no País, acionistas ou não, que preencham os requisitos de capacidade exigidos pela lei. O número de Diretores será estabelecido pelo estatuto da companhia, assim como as suas atribuições, limitação dos seus poderes

*“Art. 143. A Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembléia-geral, devendo o estatuto estabelecer:*

*I - o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos;*

*II - o modo de sua substituição;*

*III - o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;*

*IV - as atribuições e poderes de cada diretor.*

*§1º - Os membros do conselho de administração, até o máximo de 1/3 (um terço), poderão ser eleitos para cargos de diretores.*

*§2º - O estatuto pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião da diretoria.”*

Exige-se que os membros da Diretoria sejam residentes no País, de modo a facilitar a sua citação, intimação para atos jurídicos envolvendo a companhia, ou que envolvam os próprios administradores nos casos de má gestão ou abuso de poder. O alto grau de responsabilidade imposto por lei aos administradores é forma de garantir que o representante da sociedade possa ser responsabilizado pelos atos da pessoa jurídica, evitando assim a impunidade daqueles que pratiquem atos lesivos sob proteção da empresa através da qual atuam. Pela mesma razão, não pode a outorga de mandato implicar na abdicação de poderes e funções por parte dos Diretores. A prática de atos que impliquem na supervisão das atividades da companhia não pode ser objeto de mandato. O cargo de Diretor é de confiança da assembléia geral, sua função é indelegável, quer para outro membro da Diretoria, quer para terceiro. A substituição somente se opera nos termos da lei ou do estatuto da companhia.

Com todas estas atribuições e importantes funções dentro da companhia, é natural que entre controladores (proprietários da companhia) e gestores (representantes legais e gestores da companhia) eventualmente surjam os acima conceituados conflitos de agência.

Porém, a atuação da Diretoria em conjunto com os demais órgãos de administração e fiscalização da companhia, tornam a gestão mais profissional e reduzem estes conflitos.

Conselho de Administração – O Conselho de Administração, órgão da administração de deliberação colegiada, é o encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Por este motivo, é considerado um dos principais componentes (se não o principal) do sistema de governança. Órgão de caráter deliberativo e fiscalizador, conforme artigo 138, parágrafo 1º da lei societária (acima transcrito), tem como papel formar o elo a propriedade e a gestão, para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe seu poder diretamente dos acionistas da companhia, e a estes deve prestar contas. Nesse sentido, estabelece o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC<sup>41</sup>:

*“O Conselho de Administração é o guardião do objeto social e do sistema de governança. É ele quem decide os rumos do negócio, conforme melhor interesse da organização. Toda organização deve ter um Conselho de Administração eleito pelos sócios, sem perder de vista as demais partes interessadas, seu objeto social e sua sustentabilidade no longo prazo. O Conselho de Administração deve sempre decidir em favor do melhor interesse da organização como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros.”*

O Conselho de Administração é obrigatório nas companhias de capital autorizado e nas companhias abertas (das quais se exige maior comprometimento com as melhores práticas de Governança Corporativa) e facultativo nas sociedades de capital fechado. A lei, em seu artigo 139, veda que as atribuições conferidas ao Conselho de Administração sejam outorgadas a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.

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

*(...)*

*§2º - As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.*

---

<sup>41</sup> *ob. cit.*, pág 29.

*Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.”*

Em linhas gerais, dentre as principais competências do Conselho de Administração (as quais, como visto acima, são privativas deste órgão), está o estabelecimento de estratégias para a empresa, elegendo e destituindo o principal executivo, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão e escolhendo a Auditoria Independente. Por se tratar de um órgão superior dentro da companhia, com amplos poderes, a lei impõe que seus membros sejam acionistas, pressupondo assim um maior comprometimento do órgão para com suas funções dentro da companhia:

*“Art. 146. Poderão ser eleitos para membros dos órgãos de administração pessoas naturais, devendo os membros do conselho de administração ser acionistas e os diretores residentes no País, acionistas ou não.”*

Vejamos, as seguir, o rol de competências do Conselho de Administração, disposto no artigo 142 da lei nº 6.404/76:

*“Art. 142. Compete ao conselho de administração:*

*I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;*

*II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;*

*III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;*

*IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;*

*V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;*

*VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;*

*VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;*

*VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de*

*garantias a obrigações de terceiros;*

*IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.*

*§1º - Serão arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros.*

*§2º - A escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos na forma do art. 141, §4º, se houver.”*

Podemos extrair, da leitura das competências atribuídas por lei ao Conselho de Administração, que a missão deste órgão é, além de proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno dos investimentos e buscar sempre o equilíbrio entre as partes interessadas<sup>42</sup>, proporcionando a cada uma delas o benefício apropriado, ligado ao grau de sua vinculação com a organização, às responsabilidades assumidas e aos riscos aos quais se expõe. Nas companhias abertas, em especial, a obrigatoriedade do Conselho de Administração fundamenta-se na necessidade de se conciliar os interesses dos acionistas controladores e daqueles que compõem a comunidade minoritária de investidores no mercado. Pelo tamanho e impactos que se pressupõe de uma companhia aberta, impõe-se a especialização e a profissionalização da sua administração. Nas companhias de capital autorizado, por sua vez, a obrigatoriedade de instituição do Conselho de Administração fundamenta-se na possibilidade que este órgão tem, por determinação estatutária, de deliberar sobre a emissão de Ações em substituição à assembléia geral (art. 168 da Lei nº 6.404/76).

O Conselho de Administração, em suma, deve zelar pelos valores e propósitos da organização e traçar suas diretrizes estratégicas. O Conselho deve ainda prevenir e administrar situações de conflitos de interesses e divergências de opiniões para que o interesse da organização sempre prevaleça. É o responsável também por apoiar e supervisionar continuamente a gestão dos negócios sociais, riscos e as pessoas relacionadas à companhia. Não deve interferir em assuntos operacionais, mas deve ter a liberdade de solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções, inclusive a especialistas externos, quando necessário.

---

<sup>42</sup> Conforme conceituação empregada pelo IBGC no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, podemos chamar de *stakeholders* os detentores de Ações ou quotas de determinada organização. Os “demais *stakeholders*”, por sua vez, que equivalem às partes interessadas, é “qualquer pessoa, entidade ou sistema que afeta ou é afetada(o) pelas atividades de uma organização.”



De acordo com orientação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, é recomendável que o Conselho de Administração seja composto apenas por conselheiros externos e independentes. O conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao sócio, ao grupo acionário ou à parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo. Deve estar consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade se refere à organização. Se um conselheiro identificar pressões de gestores ou grupos de sócios para o exercício de suas funções, ou de alguma forma sentir-se constrangido, deve assumir uma conduta de independência ao votar ou, se for o caso, renunciar ao cargo, sem-prejuízo à eventual formulação de denúncia à assembléia geral e/ou órgão regulador. Por estas razões o Conselho de Administração é fundamental para a garantir a limitação do poder de controle e, conseqüentemente, o estímulo à participação dos acionistas minoritários na condução dos negócios da companhia, que ficam mais protegidos contra eventuais abusos do controlador.

Conselho Fiscal – Tanto as companhias de capital aberto, como as fechadas, são obrigadas a instituir Conselho Fiscal. Seu funcionamento, porém, será facultativo. As companhias abertas devem adotar um sistema misto de fiscalização de suas contas, composto por um órgão social fiscalizador (o Conselho Fiscal) e uma fiscalização externa (auditoria externa/independente), ambos para exercer a mesma função, mas de forma diversa. O Conselho Fiscal deve ser visto como um controle independente para os sócios, que visa agregar valor para a organização. Trata-se do principal instrumento conferido por lei ao acionista de fiscalização da gestão da empresa. No desempenho de suas funções, o conselho requisita informações, examina documentos, e opina sobre a legalidade e adequabilidade contábil dos atos da administração, tendo ao seu alcance todos os meios indispensáveis ao exercício de sua competência de natureza fiscalizadora.

Os membros do Conselho Fiscal não precisam ser necessariamente acionistas. O número mínimo (3) e máximo (5) de membros do Conselho Fiscal é determinado por lei e não pode ser alterado pelo estatuto, o que visa a assegurar aos minoritários (detentores de ações ordinárias) e aos acionistas detentores de ações preferenciais 2 (dois) assentos no Conselho Fiscal, restando aos controladores eleger os 3 (três) outros conselheiros. Seu funcionamento será permanente ou não, dependendo do que dispuser o estatuto. Não somente pela fixação do número de membros do Conselho, mas também por ter a lei determinado que seu funcionamento não seria necessariamente permanente, o Conselho Fiscal tornou-se eficiente

meio de fiscalização e proteção dos acionistas minoritários e preferencialistas. Nesse sentido, citamos Carvalhosa<sup>43</sup>:

*“Ao possibilitar o funcionamento não permanente do órgão, a lei de 1976 dá-lhe eficiência, na medida em que os minoritários e preferencialistas, quando interessados, é que tornarão o órgão instrumento ativo e, portanto, efetivo do controle da legalidade e da legitimidade (abuso e desvio de poder) dos atos dos administradores.”*

Na legislação societária, o artigo 161 dispõe sobre a instituição, composição e funcionamento do Conselho Fiscal:

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

*§1º - O conselho fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembléia-geral.*

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

*§3º - O pedido de funcionamento do conselho fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer assembléia-geral, que elegerá os seus membros.*

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

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

*b) ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em*

---

<sup>43</sup> *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º vol., artigos 138 a 205, cit., pág. 415.*

*qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea a, mais um.*

*§5º - Os membros do conselho fiscal e seus suplentes exercerão seus cargos até a primeira assembléia-geral ordinária que se realizar após a sua eleição, e poderão ser reeleitos.*

*§6º - Os membros do conselho fiscal e seus suplentes exercerão seus cargos até a primeira assembléia-geral ordinária que se realizar após a sua eleição, e poderão ser reeleitos.*

*§7º - A função de membro do conselho fiscal é indelegável.”*

O pedido de instalação do Conselho Fiscal não precisa ser motivado. Desta forma, e sendo facultado aos acionistas minoritários e inclusive aos acionistas detentores de ações preferenciais (sem voto) a eleição de conselheiros, o Conselho Fiscal se torna o principal órgão através do qual os demais acionistas não controladores podem alcançar a efetividade da participação no sistema de fiscalização. Estabelece-se assim maior equilíbrio entre as diversas classes de acionistas. O órgão é de tamanha importância que, ainda que não conste do edital de convocação para a assembléia, a decisão sobre a instalação do Conselho Fiscal poderá ser tomada tanto na assembléia geral ordinária, como na extraordinária.

Ao controlador não é facultado criar quaisquer artifícios nem fazer manobras para tentar suprimir dos preferencialistas ou dos acionistas minoritários o exercício da prerrogativa assegurada pela lei, que lhes confere o direito de eleger um membro do Conselho de Administração. Referido direito pode inclusive ser pleiteado judicialmente pelos minoritários. Citamos, abaixo, jurisprudência nesse sentido:

*“Sociedade anônima. Acionista controlador que exclui a participação dos minoritários, sob o argumento de que a pessoa indicada por eles poderá atuar contra a companhia, desvirtuando a finalidade da fiscalização. Inadmissibilidade. Legislação pertinente que prevê os deveres e responsabilidades do administrador, munindo a empresa dos instrumentos necessários para agir contra o faltoso. A mera suposição de que a pessoa indicada pelos minoritários poderá atuar contra a companhia, desvirtuando a finalidade da fiscalização, não justifica a conduta do controlador, excluindo a participação dos minoritários, ainda mais quando a legislação pertinente prevê os deveres e responsabilidades do administrador,*

*munindo a empresa dos instrumentos necessários para agir contra o faltoso.” (RT 788/380) <sup>44</sup>*

*“Agravo de instrumento. Ação ordinária. Tutela antecipada. A agravante é sócia minoritária detentora de mais de 20% das ações ordinárias. Direito de indicação de pessoa para composição do conselho fiscal. O sócio minoritário possui importância funcional. Fiscalização como direito essencial do acionista. Dano irreparável caracterizado pelo obstáculo ao direito de indicar conselheiro dentro do ano fiscal. Agravo provido.” (TJRS, 6ª Câm., Agr. Instr. 70006840466, Rel. Dês. Ney Wiedemann Neto, j. 1º.10.2003) <sup>45</sup>*

O conselheiro fiscal eleito pelos minoritários na forma do artigo 161, parágrafo 4º da lei societária, só deixa de ser empossado no cargo nas hipóteses de impedimento e inelegibilidade do artigo 162:

*“Sociedade anônima. Destituição em assembléia geral ordinária de membro de Conselho Fiscal eleito pela minoria. Inadmissibilidade. Agravo desprovido. O conselheiro fiscal eleito pelos acionistas minoritários, na forma do art. 161, par. 4º, da Lei das Sociedades Anônimas, só deixa de ser empossado no cargo societário se não reunir os requisitos do art. 162 da lei referida, ou se incidir em algum dos impedimentos do par. 2º do mesmo dispositivo.” (TJSC, 4ª Câm., Agr. Instr. 8.775, Rel. Dês. Anselmo Cerello, j. 25.08.1994) <sup>46</sup>*

A assembléia geral não elege os conselheiros nomeados pelos minoritários, apenas homologa a decisão daqueles. Portanto, e de forma a assegurar a permanência do representante eleito pelos minoritários no Conselho de Administração, eles também não são destituíveis pela assembléia geral. Através da assembléia geral somente poderão ser destituídos os conselheiros eleitos pelo(s) controlador(es). Os representantes dos minoritários, por sua vez, são destituíveis em votação em separado nas reuniões dos minoritários, votantes e não votantes, devendo a mesa promover a eleição também apartada dos seus substitutos.

Como visto, diferentemente da Diretoria e do Conselho de Administração, o Conselho Fiscal não é órgão da administração, mas sim de fiscalização da companhia. Em

---

<sup>44</sup> A. S. Lazzareschi Neto, *Lei das sociedades por ações anotada, cit.*, págs. 473/474, nota 5d.

<sup>45</sup> A. S. Lazzareschi Neto, *Lei das sociedades por ações anotada, cit.*, págs. 473/474, nota 5f.

<sup>46</sup> A. S. Lazzareschi Neto, *Lei das sociedades por ações anotada, cit.*, págs. 474, nota 5e.

suma, são atribuições do Conselho Fiscal: (i) fiscalizar o ato dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; (ii) opinar sobre o relatório anual da administração e emitir parecer com os apontamentos que entenderem necessários ou úteis à deliberação da assembléia geral; (iii) opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à apreciação pela assembléia geral, quando relativas à modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia (todos os atos que afetem o patrimônio social e as receitas da companhia); (iv) denunciar à assembléia geral e aos órgãos da administração quando estes não tomarem as providências necessária à proteção dos interesses da companhia, quaisquer erros, fraudes ou crimes que descobrir, sugerindo providências úteis em contrapartida; (v) analisar, pelo menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pelos administradores da companhia; e (vi) examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar.

Para exercício de suas competências e estabelecimento, dentro da companhia, como um órgão independente, tem o direito de realizar consultas a profissionais externos (consultores, advogados, auditores, entre outros), e recomenda-se que sejam remunerados pela organização. Sua atuação deve ser pautada pela equidade, transparência, independência e, como regra geral, pela confidencialidade.

Auditoria Independente – Recomenda-se que toda organização tenha suas demonstrações financeiras analisadas por uma auditoria externa independente. No caso das companhias abertas, a fiscalização de suas demonstrações financeiras por uma auditoria independente<sup>47</sup> é obrigatória, conforme parágrafo 3º, do artigo 177 da Lei nº 6.404/76 a seguir transcrito:

---

<sup>47</sup> Os auditores externos independentes contratados pelas companhias abertas para analisar suas contas devem ser registrados junto à Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A Instrução CVM nº 308 de 14.05.1999 dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários e define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes. Neste sentido, vide incisos IV e V, par. 1º do art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976: “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na Bolsa ou no mercado de balcão. Parágrafo 1º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: (...) IV – padrões de contabilidade; relatórios e pareceres de auditores independentes. V – informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra,

*“Art. 177. A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, devendo observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência.*

*(...)*

*§3º - As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes nela registrados.”*

Com exceção das companhias abertas, na falta de uma auditoria independente, a lei societária atribui alternativamente ao Conselho Fiscal a competência para fiscalização das contas dos administradores:

*“Art. 163. Compete ao conselho fiscal:*

*(...)*

*§5º - Se a companhia não tiver auditores independentes, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria e fixar-lhes os honorários, dentro de níveis razoáveis, vigentes na praça e compatíveis com a dimensão econômica da companhia, os quais serão pagos por esta.”*

A atribuição primordial da Auditoria Independente é verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade, através da revisão e avaliação dos controles internos da organização. Como resultado deste trabalho os auditores emitem um relatório específico de recomendações sobre melhoria e aperfeiçoamento dos controles internos.

Os auditores independentes devem manifestar em seus relatórios, de forma clara e precisa, se as demonstrações financeiras elaboradas pela Diretoria apresentam adequadamente a posição patrimonial e financeira da companhia e os resultados do período. Os auditores

---

*permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladores.”*

independentes devem reportar ao Conselho de Administração (ou ao Comitê de Auditoria, quando existir) os seguintes pontos: (i) discussão sobre as principais políticas contábeis; (ii) deficiências relevantes e falhas significativas nos controles e procedimentos internos; (iii) tratamentos contábeis alternativos; (iv) pontos em que divergem da Diretoria; e (v) avaliação de riscos e análise de possibilidade de fraudes.

Por fim, ressaltamos a importância da independência dos órgãos de administração da companhia com relação aos acionistas controladores, e a efetiva atuação dos órgãos fiscalizadores sobre gestão da companhia, de forma a garantir que se alcance os objetivos da governança. Nesse aspecto, destacamos o papel fundamental dos conselheiros e auditores independentes. A supervisão dos atos da Diretoria é essencial, uma vez que a Lei nº 6.404/76 (alterada pela Lei nº 10.303/01) estabeleceu, em seu artigo 118, uma hegemonia absoluta dos controladores sobre o Conselho de Administração e a Diretoria da sociedade por meio dos acordos de voto em bloco. Sobre as matérias constantes dos acordos de acionistas, os administradores não terão nenhuma autonomia, estando estas submetidas à reunião prévia dos acionistas signatários, para direcionar o voto do grupo e deliberar sobre a matéria (parágrafos 7º, 8º e 9º do art. 118).

É necessário cuidado, portanto, para que sejam efetivamente observados os princípios de governança corporativa, que se baseiam no papel de conciliadores de interesses assumidos pelos administradores. Na medida em que a maioria dos administradores passa a ser submetida à vontade dos controladores em todos os assuntos relevantes da companhia, o Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Auditorias devem observar atentamente se os atos de gestão estão sendo executados de forma equitativa e justa para todos os acionistas e se está gerando valor para a empresa.

Os administradores, como já se viu, devem exercer suas atividades em prol dos interesses da companhia. Trata-se de um dever, decorrente do poder que lhes é atribuído. Seus poderes de representação, deliberação e gestão são exercidos no interesse da companhia, devendo ser observadas também as exigências do bem público e cumprida a função social da empresa (artigo 154 da Lei nº 6.404/76). Verifica-se que o interesse social, portanto, não é totalmente ligado aos interesses dos acionistas, mas também abrangem um amplo espectro de direitos e interesses externos que devem ser igualmente respeitados.

## 5.6 Os Acordos de Acionistas

O acordo de acionistas é típico documento societário de sociedades dentro das quais gravitam complexas relações e interesses difusos. Os acordos de acionistas estão previstos no artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76), cuja redação do *caput* foi alterada pela Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001 que introduziu expressamente o poder de controle como matéria que pode ser objeto de referidos acordos. Trata-se de importante alteração, uma vez que os acordos de acionistas só podem versar sobre matérias que a lei expressamente determinar para terem plena eficácia perante a sociedade. A reforma na Lei das Sociedades Anônimas resultou, ainda, na inclusão dos parágrafos 6º ao 11º. Vejamos o texto completo de referido artigo, transcrito a seguir:

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

Em suma, os acordos de acionistas são celebrados entre titulares de direitos de sócio de uma companhia para compor o modo do exercício dos direitos conferidos por suas ações, tendo por objeto a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto e exercício do poder de controle. O acordo de acionistas é parte integrante dos instrumentos de organização da companhia e têm natureza acessória em relação ao estatuto social, uma vez que sua eficácia depende da existência da pessoa jurídica.

Podemos dividir os acordos conforme a seguinte classificação, dependendo do objeto sobre o qual versarem: (i) *acordos de voto*, que têm por objeto regular o exercício do direito de voto dos signatários do acordo. Estes também podem ser subdivididos em *acordos de comando*, que regulam o exercício do direito de voto pelo acionista controlador e, se também tiverem por objetivo a proteção dos acionistas minoritários podem ser chamados *acordos de defesa*; e (ii) *acordos de bloqueio*, os quais têm por objeto restringir a livre transmissibilidade das ações pertencentes aos signatários, dizem respeito à compra e venda de ações e/ou à preferência para adquiri-las. Algumas regras devem estar contidas no Estatuto Social da companhia, aquelas que dizem respeito à estrutura social, tais como os poderes de representação dos administradores, competências da Diretoria e do Conselho de Administração, dividendo mínimo, entre outras matérias. O acordo de acionistas apenas regula os direitos decorrentes do estatuto social.

Conforme visto acima, os acordos de acionistas são muito usados para a formação de blocos de controle, através da união de acionistas com participações minoritárias que, em conjunto, formam quorum suficiente para deliberar sobre determinadas (ou todas as) matérias, estabelecendo previamente, no acordo, a forma de exercício dos direitos de voto do grupo e o sentido da tomada das decisões por este mesmo grupo. Através dessa união, muitas vezes forma-se o grupo controlador da companhia, em especial quando esta tem seu capital pulverizado e nenhum acionista majoritário previamente identificado que possa exercer isoladamente o poder de controle. O sistema de votação em bloco, então, tem como finalidade básica a formação de uma posição majoritária que irá orientar todas as deliberações da companhia. Uma vez fechado um grupo de controle, e atingido ou traçado um equilíbrio de poderes dentro da empresa, almeja-se certa estabilidade, fundamental em qualquer negócio.

Os participantes do bloco de controle podem apresentar, por vezes, opiniões ou interesses conflitantes. Daí a importância de realizarem reunião prévia à assembléia geral para o ajuste de votos. A reunião prévia, como órgão da comunhão formada em virtude do acordo de voto em bloco, tem como função manifestar válida e eficazmente a vontade majoritária dentro do grupo. Trata-se a reunião prévia de um órgão interno soberano indispensável da comunhão de controle. A maioria absoluta, dentro do grupo, irá orientar o voto e, ainda que algum acionista ressalve seu entendimento contrário, prevalece o interesse coletivo. Visa, portanto, o citado acordo a garantir a indivisibilidade interna e externa da vontade majoritária dos seus signatários. Para Modesto Carvalhosa, pode-se conceituar o acordo de voto em bloco, também conhecido como “*pooling agreement*”, como:

*“(...) modalidade de acordo de acionistas visando, durante o prazo de sua duração, o exercício do controle comum, para que os convenientes formam uma comunhão que em reunião prévia estabelecerá o quorum majoritário que irá direcionar os votos que devem ser dados, com todas as ações do bloco, pelos acionistas convenientes, nas assembléias da companhia, e pelos administradores eleitos em virtude do acordo, nas reuniões dos órgãos de administração de que participam.”<sup>48</sup>*

O acordo de voto em bloco, portanto, é instrumento convencional do exercício do controle comum da sociedade. Forma-se, por meio do acordo, o grupo ou bloco de controle

---

<sup>48</sup> *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, 2º volume, cit., p. 528.*

que irá orientar a condução dos negócios sociais. Presume-se que o voto em bloco obtido majoritariamente em reunião prévia da comunhão atende ao interesse comum dos acionistas participantes do controle e, ao mesmo tempo, ao interesse social, já que é na esfera da sociedade que esse interesse coletivo dos sócios vai se produzir.

Muito usados, ainda, como defesa dos direitos e interesses dos acionistas minoritários e limitadores do poder do acionista controlador, os acordos de acionistas conferem aos seus signatários o direito de valer-se de dois remédios jurídicos quando prejudicados: (i) propor contra a companhia ação anulatória da deliberação tomada com inobservância do acordo de acionistas arquivado na companhia; e (ii) pleitear a execução específica do pactuado, a fim de que o voto predeterminado seja suprido judicialmente. Ressalte-se que a deliberação somente pode ser invalidada ou reformada invocando-se o acordo, se os votos viciados forem determinantes na decisão tomada. Nesse sentido, a jurisprudência tem admitido a anulação das deliberações tomadas em violação a disposições de acordo de acionistas arquivado na companhia:

*“Apelação cível. Execução de obrigação de não fazer. Pedido alternativo de anulação das decisões tomadas em assembleias gerais de acionistas. Acordo de Acionistas. Natureza jurídica e eficácia. Tendo o acordo de acionistas natureza de negócio jurídico plurilateral, submete-se às regras gerais de teoria dos contratos, tornando-se obrigatórias as condutas ali disciplinadas. Seu descumprimento importa na anulação das decisões tomadas ao seu arrepio.” (TJRJ, 10ª Câm., AC 14.620/2005, Rel. Des. Sylvio Capanema de Souza, j. 18.10.2005).*

Para que produza efeitos perante a companhia, o acordo deve ser junto à ela arquivado. A lei não traz o procedimento para o arquivamento dos acordos de acionistas, mas uma vez remetido o inteiro teor do acordo à companhia mediante recibo de entrega, ou através de notificação acompanhada de cópia da avença, este pode ser considerado arquivado. Nestes casos, os acordos produzem efeitos perante a companhia, que fica a eles vinculada. No tocante aos acordos de voto, a companhia fica obrigada a observar as cláusulas da avença referentes ao exercício do direito de voto e/ou do poder de controle, sendo impedida de computar voto proferido em sentido contrario daquele previamente ajustado. No tocante aos acordos de bloqueio, a companhia deve observar as cláusulas do acordo relativas à transmissibilidade das ações, ficando, conseqüentemente, impedida de registrar transferências de ações em violação ao ajustado no acordo. Nesse sentido, vide parecer CVM/SJU n° 002/88: *“Acordo de*

*Acionistas, quando não registrado na Companhia nem averbado nos livros e certificados de ações, é res inter alios acta, não exigível seu cumprimento à companhia, nem oponíveis a terceiros suas cláusulas.”*

Conforme parágrafo 2º do artigo 118 supra transcrito, “*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).*” Daí depreendemos que os acordos de acionistas devem preservar o interesse social, acima de tudo, não podendo causar danos à companhia ou a outros acionistas. Além disso, seus signatários não podem utilizar os acordos para a obtenção de vantagem a que não fazem jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. No parágrafo seguinte, o artigo traz a possibilidade dos acionistas signatários do acordo promoverem a execução específica das obrigações assumidas. Por todos estes mecanismos, os acordos de acionistas acabaram se tornando importante meio de formação do bloco de controle dentro da companhia, além de proteção dos direitos dos acionistas minoritários e limitação do poder de controle, resguardando assim a própria companhia e, indiretamente, o mercado como um todo.

## **6. TRANSFERÊNCIA DO PODER DE CONTROLE**

Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da companhia. A Lei das Sociedades Anônimas contempla apenas o controle interno, vale dizer, aquele que detém o poder decisório da assembléia geral levando-se em conta o percentual do capital votante.

Conforme vimos no início desta obra, a lei societária não traz como caracterizador do controle um percentual determinado de ações votantes, entendendo-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a

maioria dos administradores da companhia; e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (artigo 116 da Lei nº 6.404/76).

Como a lei societária não fixou um percentual determinado de ações para caracterizar o controle, devemos interpretar os elementos contidos no artigo 116 da Lei nº 6.404/76 para identificar tal condição. Neste particular, e em decorrência do desenvolvimento do mercado de capital brasileiro, encontra-se em pauta nas discussões da reforma das regras do Novo Mercado da BOVESPA, a fixação de um percentual determinado que caracterize o controle para fins de aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, que impõe ao potencial adquirente do controle de uma companhia, a obrigação de realizar Oferta Pública de Aquisição de Ações (“OPA”) em tais situações. A discussão teve inspiração na prática dos países europeus, que em geral adotam o gatilho de 30% (trinta por cento)<sup>49</sup>.

Suponhamos o caso de um investidor, no Brasil, que venha a adquirir 35% (trinta e cinco por cento) das ações votantes do capital social de uma companhia. Embora ele se torne titular de participação relevante, não assumirá a posição de novo acionista controlador fundado no conceito legal acima exposto, inclusive porque o novo acionista não estará apto a impor a sua decisão à assembléia geral como resultado das características de um acionista controlador. Ressalte-se, todavia, que eventual acordo de voto formando um bloco de controle, alterará o poder na companhia podendo então configurar a existência de um novo controlador ou um grupo controlador. Na hipótese, ainda, das demais ações da companhia estarem pulverizadas, de forma que as futuras deliberações da assembléia geral sejam tomadas por votos cuja maioria seja representada por aqueles 35%, poderá se configurar o chamado “controle minoritário” ou “controle de fato”.

Exatamente em razão de sua natureza polêmica, aliada ao caráter geralmente sigiloso que envolve as negociações de cessão de controle e a magnitude dos valores patrimoniais envolvidos, que o assunto acende acaloradas discussões e, dentre os estudiosos do direito, a paixão pelo estudo da matéria.

---

<sup>49</sup> Na França a porcentagem é de 33,3%, na Alemanha, na Inglaterra e na Itália, ela é de 30%. Em geral, nesses países, a OPA não é exigida se a participação adveio de OPA visando à totalidade das ações, ou de operações societárias sujeitas à aprovação dos acionistas, ou se mesmo algum terceiro for titular de mais ações do que a referida porcentagem (ou do próprio controle majoritário).

## 6.1 Oferta pública de aquisição de ações

Em virtude dos impactos econômicos e sociais oriundos do exercício do poder de controle societário, e ainda sob a perspectiva da proteção aos acionistas não-controladores, é de suma importância a identificação do acionista controlador dentro de uma companhia de capital aberto, para que sejam observadas as devidas formalidades quando da alienação deste poder soberano a terceiro.

O artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, após alteração introduzida pela Lei nº 10.303 de 2001, tornou obrigatório o instituto da oferta pública de aquisição de ações (OPA) dos acionistas minoritários, por ocasião da alienação do controle de companhia aberta. Originalmente, referido artigo da lei societária impunha ao adquirente do controle acionário de companhia aberta, a obrigação de pagar aos acionistas minoritários o mesmo preço que havia pago ao alienante do bloco de ações que lhe assegurava (ou assegurava ao grupo) o poder do controle. Posteriormente, de forma altamente lesiva aos direitos dos minoritários, a Lei nº 9.457 de 1997 revogou o artigo 254 e os parágrafos 1º e 2º do artigo 255 da Lei nº 6.404/76, retirando do ordenamento a oferta pública obrigatória de aquisição de ações na alienação do controle de companhias abertas, restando regulamentadas somente a oferta pública voluntária para aquisição do controle acionário (art. 257, *caput*) ou para reforço do controle (art. 257, parágrafo 3º), ambas de uso escasso na prática empresarial brasileira.

Antes da reforma da Lei nº 10.303/01, que reintroduziu em nossa legislação a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhia aberta, a CVM baixou a Instrução nº 299/99, instituindo nova modalidade de oferta pública decorrente do aumento da participação do acionista controlador. Tal disposição trouxe um tratamento igualitário aos acionistas minoritários, impedindo que fossem adquiridas as ações de alguns e não de todos, e que fossem pagos preços diferentes pelas ações dos não controladores em relação às ações integrantes do bloco de controle. O artigo 254-A, por sua vez, reformado pela Lei nº 10.303/01, trouxe um tratamento mais justo, porém não igualitário aos acionistas minoritários nos casos de alienação do controle acionário. Referido artigo consagrou expressamente o princípio do valor diferenciado das ações de mesma espécie, ao determinar o pagamento mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor das ações do bloco de controle aos acionistas não

controladores. Mais abaixo estudaremos com detalhes o preço de aquisição das ações na alienação do controle e o instituto denominado *tag along*, ou “direito de venda conjunta”.

Vejamos, a seguir, a redação do artigo que reintroduziu em nossa legislação a obrigatoriedade de realização da OPA para aquisição do controle acionário das companhias abertas:

*“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.*

*§1º - Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.*

*§2º - A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.*

*§3º - Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.*

*§4º - O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.”<sup>50</sup>*

Em 05 de março de 2002 a CVM baixou a Instrução nº 361, que veio a disciplinar as ofertas públicas de aquisição de ações. Dentre as diversas ofertas de que trata a Instrução, a OPA por alienação de controle está prevista nos artigos 29 e 30. Podemos dizer que a OPA do

---

<sup>50</sup> A opção de permanecer na companhia mediante o recebimento de um prêmio, regra contida no parágrafo 4º do artigo 254-A supra transcrito, não elimina a necessidade de oferta pública de aquisição de ações. Trata-se de uma faculdade, a ser adotada cumulativamente com a oferta pública, se assim desejar o adquirente do controle, devendo constar, tal recompensa (‘prêmio de permanência’), expressamente no edital. E todos os acionistas que não se manifestarem com relação à OPA, fazem jus ao prêmio.

artigo 254-A da lei societária, é oferta pública que deve ser realizada mediante registro – autorização prévia da CVM, para a compra do controle de uma companhia com ações em circulação em bolsas de valores, procedimento este que atende a diversas finalidades. É nesta modalidade de OPA que focaremos o nosso estudo, uma vez que a identificação do acionista ou grupo controlador dentro da companhia é fundamental para a aplicação das regras contidas em referido artigo.

Vejamos, a seguir, a transcrição do artigo 29 da Instrução CVM 361/02 que regulamenta a “OPA por alienação de controle”:

*“Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.*

*§1º - A OPA deverá ser formulada pelo adquirente do controle, e seu instrumento conterà, além dos requisitos estabelecidos pelo art. 10, as informações contidas na notícia de fato relevante divulgada quando da alienação do controle, sem prejuízo do disposto no inciso I do § 1º do art. 33, se for o caso.*

*§2º - O requerimento de registro da OPA de que trata o "caput" deverá ser apresentado à CVM no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle, quer a realização da OPA se constitua em condição suspensiva, quer em condição resolutiva da alienação.*

*§3º - O registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares.*

*§4º - Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.*

*§5º - Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.*



*§6º - No caso de alienação indireta do controle acionário, o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto.”*

Verifica-se a partir da análise da Lei das Sociedades Anônimas, a existência de, basicamente, duas modalidades de Oferta Pública de Aquisição de Ações ("OPA"), as quais dizem respeito às transferências onerosas de controle de companhia aberta: a OPA obrigatória, decorrente de alienação de controle de companhia aberta (artigo 254-A da Lei nº 6.404/76) e a OPA voluntária, voltada à tomada hostil de controle (artigos 257 a 263). A Instrução CVM nº 361/2002 ao regulamentar as ofertas públicas de ações, disciplinou 3 (três) tipos de OPA obrigatória: (i) OPA por cancelamento de registro de companhia aberta; (ii) OPA por aumento de participação do acionista controlador; e (iii) OPA por alienação de controle (artigo 2º).

Cabe aqui a primeira crítica com relação à regulamentação do instituto da alienação de controle na legislação pátria. Todas as formas previstas na lei societária e na Instrução CVM supra referidas, pressupõem a existência de controle majoritário, deixando aberta uma grande lacuna: tornam possível a aquisição do controle minoritário sem qualquer tipo de oferta pública.

Verificamos em capítulo anterior, a abrangência da aceitação do controle minoritário em nosso sistema societário. E é paradoxal que nosso sistema legal preveja somente limitação às regras de transferência de controle majoritário, sendo que hoje, as poucas companhias que estão sob controle minoritário são exatamente aquelas de enorme escala produtiva e dimensão patrimonial, que justamente por essas proporções não contam com sócios majoritários. Por sua estrutura, são essas as sociedades que têm o maior número de minoritários estratégicos (proporcionalmente) e que mais necessitam de capitalização via mercado. Não se pode negar a importância da existência de um regulamento para coordenar as situações de transferência do controle minoritário, e seus efeitos no estímulo ao investimento nessas companhias e em sua própria liquidez.

Com a crescente pulverização do capital das companhias, surgirão com maior frequência situações de controle minoritário e conflitos entre esses controladores e os demais

acionistas (não-controladores), em circunstâncias não especificamente previstas na lei. Nesse sentido, analisaremos as operações de tomada do controle minoritário e a necessidade de realização da OPA quando da alienação deste controle.

Como sabemos, a lei societária exige a realização da OPA na hipótese de alienação do controle acionário, pautado na participação majoritária no capital da companhia. Em decisão proferida no caso da Companhia Brasileira de Distribuição (“Caso CBD” - processo CVM RJ/2005/4069)<sup>51</sup>, o Colegiado da CVM limitou a OPA às cessões de controle em que o cedente for titular do controle majoritário. No mesmo sentido, os parágrafos 2º e 3º do artigo 257 da lei societária restringem a regulação das ofertas públicas de aquisição de controle ao “controle majoritário”. Não mereceriam os acionistas não-controladores de companhias com controle minoritário uma proteção similar? Vejamos a redação da lei que indica que a interpretação de controle para fins de realização da OPA deve ser baseado no conceito de controle majoritário:

*“Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.*

*§1º - Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.*

*§2º - A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.*

*§3º - Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.*

*§4º - A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.” (grifo nosso)*

---

<sup>51</sup> Vide voto do ex Diretor Pedro Marcílio no processo CVM RJ/2005/4069: “o que é importante, para fins do art. 254-A, é que os valores mobiliários transferidos façam com que o alienante passe a ter menos do que 50% das ações com direito a voto”.

Muito mais coerência encontramos na Regulamentação do Novo Mercado<sup>52</sup> da Bovespa ao definir o poder de controle com base na noção de controle efetivo. Conforme disposto no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, Seção VIII, item 8.1, tanto a alienação de controle por meio de uma única operação, como por operações sucessivas, geram a obrigação de oferta pública. Esse sistema objetiva que sejam captadas em Bolsa as escaladas para a aquisição de controle minoritário, incentivando assim a liquidez das grandes companhias.

Podemos ainda relacionar dois outros importantes critérios de classificação (além do percentual de participação no capital) sobre as formas de aquisição de controle de uma companhia aberta, de modo que ao final, possamos analisar sistematicamente as hipóteses em que se impõe a realização de oferta pública para fins de transferência do seu controle. Tais critérios são definidos como (i) aquisição originária ou primária e (ii) aquisição derivada ou secundária.

Em termos bem sucintos, a aquisição indicada no item (i) supra decorre do surgimento de um acionista controlador a partir de um capital social até então pulverizado, situação na qual inexistente controle majoritário estabelecido (salvo pelo exercício em conjunto, por um grupo de pessoas) e um dos integrantes de tal bloco, ou um agente externo, acaba por dar ensejo à tomada de controle e centralização do poder em suas mãos pela aquisição de participações minoritárias. Já a hipótese indicada no item (ii), diz respeito à transferência de controle pelo acionista controlador, a um terceiro.

Vale mencionar aqui, conforme regra contida no §1º do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, a possibilidade de alienação do controle por etapas, ao longo do tempo, como resultado de uma sucessão de negócios jurídicos encadeados. Referido parágrafo do artigo 254-A elenca um rol não exaustivo, com operações que podem caracterizar a alienação do controle acionário, de forma direta, indireta ou em etapas, seja através da negociação das próprias ações ou de valores mobiliários conversíveis em ações. Importante frisar que a alienação dos valores mobiliários conversíveis em ações não caracteriza, por si só,

---

<sup>52</sup> O Novo Mercado é um segmento de listagem criado pela BOVESPA, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disclosure adicionais, em relação ao que é exigido pela legislação.

a alienação do controle, sendo necessária a sua efetiva conversão em ações para exercer os direitos de voto neles contidos.

A alienação por etapas é similar ao modelo americano denominado *Multistep Acquisition*, na qual o interessado em adquirir o controle compra privadamente um bloco significativo de ações, em seguida lança uma oferta pública para adquirir as ações dos minoritários no mercado e, por fim, realiza uma fusão ou incorporação.

Não há nenhuma dúvida quanto à necessidade de realização de OPA nos casos de *aquisição derivada* do controle acionário, quando este passa de um antigo controlador, devidamente identificado, para um novo. Na hipótese da alienação por etapas, surge uma dificuldade quando a companhia apresenta o controle fragmentado ou minoritário. Suponhamos um caso de *aquisição originária*, quando o controle não é transferido de um antigo controlador para outro, mas quando a aquisição resulta da formação, no patrimônio do novo controlador, de um bloco de controle que não existia no patrimônio de outra pessoa ou grupo. Forma-se o controle, assim, por aquisições sucessivas no mercado, pela assinatura de um acordo de acionistas (art. 118<sup>53</sup> da LSA), ou mediante oferta pública para aquisição do controle (art. 257 da LSA).

Da interpretação isolada do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, concluímos que se estabelece a obrigatoriedade da realização de OPA tão somente na hipótese de aquisição secundária (ou derivada) do controle, conforme se observa na redação dada ao “*caput*” do dispositivo, transcrito abaixo. O professor Carlos Augusto Junqueira também expõe que “*a aquisição originária de controle não exige a realização de oferta pública de extensão aos minoritários*”, caracterizando como originária a aquisição, quando não existir “*um bloco de controle, vindo a ser formado, mediante oferta de compra de ações no mercado, por parte de terceiro (ou acionista), que passará a controlar a companhia.*”<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> Artigo 118 da LSA: “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”.

<sup>54</sup> *ob. cit.*, pág. 264.

Tratando-se de aquisição originária, o entendimento da CVM<sup>55</sup> é no sentido de não ser obrigatória a realização de OPA. Ou seja, pelo artigo 254-A da LSA e respectiva interpretação pela CVM, para que seja obrigatória a OPA deve ter existido previamente um bloco de controle, e o preço da oferta pública deve ser calculado sobre o valor pago pelas ações do bloco de controle. Por outro lado, também seguindo orientação da CVM conforme sua prática de atuação, o artigo 254-A não exige que o controle tenha sido adquirido mediante a alienação de todas as ações integrantes do bloco de controle, sendo caracterizada a aquisição do controle mesmo mediante parte das ações de um ou alguns integrantes do bloco e as demais adquiridas de outro modo.

Referimo-nos aqui ao processo que envolveu as companhias Mittal Steel Company N.V. (“Mittal”), Arcelor Brasil S.A. (“Arcelor Brasil”) e Acesita S.A. (“Acesita”), em 2006. O caso começou quando a Mittal divulgou comunicado, em 27 de janeiro de 2006, sobre a intenção de realizar uma oferta pública de aquisição de controle da Arcelor S.A. (“Arcelor Europa”), companhia sediada em Luxemburgo e controladora indireta de Arcelor Brasil e Acesita. Referida oferta compreenderia também uma OPA aos acionistas destas duas últimas companhias. Após duas ofertas mal sucedidas, finalmente o conselho de administração da Arcelor Europa recomendou aos acionistas que aceitassem a oferta revisada da Mittal em 25 de junho de 2006. Com isso, a Mittal adquiriu cerca de 92% (noventa e dois por cento) das ações da Arcelor Europa.

De acordo com as informações divulgadas pela Mittal e pela Arcelor Europa, a operação societária compreenderia, ainda, a posterior “fusão entre iguais” das duas empresas, que consiste na incorporação da Mittal pela Arcelor Europa. Estas companhias informaram ainda que, após a incorporação, nenhum acionista deteria mais de 50% (cinquenta por cento) do capital social da Arcelor-Mittal. Na data da oferta, foram divulgadas notícias pela imprensa em que se afirmava que Arcelor Europa e Mittal estudariam, em razão dos novos termos da oferta revisada, a necessidade ou não de realização de OPA aos acionistas da Arcelor Brasil e da Acesita. Em seguida, as companhias manifestaram entendimento, através do fato relevante de 05 de julho de 2006, no sentido de que não havia necessidade de realização de OPA aos

---

<sup>55</sup> Manifestação do Diretor Wladimir Castelo Branco, relator do processo administrativo CVM RJ nº 2006/6209: “A única interpretação que me parece fazer sentido é a de que o art. 10 [do estatuto social] previu para a Arcelor Brasil uma OPA – inexistente na atual legislação – para o caso de uma aquisição originária de controle de sua controladora final, conferindo aos acionistas minoritários da companhia brasileira o direito de ‘retirar-se’ pelo mesmo preço oferecido aos acionistas da Arcelor”.

acionistas minoritários da Arcelor Brasil e da Acesita. Porém, o estatuto da Arcelor Brasil estabelece que a “aquisição de ações que assegurem o controle da controladora final da Arcelor Brasil determina a obrigação de realizar OPA aos seus acionistas minoritários”, e por meio deste dispositivo a área técnica da CVM solicitou esclarecimentos sobre as razões que levaram ao entendimento das companhias de que seria desnecessária a realização da OPA.

O pedido fundamentava-se especialmente no fato de que a aquisição da Arcelor Europa pela Mittal deu-se de forma originária (tendo em vista que a Arcelor Europa tinha o capital social extremamente diluído, sem controle definido,), não se enquadrando, portanto, na obrigatoriedade do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas reproduzida no estatuto social da Arcelor Brasil. A CVM manifestou-se declarando que a Mittal, na qualidade de adquirente do poder de controle indireto da Arcelor Brasil, tinha o dever de cumprir com a obrigação prevista no estatuto da companhia. No entanto, quanto a Acesita, não foi exigida a realização de OPA. No entendimento das áreas técnicas da CVM, o estatuto da Arcelor Brasil foi além do que estabelece o artigo 254-A da lei societária. A redação do estatuto da Arcelor Brasil estabelece que a “aquisição do controle” implica na necessidade de OPA aos acionistas minoritários, estendendo este direito mesmo no caso da companhia não ter um controle pré-definido que possa ser alienado. Por lei, a mesma OPA somente seria obrigatória quando da realização de um negócio jurídico de alienação de controle pré-definido.

Assim, determinaram as áreas técnicas da CVM, por meio do ofício 99/2006, a realização de OPA apenas aos acionistas minoritários da Arcelor Brasil. Segundo o entendimento das superintendências, a Mittal adquiriu o controle indireto da Arcelor Brasil e por isso tem o dever estatutário de realizar a OPA. Quanto à Acesita, entendeu a área técnica que não havia a obrigação de ser realizada a OPA, tendo em vista que não houve alienação de controle (afastando-se a aplicação do artigo 254-A da Lei 6.404/76) e o fato de que esta sociedade não possuía dispositivo estatutário como o da Arcelor Brasil.

A interpretação do 254-A pelo mercado e também pela CVM, sempre foi polêmica. A redação do artigo é ampla e deixa espaço para interpretações. As principais polêmicas criadas pelo artigo são: (i) as situações envolvendo o controle compartilhado; a (ii) definição do preço de aquisição do controle na aquisição de grupos de empresas, e (iv) aquisições através de incorporação.

Como se sabe, o controle de uma sociedade pode ser detido por um único acionista, ou por um grupo de acionistas com interesses convergentes, vinculados ou não por um acordo formal que regule o exercício do poder de controle. Por muito tempo permaneceu a dúvida, na doutrina e na jurisprudência, se a cessão da participação de qualquer componente do grupo de controle caracterizava ou não alienação de controle, para os fins e efeitos dispostos na legislação societária. Importante também tal definição, de forma a possibilitar maior previsibilidade de cálculo de valor na alienação de controle. A reforma da Lei nº 6.404/76 pela Lei nº 10.303/01 visava, dentre outras alterações, por fim ao problema da alienação do controle compartilhado dando nova redação ao artigo 254 (atual 254-A), que confirmou em seu parágrafo 1º constituir alienação de controle a cessão da participação de qualquer componente do grupo.

Ainda que pese a orientação do parágrafo 1º do artigo 254-A, no sentido de que caracteriza alienação de controle a transferência das ações de qualquer integrante do bloco, surgem situações práticas sobre as quais novamente se debate sobre a necessidade de realização de oferta pública para a aquisição de referidas ações. Citamos como exemplo a decisão do colegiado da CVM, datada de 11.07.2007, proferida em recurso contra decisão da SRE - Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - que determinou não ser obrigatória a realização de OPA da COPESUL - Companhia Petroquímica do Sul - para a alienação da participação de acionista integrante do bloco controlador (Reg. nº 5533/07). A COPESUL era controlada pelas sociedades Braskem e Ipiranga, unidas por acordo de acionistas, com participação idêntica de 29,46% do capital votante. Mediante negócio oneroso, a Braskem adquiriu a participação detida pela Ipiranga (indiretamente, através da IPQ). A SRE entendeu que por já ser a Braskem detentora do controle, não poderia adquirir este poder, mas apenas consolidar seu controle, o que afasta a obrigação de realizar OPA por alienação de controle, na forma do art. 254-A da Lei nº 6.404/76.

O Colegiado da CVM, que contou com a participação do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, do Diretor-Relator Eli Loria e da Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, manifestou-se favoravelmente à decisão da SRE. A decisão do Colegiado, porém, não foi unânime, tendo o voto do Presidente como vencido. Vejamos, em primeiro lugar, as considerações formuladas no voto do Relator, para justificar a dispensa de realização de OPA para alienação das ações da IPQ no caso COPESUL:

*“A Instrução CVM nº 361/02, em seu artigo 29, traz as hipóteses de incidência, objeto e preço das ofertas públicas por alienação de controle de companhia aberta e, em seu §4º, entende por “alienação de controle” a alienação de valores mobiliários com direito a voto realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pela qual um terceiro adquire o poder de controle da companhia, remetendo ao art. 116 da Lei nº 6.404/76.*

*Assim, as características da alienação do controle acionário que obrigam a realização de oferta pública são duas: (i) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa diversa do anterior detentor do controle e (ii) que a transferência de ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus tanto para o alienante quanto para o adquirente.*

*Claro que a análise de uma operação de alienação de controle é feita caso a caso, assim demonstrado pela redação do §5º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/02 que informa aos entes jurisdicionados que a CVM poderá impor a realização de OPA sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.*

*Cabe verificar, portanto, se ocorreu, a par da alienação de valores mobiliários, direta ou indireta, também a aquisição de um poder sobre as atividades da companhia, a luz do §4º do art. 254-A.*

*(...) Destarte, para que ocorra a alienação do controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador<sup>56</sup>. Tal questão ganha ainda mais perspectiva se verificarmos que o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses.*

*No caso em comento, as empresas signatárias de Acordo de Acionistas, BRASKEM e IPQ, detinham participações paritárias e o controle da COPESUL era exercido pela comunhão de vontades das duas sociedades.*

*Assim, como nenhuma das duas empresas exercia isoladamente o controle da COPESUL, tem-se que a IPQ alienou valores mobiliários para a BRASKEM, mas não o poder de controle, pois não detinha o mesmo, pelo menos não em sua plenitude.”*

---

<sup>56</sup> Cf. F. K. Comparato, *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1995, p.79.



E nesse sentido, proferiu o voto:

*“Diante do exposto, não vislumbrando quaisquer indícios da ocorrência de fraude ou simulação, voto pela manutenção da decisão da SRE, entendendo que aquisição de ações de emissão da COPESUL, ora sob exame, não enseja a realização de oferta pública nos termos do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, por caracterizar-se como consolidação do controle nas mãos do controlador BRASKEM, que, de fato, já exercia o controle em conjunto e em condições igualitárias com a IPQ. É o Voto.”*

O Presidente, vencido, apresentou considerações adicionais para justificar seu voto, defendendo a obrigatoriedade de realização de oferta pública para aquisição de ações, no caso sob análise. Parte de interpretação diversa da adotada na decisão proferida pelo Colegiado da CVM quanto à palavra ‘terceiro’, contida no parágrafo 4º do artigo 29 da Instrução CVM nº 361/02, que diz:

*“Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um **terceiro**, ou um **conjunto de terceiros** representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76”.*

O conceito trazido pela Instrução CVM nº 361/02, leva à interpretação da lei quanto a alguns pontos relevantes. Dentre eles, que a alienação do controle seja feita à terceiro. Outro requisito inserido na redação da Instrução supra, é que a alienação seja feita pelo controlador ou *integrante do grupo de controle*. Merece destaque, nesse ponto, trecho das considerações apresentadas pelo Presidente do Colegiado da CVM para esclarecer o seu voto:

*“(…) poder-se-ia argumentar que o conceito de terceiro, no §4º do art. 29, afastaria o de um outro integrante do bloco de controle. Terceiro, nessa acepção, seria alguém totalmente estranho ao controle. A SRE sustentou esse ponto de vista, mas ele não me parece correto. A meu juízo, a referência a terceiro deve ser interpretada como uma mera explicitação da distinção de sujeitos sem a qual não se*

*pode falar em alienação, e até mesmo como esclarecedora do fato de que a alienação a uma pessoa controlada pelo controlador alienante não obrigaria à realização da OPA. Até porque, se o conceito da lei abranger a hipótese de alienação dentro do bloco de controle, a CVM não pode afastá-la por mera Instrução.*

*Mas há um outro ponto de interpretação, explicitado no conceito do §4º do art. 29 da Instrução 361/02, que aponta na direção de que a alienação por um membro do bloco de controle para outro, naquilo que se poderia chamar de consolidação, ou cristalização do controle, poderia resultar na obrigação de realizar a OPA.*

*(...) parece muito razoável concluir que, ao acrescentar uma referência explícita às ‘pessoas integrantes do grupo de controle’, dentre os alienantes possíveis, a Instrução 361 tenha deixado expresso o entendimento de que a venda de ‘ações integrantes do bloco de controle’, ‘vinculadas a acordos de acionistas’, como previsto no art. 254-A da Lei das S.A., pode redundar na alienação de controle, mesmo quando a venda não seja feita pelo ‘acionista controlador’, mas sim por ‘pessoas integrantes do grupo de controle’.*

*(...) Em outras palavras: a lei não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha.”*

Em que pesem as considerações acima, o Presidente não é absolutamente contundente em sua crítica quanto à dispensa de realização de oferta pública para a aquisição das ações, o que podemos verificar em trecho de seu voto transcrito abaixo. Tampouco está confortável em proferir voto dispensando a realização de oferta pública para aquisição de participação integrante do bloco de controle. Mas podemos concluir, de todo o exposto, que nenhum prejuízo foi verificado pela não-realização de oferta pública para a aquisição das ações detidas pela IPQ na COPESUL. Caso contrário, muito provavelmente seria diversa a decisão tomada pelo Colegiado da CVM.

*“Concluir pela não obrigatoriedade de OPA em casos de consolidação do controle dentro do bloco não é, certamente, adotar a decisão mais simpática. E certamente este não é o voto que eu mais gostaria de dar. De lege ferenda, me parece que a alienação de participações relevantes, conforme percentual previsto em lei ou no Estatuto, deveria gerar a obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas, através da realização de OPA. Isto contribui para que o valor das ações de uma companhia aberta seja estabelecido pelo mercado de maneira mais adequada, sem prêmios ou descontos economicamente pouco justificáveis,*

*decorrentes de direitos não expressos nos títulos, mas sim inerentes ao exercício do poder.*

*Mas o fato é que, de lege lata, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscriptor alienante perante os demais.”*

Igualmente polêmica é a hipótese de alienação de controle em companhia na qual este poder é exercido em bloco por alguns acionistas com participação societária mais relevante (porém não majoritária, a qual não lhes confere o poder de, individualmente, tomar qualquer decisão), não vinculados por acordo de acionistas, com o restante do capital pulverizado no mercado. Trata-se da alienação do “controle minoritário”, ou do “controle de fato” que já mencionamos acima. Como vimos, a Lei das Sociedades Anônimas não fixou um percentual determinado de ações para caracterizar o controle, o que dificulta a verificação, no caso concreto, se está sendo alienado o controle da companhia em determinada operação para fins de aplicação das regras contidas em lei.

Não obstante as divergências doutrinárias sobre a aplicação do art. 254-A em uma alienação de fato (controle minoritário) e não de direito (controle majoritário), pelo que consta, não há registro de caso no Brasil de alienação de controle minoritário ensejando o *tag along*. Entretanto, no segundo semestre de 2009, o colegiado da CVM analisou, pela primeira vez, a possibilidade de aplicação do art. 254-A na hipótese de alienação de controle exercido com participação inferior à maioria absoluta do capital votante. Em todas as oportunidades anteriores em que a CVM se pronunciou sobre a interpretação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, os membros do Colegiado sempre mantiveram a posição de que esse artigo só se aplicaria no caso de alienação de uma participação superior a 50% (cinquenta por cento) do capital votante (o chamado “controle de direito” ou “controle majoritário”).

O processo em que houve manifestação de forma diversa por parte da própria Comissão de Valores Mobiliários, foi o Processo CVM RJ 2009/1956, no qual o Colegiado da CVM entendeu pela incoerência de alienação do controle indireto da Tim Participações S.A.

("Tim") à Telco S.p.A. ("Telco") e, conseqüentemente, pela desnecessidade de realização de oferta pública de aquisição de ações ("OPA").

A discussão teve origem a partir de uma série de operações ocorridas ao longo de 2007, que resultaram na aquisição, pela Telco, de 100% do capital da Olimpia, que exercia o controle de fato da Telecom Itália com 17,99% de participação no seu capital, na medida em que vinha elegendo a maioria dos seus administradores e detendo a maioria dos votos presentes nas assembléias gerais da Telecom Italia. A Telecom Itália, por sua vez, encontrava-se na posição de controladora indireta da Tim.

Alegou-se, na época, que a venda da Olimpia para a Telco teria resultado na transferência indireta do controle da Tim, o que exigiria a realização de OPA por alienação de controle, nos termos do artigo 254-A da lei societária. Mas o recurso interposto pela Telco S.p.A. foi acatado por maioria dos votos formado pelos Diretores Maria Helena Santana, Eli Loria e Otávio Yazbek<sup>57</sup>, restando ao final desobrigada de observar as regras daquele dispositivo legal para a aquisição das ações. A grande novidade do caso, porém, foi a identificação de posições distintas entre os membros do Colegiado da CVM sobre a extensão da interpretação daquela norma (artigo 254-A da Lei nº 6.404/76).

No mérito, o Diretor Relator concluiu pela manutenção da decisão da Superintendência de Registro de Valor Mobiliário, pois entendeu ter restado configurada alienação de controle minoritário exercido de modo indireto, tendo sido acompanhado pelo Diretor Marcos Pinto. De outro lado, a Presidente Maria Helena Santana, o Diretor Otavio Yazbek e o Diretor Eli Loria manifestaram-se pela inexigibilidade de realização de OPA. A Presidente assim concluiu com base no fato de que pela lei italiana não haveria

---

<sup>57</sup> [Ata de 28/07/2009](#) - "A referida decisão do Colegiado acatou, por maioria, o recurso interposto pela Telco S.p.A. ("Telco") e concluiu pela inexigibilidade de realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações ("OPA") de emissão da TIM Participações S.A. ("TIM Participações")."

[Ata de 15/07/2009](#) - "Trata-se de recurso apresentado por Telco S.p.A. ("Telco") contra decisão do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"), nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/14344, que concluiu pela obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição ("OPA") de ações de emissão da TIM Participações S.A. ("TIM Participações") pela Telco, como requisito para a alienação indireta do controle da Companhia, nos termos do art. 254-A da Lei nº 6.404/1976."

[Ata de 03/02/2009](#) - "Trata-se de pedido da Telco S.p.A., sociedade por ações constituída de acordo com as leis da Itália relativa à decisão do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários - SRE ao MEMO/SRE/GER-1/nº 12/2009 que determinou a realização de oferta pública de aquisição de ações ordinárias - OPA de emissão da Tim Participações S.A., em virtude da alienação do controle de fato da sua controladora indireta Telecom Italia, nos termos do artigo 254-A da Lei 6404/76."

obrigatoriedade de realização de OPA. O Diretor Otavio Yazbek entendeu não ter restado configurado controle de fato, ao passo que o Diretor Eli Loria entendeu que o art. 254-A somente exige a realização de OPA nos casos de alienação de bloco superior a 50%.

Conforme se infere da aludida decisão do Colegiado da CVM, vimos que não há consenso sobre o tema entre os diretores da CVM, portanto não podemos desconsiderar que em outro caso de alienação de controle de fato o colegiado da CVM venha a adotar outra posição.

Estes exemplos polêmicos que destacamos acima, sobre os quais a CVM se pronunciou de forma não unânime, mais uma vez nos indicam a importância de se identificar, além da legalidade do poder de controle, a efetividade do exercício deste poder e a legitimidade sobre o qual ele está fundado. Estas seriam, portanto, as bases para o perfeito reconhecimento do controle societário na esfera jurídica, e aplicação dos procedimentos e conseqüências cabíveis.

Diante das divergências doutrinárias e práticas em relação às regras das companhias abertas, verificamos que o conceito sobre a alienação de controle para fins de cumprimento do contido nos artigos 254-A da leis societária e 29 e 30 da Instrução CVM nº 361/02, vem sendo discutido face à evolução do mercado de capitais no Brasil. Recentemente, como vimos acima, houve pela primeira vez uma análise do Colegiado da CVM<sup>58</sup> em que um dos diretores afirmou que a oferta pública se aplicaria para transferência do controle minoritário. Embora o voto daquele diretor tenha sido vencido, caso outros membros do Colegiado da CVM passem a entender da mesma forma em um determinado caso concreto, pode haver decisão colegiada requerendo o registro da OPA por alienação do controle de fato, ou minoritário.

## **6.2 *Tag along.***

O artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas impõe, como condição resolutiva ou suspensiva à contratação da alienação do controle da companhia aberta, que o adquirente, além de realizar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas, por

---

<sup>58</sup> Caso Telco S.p.A.

suas ações lhes pague o preço mínimo de 80% (oitenta por cento) do preço pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle. Trata-se do direito de venda conjunta dos minoritários na alienação de controle da companhia, ou, conforme expressão criada pelo direito norte-americano, também nos referimos a este direito como *'tag along'*:

*“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.*

(...)

*§4º - O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.”*

O *tag along* assegura maior proteção ao acionista minoritário e evita que grupos controladores recebam grandes ofertas pela venda de suas ações, sem que os outros detentores de ações ordinárias (com direito a voto) sejam também beneficiados. A critério das companhias, algumas estendem, voluntariamente, o direito de venda conjunta também aos detentores de ações preferenciais e/ou asseguram aos detentores de ações ordinárias um preço superior aos 80% previstos em lei.

Com relação ao prêmio pago aos acionistas minoritários, cuja faculdade está definida no parágrafo 4º do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, tecemos breves esclarecimentos. O pagamento do prêmio não é procedimento alternativo à realização de oferta pública de aquisição de ações, que é obrigatória de acordo com a redação de referido artigo, mas se trata de faculdade conferida ao adquirente do controle, que, se assim o desejar, deverá adotar cumulativamente com a oferta pública e fazer constar expressamente do edital de oferta pública. Tal prêmio pode ser vantajoso tanto para o adquirente do controle, uma vez que isso lhe permite desembolsar menos recursos, quanto para o acionista minoritário, que pode receber uma parte do ágio pago na alienação de controle sem precisar de desfazer de suas ações. A regulamentação do prêmio para permanência como acionista está na Instrução CVM 361/02, mais precisamente em seu artigo 30:

***“Oferta de Prêmio para permanência como acionista***

*Art. 30 - Na forma do § 4º do art. 254-A da Lei 6.404/76, o adquirente do controle acionário poderá oferecer aos acionistas minoritários destinatários da OPA um prêmio no mínimo equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.*

*§1º - Oferecida tal faculdade, os acionistas poderão manifestar, no leilão da OPA, sua opção por receber o prêmio, ao invés de aceitar a OPA, entendendo-se que todos os acionistas que não se manifestarem aceitam e fazem jus ao prêmio.*

*§2º - Por valor de mercado, para efeito da apuração do prêmio a que se refere o "caput", entender-se-á a cotação média ponderada das ações objeto da oferta, nos últimos 60 (sessenta) pregões realizados antes da divulgação do aviso de fato relevante que der notícia da alienação do controle.*

*§3º - Na hipótese da OPA abranger o prêmio de que trata o "caput", o instrumento deverá discriminar o prazo durante o qual o pagamento do prêmio ficará à disposição dos acionistas, o qual não poderá ser inferior a 3 (três) meses, bem como a instituição financeira encarregada do pagamento, com indicação das agências aptas a realizar o pagamento aos acionistas, às quais deverão localizar-se, no mínimo, na localidade da sede da companhia e da bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado em que as ações fossem admitidas à negociação, e nas capitais de todos os estados do País.*

*§4º - A requerimento do ofertante a CVM poderá deferir a oferta de prêmio diverso daquele referido no "caput", desde que:*

- I. permaneça facultada aos destinatários da oferta a aceitação da própria OPA;*
- II. seja concedida aos aceitantes da oferta de prêmio a faculdade de que trata o § 2º do art. 10, abatendo-se do preço devido em caso de exercício da faculdade a quantia que já houver sido recebida como pagamento do prêmio; e*
- III. as condições da oferta de prêmio sejam equitativas.”*

A oferta do prêmio de permanência beneficia todos os acionistas que não aceitaram a OPA para alienação de controle. Outorga-se o prêmio pela conduta juridicamente relevante de não-aceitação da oferta obrigatória por alienação de controle. Tanto o *tag along*, como o prêmio de controle, são mais alguns mecanismos trazidos pela nossa legislação para a proteção dos acionistas minoritários frente aos possíveis abusos dos acionistas controladores.

### **6.3 Demais modalidades de ofertas públicas de ações previstas em lei.**

Alienação do controle de companhia dependente de autorização governamental (artigo 255) - A partir da regra contida no artigo 255 da Lei nº 6.404/76, verificamos a preocupação do legislador quanto aos interesses ligados à política econômica e social do Estado: “*A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto.*” Conforme disposto no artigo 1º da Instrução CVM nº 131 de 17.08.1990, o descumprimento da regra aqui contida é considerada infração grave, ensejando a aplicação de penalidades ao controlador que não observar a regra. Este é o dispositivo aplicado, por exemplo, nos casos de alienação de controle acionário de instituições financeiras<sup>59</sup>, que dependem de autorização do Banco Central do Brasil para funcionar. O interesse em jogo neste dispositivo não é, especificamente, o dos investidores do mercado de capitais, e sim, o interesse público em sentido amplo.

Aquisição de controle mediante oferta pública voluntária (artigo 257) - As ofertas públicas de aquisição de ações, segundo sua origem, podem ser classificadas em (i) obrigatórias, caso decorram de mandamento legal, ou (ii) voluntárias, quando derivam da iniciativa do ofertante, sem que sua realização seja imposta pela Lei das S.A. ou por regulamentação expedida pela CVM. O inciso IV do artigo 2º da Instrução CVM nº 361/02, define a oferta pública voluntária como sendo aquela que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos para as OPAs obrigatórias. Ainda que voluntária, uma vez escolhida esta via para a aquisição do controle da companhia, o ofertante fica obrigado a adotar todos os procedimentos legais e regulamentares exigidos para esse tipo de oferta pública.

A OPA voluntária, ainda que formulada pelo acionista controlador e tenha por objeto a aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado, não está sujeita a prévio registro na CVM (a não ser que envolva permuta de valores mobiliários), podendo ser lançada diretamente pelo ofertante, mediante a publicação do respectivo edital. Não poderia, porém, ficar isenta de regramento, portanto aplicam-se às ofertas públicas voluntárias, as mesmas

---

<sup>59</sup> Parecer CVM/SJU n. 002/83.



regras gerais estabelecidas para as OPAs obrigatórias, conforme artigo 31 da Instrução supra referida. Dentre as regras gerais, citamos aqui os princípios enumerados nos incisos I a IX do artigo 4º da mesma Instrução na realização de uma OPA:

*“I – a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA;*

*II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA;*

*III – quando for o caso (art. 2º, § 1º), a OPA será previamente registrada na CVM, segundo a modalidade adequada;*

*IV – a OPA será intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento;*

*V – a OPA será lançada por preço uniforme, salvo a possibilidade de fixação de preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo laudo de avaliação da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada;*

*VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, conforme estabelecido nesta Instrução;*

*VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se, tratando-se de OPA voluntária ou para aquisição de controle, que não estejam sujeitas a registro, for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso;*

*VIII – a OPA poderá sujeitar-se a condições, cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas; e*

*IX – a OPA será imutável e irrevogável, após a publicação do edital, exceto nas hipóteses previstas no art. 5º.”*

A OPA disciplinada no artigo 257 da Lei nº 6.404/76, tem como pressuposto o apelo ao público que faz aquele que deseja adquirir o controle de determinada companhia aberta. Verifica-se, portanto, possuir tal oferta caráter eminentemente facultativo e voluntário, uma vez que não decorre de exigência legal e existem outros meios para viabilizar a aquisição de controle. Trata-se de oferta pública mediante a qual o ofertante pretende, através da aquisição das ações pertencentes a diversos acionistas, assumir o controle de determinada companhia que ainda não possua um centro de poder verificado em um acionista ou grupo

controlador previamente definido. A oferta pública regradada nos artigos 257 a 263 da lei acionária permitem, como se vê, que o controle acionário de companhias nas quais se verifica o fenômeno da “pulverização do controle”, seja adquirido no mercado sem negociação prévia com os seus principais acionistas.

Do texto legal transcrito abaixo, verificamos que, quanto à sua finalidade, a OPA em questão se divide em duas espécies: (i) para aquisição do controle acionário por ofertante que ainda não é acionista da companhia alvo, ou não dispõe da quantidade de ações necessária a lhe assegurar o controle; ou (ii) para reforço do poder de controle por ofertante que já é titular de ações que lhe assegurem o controle acionário, mas deseja passar a reter ações representativas de mais de 50 % (cinquenta por cento) do capital votante, consolidando assim o seu poder:

*“Art. 257 - A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.*

*§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.*

*§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.*

*§ 3º Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.*

*§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.”*

A exigência de instituição financeira para a intermediação de oferta pública voluntária visando a aquisição de bloco de ações de controle, tem fundamento no fato de ser parte garantidora do negócio de oferta pública, conferindo-lhe não somente maior seriedade, como também assegurando ao mercado a viabilidade econômica do cumprimento da proposta pública expedida pelo ofertante. Evita-se, assim, o surgimento de ofertas temerárias ou meramente especulativas, as quais, além de perturbarem o mercado, afetam a imagem da companhia visada e podem causar danos patrimoniais aos eventuais acionistas aceitantes da oferta.

A oferta pública de aquisição de ações aqui referida, ora constitui uma das modalidades de concentração de empresas, ora de concentração do próprio controle, podendo se revestir do aspecto amigável, ou agressivo. No último caso aqui referido, a oferta é lançada sem o conhecimento e contra a vontade dos atuais controladores, aos quais é conferido o direito de contra-atacar mediante a publicação de oferta concorrente, prevista no artigo 262 da lei societária. São objeto da oferta pública voluntária prevista nesse capítulo, todas as ações votantes.

#### **6.4 Direitos dos acionistas não controladores**

Faz-se necessário proteger os acionistas minoritários, identificados aqui como todos aqueles que não fazem parte do controle da companhia. Ainda que o texto legal coíba as práticas abusivas e imponha ao controlador a obrigação de observar o interesse social e não violar os direitos dos minoritários, previstos em lei e nos estatutos das companhias, os acionistas minoritários são constantemente excluídos, de forma legítima, das tomadas de decisão para a definição dos rumos a serem tomados pela sociedade. A estabilidade do poder de controle não é contrária às regras societárias e, na prática, não é simples a identificação do exercício abusivo deste poder para a responsabilização do controlador e ressarcimento dos minoritários por eventual prejuízo sofrido.

Ainda que esteja longe de ser o único interesse envolvido no negócio, como visto acima, os direitos dos acionistas não controladores continuam sendo o grande tema da discussão atual em matéria de cessão de controle acionário. A legislação societária e regulamentação da CVM e da BOVESPA, analisadas em conjunto, visam especialmente a proteção dos acionistas não-controladores, pela instituição de regras de conduta, responsabilidades e sanções aos controladores na prática de eventuais abusos. Dessa forma, é assegurado aos minoritários o tratamento merecido, na qualidade de investidores da companhia.

Na prática, verificamos a existência de uma grande quantidade de demandas judiciais movidas contra os controladores de companhias por prejuízos causados aos minoritários. Estes abusos causam ainda, de forma indireta, significativo impacto no desenvolvimento econômico da região em que estão sediadas as companhias. Não se pode

negar que investidores seguros e protegidos realizam mais e maiores investimentos no mercado de capitais, desempenhando assim papel fundamental de financiadores do crescimento econômico do país. Porém, ainda há a necessidade de diversas medidas legais e administrativas para que se alcance um nível ideal de proteção contra as práticas de abuso de poder de controle.

O modelo brasileiro de controle acionário tem, por característica, a concentração de um enorme poder: o poder de eleger a maioria dos membros do conselho de administração e do conselho fiscal e, através do primeiro, o poder de escolher os diretores executivos da companhia e fiscalizá-los. Em outras palavras, o controlador, sozinho, fixa a orientação geral dos negócios, fiscaliza a sua gestão, tem acesso, quando julgar necessário, aos livros e papéis da companhia, convoca a assembléia geral sempre que julgar conveniente, autoriza a alienação de bens do ativo permanente, dentre outras importantes atribuições previstas nos incisos I a IX do artigo 142 da Lei nº 6.404/76.

É certo, portanto, que toda essa somatória de poder, ao ser transferida de um poder dividido para outro concentrado, ou de um poder concentrado para outro, com diferentes características, provavelmente significará mudanças e alterações no rumo e na orientação geral dos negócios. Não tendo o poder de se opor contra a operação, a lei concede ao minoritário, por meio do dispositivo contido no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, o direito de optar pela saída da sociedade, na dúvida do que poderá ocorrer com relação à política do novo controlador.

Atualmente, em nossa legislação, não é permitido aos acionistas dissidentes da companhia cujo controle foi cedido, o direito de recesso, o qual não lhes poderia ser recusado caso se tratasse de uma incorporação ou de uma fusão. Porém, através do mecanismo do *'tag along'* previsto abaixo, tem o acionista não controlador um mecanismo de proteção, caso a alienação deste poder na companhia em que tenha participação não seja de seu interesse. Há uma certa tendência, em alguns países desenvolvidos do Ocidente, a assegurar a todos os acionistas, na hipótese de transferência de controle, uma igualdade de tratamento<sup>60</sup>.

---

<sup>60</sup> A lei e a jurisprudência dos Estados Unidos assentaram alguns preceitos importantes em matéria de proteção dos acionistas não-controladores na cessão de participação acionária. Citamos como exemplo a proibição do *'insider trading'*, hoje também prevista em nossa legislação, mais especificamente na Instrução CVM nº 358/02, a qual dispõe em seu artigo 13 quem são os *'insiders'* e, no §1º de referido artigo, proíbe a negociação de valores

O procedimento da oferta pública de ações previsto no artigo supra citado para a aquisição do controle de companhia de capital aberto, varia de país a país, mas todos têm em vista a proteção e um tratamento justo aos acionistas não controladores, que se encontram em posição de desvantagem neste tipo de operação. No caso brasileiro, a regra contida no artigo 254-A, também conhecida como *'tag along'* (ou *'direito de venda conjunta'*), como visto acima, pretendeu conferir a possibilidade de uma *'compensação'* à quebra da estabilidade do quadro acionário. Quando esta estabilidade é perturbada, permite-se ao acionista minoritário alienar suas ações por um preço determinado em lei. Por sua vez, justificável ter o legislador desagiado o valor a ser pago aos minoritários, uma vez que a aquisição do poder tem embutido um significativo valor intangível. Quando gera poder estável sobre a empresa, o controle representa o valor empresarial.

Ao longo da vigência da obrigatoriedade da oferta pública no caso de alienação de ações do bloco de controle, os tribunais se manifestaram sobre casos relevantes ligados à matéria. A decisão mais interessante e importante sobre a matéria, refere-se à competência da CVM de examinar e aprovar o negócio de alienação de bloco de ações de controle, na qual aquela agência governamental foi condenada a reparar o dano do minoritário prejudicado pelos prejuízos sofridos, no âmbito da responsabilidade objetiva. Não se trata, nesse caso, de responsabilização do acionista controlador, conforme comumente ocorre. Segue transcrita a ementa da mencionada decisão do Tribunal Federal de Recursos<sup>61</sup>:

*“Responsabilidade civil. Garantia dos acionistas minoritários. Oferta pública de aquisição de ações. Aprovação indevida pela CVM. Indenização. A Comissão de Valores Mobiliários responde civilmente por prejuízos sofridos por acionistas minoritários de empresa aberta que tem seu controle acionário adquirido, ao provar oferta de aquisição de ações desses sócios, sem obediência ao princípio do tratamento igualitário, previsto no artigo 254 da Lei nº 6.404/76.”*

Poder-se-ia argumentar, por outro lado, que os acionistas que desejam permanecer na sociedade são protegidos pelas regras societárias relativas à proteção dos minoritários e,

---

mobiliários da companhia por quem tenha conhecimento, em razão de sua função, de informação privilegiada sobre a companhia, antes que esta venha a ser divulgada ao mercado. Há razões de ordem econômica e de ordem ética que justificam a repressão ao uso privilegiado de informações por parte dos *insiders*.

<sup>61</sup> Ac. 140.587, em Apelação Civil do Rio de Janeiro, rel. Min. Dias Trindade, *in* Nelson Eizirik, *Sociedades anônimas*, cit., pág. 743 e ss.

portanto, não necessitariam da proteção especial a eles também conferida quando da alienação de controle. Não podemos confundir, porém, os interesses do minoritário como tal e seus interesses enquanto co-titular do interesse social, que objetiva a manutenção da empresa, de forma a assegurar a organização produtiva mais adequada.

É, ainda, indispensável definir com exatidão, para fins de proteção, os interesses de um acionista não controlador numa sociedade anônima, os quais podemos dividir, como já visto acima, entre interesse puramente especulativo e interesse ligado a uma aplicação rentável de recursos a longo prazo. Citamos como exemplo elemento causador de perturbação na economia legal, trazido pelo artigo 254-A, que prevê a tutela dos acionistas minoritários apenas nas cessões de controle de companhias abertas, em que existe liberdade de circulação das ações no mercado de capitais. Causa perturbação o fato de ser justamente nas companhias fechadas que o minoritário, muito mais frequentemente, se encontra bloqueado no sentido de não ter outro comprador para as suas ações senão o próprio controlador, que por elas costuma oferecer por um preço vil.

## **7. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Pudemos concluir, ao longo deste trabalho, que o poder de controle surge da possibilidade fática de comandar a atividade empresarial e dispor dos bens destinados ao escopo produtivo da empresa. Vimos que a distribuição interna das participações societárias detidas pelos sócios de determinada organização empresária, embora constitua um indicativo, pode ser insuficiente para a identificação do controlador da empresa. Isso porque, a legislação societária brasileira admite outras formas de controle que não diretamente relacionadas ao princípio majoritário, admitindo também a existência do controle minoritário e outras formas verificadas ao longo deste trabalho.

Desde o período anterior à Lei nº 6.404/76, até os dias atuais, questões relacionadas ao controle acionário suscitam diversas polêmicas tanto na doutrina, quanto na jurisprudência. A lei societária brasileira indica o caminho para a identificação do controle dentro de uma sociedade anônima. Porém, não conceitua o acionista controlador utilizando-se de valores concretos e/ou objetivos. Inerente a todo fenômeno de poder, ainda, está a questão da legitimidade, que pode ser entendida como o fundamento axiológico, a justificativa de

valor do poder. Para o reconhecimento do poder de controle dentro de uma estrutura societária é fundamental, portanto, que além da legalidade seja verificada também a legitimidade daquele poder. Vimos que o fundamento da legitimidade do poder de controle, dentro de um contexto econômico e como princípio básico a ser observado pelas leis do mercado, é o cumprimento de sua *função social*, conforme estabelecido no artigo 170, III da Constituição Federal de 1988.

As normas que limitam o poder de controle, geralmente estabelecem determinadas regras e condutas que devem ser observadas ou evitadas pelo controlador, de forma a não causar prejuízos aos acionistas minoritários ou ao mercado em que está inserida aquela companhia. Pelo mesmo motivo, operações societárias envolvendo o poder de controle da companhia, como na hipótese de sua alienação, exigem a observância de algumas formalidades adicionais. Se fizermos uma análise mais profunda dos objetivos destas normas, que em um primeiro plano aparentam querer proteger especificamente os acionistas não controladores daquela companhia (parte hipossuficiente da relação) veremos que, com uma abrangência muito maior, aquelas normas procuram fazer com que o detentor do poder de controle não o desvirtue do cumprimento de sua função social.

Vimos que quando eivado de legitimidade, ainda que reconhecido legalmente o poder torna-se antijurídico, por estar violando mandamento constitucional. E a sanção natural para o detentor de um controle exercido de forma antijurídica é a sua perda, a expropriação do controle. Muitos são os mecanismos, ainda, de limitação do poder de controle, de forma a evitar que o seu exercício seja abusivo, conforme os descrevemos ao longo do presente trabalho. Concluimos assim, diante de todo o exposto, que a principal questão em matéria de poder de controle passa a ser a forma de organização e instrumentalização da estrutura societária, de maneira que venha a atingir os seus objetivos fundamentais, e porque não dizer sociais, além da finalidade “egoística” de proporcionar lucro aos seus acionistas

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C; *with a new introduction by* Murray Weindenbaum & Mark Jensen. *The Modern Corporation & Private Property*. Estados Unidos da América: Transaction Publishers. 10ª ed., 2009.

BURNHAM, James. *The Managerial Revolution*. Londres: Penguin Books, 1962.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º volume: Artigos 75 a 137*. 4ª ed, rev. e atual. São Paulo: Ed. Saraiva, 2008.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3º volume: Artigos 138 a 205*. 4ª ed, rev. e atual. São Paulo: Ed. Saraiva, 2009.

COMPARATO, Fábio Konder. *A reforma da empresa*. São Paulo: Saraiva, 1990.

\_\_\_\_\_. *Estado, empresa e função social*. Revista dos Tribunais, ano 85, n. 732. São Paulo: out. 1996.

\_\_\_\_\_. *Função social da propriedade dos bens de produção*. Revista de Direito Mercantil, v. 63. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1983.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima, 5ª ed*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 2ª ed, rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4ª edição, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org>>  
Acesso em: abril, 2010.



LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 2ª ed, rev., atual. e ampl. São Paulo: Ed. Saraiva, 2008.

REQUIÃO, Rubens. *Sociedades anônimas*. In: *Curso de Direito Comercial*, 2º vol. São Paulo: Ed. Saraiva, 2007.

Revista Capital Aberto – Edição Fev 2010 – *Guia Prático Para as Instruções 480 e 481*.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência de Controle Acionário*, FMF, ed. 2004.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo e PRADO, J. E. de A. *Governança e o valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos do público*. São Paulo: Revista BOVESPA, n. 88, p. 42-43, out. -dez., 2003.