ANDRÉIA CRISTINA BEZERRA CASQUET

ALIENAÇÃO DE CONTROLE: LIMITAÇÃO DO PODER DO CONTROLADOR COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DE COMPANHIAS FECHADAS

DOUTORADO EM DIREITO COMERCIAL

Universidade de São Paulo
Faculdade de Direito
São Paulo, 2013

ANDRÉIA CRISTINA BEZERRA CASQUET

ALIENAÇÃO DE CONTROLE: LIMITAÇÃO DO PODER DO CONTROLADOR COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DE COMPANHIAS FECHADAS

Tese apresentada à Comissão Julgadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutora em Direito Comercial, sob a orientação da Professora Doutora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca.

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo, 2013

Banca Examinadora

_____

Orientadora: Profa. Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca

_____

_____

_____

_____

Sed quis custodiet ipsos custodes?

Decimus Iunius Iuvenalis

AGRADECIMENTOS

A Deus, por me fazer seguir em frente mesmo quando minhas forças pareciam se esgotar.

À Professora e Orientadora, Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca, pela disponibilidade em orientar-me, por dividir seus conhecimentos e por todos os ensinamentos que foram essenciais para a conclusão deste estudo.

Aos meus pais, por todo o esforço despendido no custeio de meus estudos e por tudo o que me fizeram ao longo da vida.

Ao meu amor, Pedro, por iluminar cada um dos meus dias, com seu carinho, paciência e companheirismo, sempre me acompanhando nesta caminhada.

RESUMO

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Alienação de controle*: limitação do poder do controlador como mecanismo de proteção dos acionistas minoritários de companhias fechadas. 2013. 334 f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

Esta tese tem como propósito o estudo da limitação dos poderes do controlador como mecanismo fundamental de proteção dos demais acionistas que integrem as companhias fechadas, sobretudo no contexto das operações de transferência de controle, nas quais é frequente que os minoritários fiquem impossibilitados de vender conjuntamente suas ações na mesma operação em que o controlador tiver transferido a sua participação a terceiros. A questão possui relevância na medida em que o art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações (LSA – Lei nº 6404/1976) não cuida das companhias fechadas, e a obrigatoriedade da realização de oferta pública decorrente de alienação de controle nele prevista destina-se tão somente às companhias abertas. Na análise do assunto, discute-se a limitação dos poderes do controlador como o núcleo dos mecanismos de proteção das minorias, tendo em vista principalmente que as decisões nas companhias fechadas brasileiras são tomadas, como regra, por uma maioria estável, ficando os demais acionistas em uma posição de mera subordinação às decisões tomadas pelos controladores. É imperativo esclarecer que não se pretende assumir uma posição estanque de defesa dos minoritários, tampouco uma postura de ataque ao controlador. Ao revés, o verdadeiro desafio está em contrabalancear o legítimo poder conferido ao controlador, com os interesses dos minoritários. Para tanto, ao tema é conferido um tratamento de composição de interesses mediante o estabelecimento de limites aos poderes do controlador na exata medida necessária à proteção das minorias, sem, contudo, destronar o predomínio da maioria. Utilizam-se como fontes de pesquisa a literatura revisada nacional disponível em livros, periódicos, jurisprudência, decisões administrativas e na legislação pertinente ao tema. Na escassez de regulamentação substanciosa, complementa-se o estudo com teoria extraída da doutrina e da jurisprudência estrangeiras.

Palavras-chave: Alienação de controle. Companhias fechadas. Acionistas minoritários. Limitações do poder do controlador. Mecanismos de proteção.

ABSTRACT

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Transfer of control*: limiting the power of the controller as a mechanism for protecting minority shareholders of closely held companies. 2013. 334 p. Thesis (Ph.D. in Corporate Law) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

This thesis aims to study the limitation of the powers of the controller as a fundamental mechanism for the protection of the other shareholders that are part of the closely held companies, especially in the context of transfer of control transactions, in which it is common for minority remain unable to jointly sell their shares in the same transaction that the controller has transferred its equity interest to third parties. The matter is relevant as the article 254-A of Corporate Law (LSA – Lei nº 6.404/1976) does not regulate closely held companies, and the obligation to make public offering resulting from de transfer of control provided in such article is intended solely to publicly held companies. In analyzing the subject, it is discussed limiting the powers of the controller as the minority protection mechanisms core, especially in view of the fact that decisions in Brazilian closely held companies are taken, as a rule, by a stable majority, being the other shareholders in a position of mere subordination to the decisions taken by controllers. It is imperative to clarify that it is not intended to assume a standing position defending the minority, nor a posture of attack the controller. To the contrary, the real challenge is counterbalance the legitimate power given to the controller with the minority interests. Therefore, the subject is addressed in a sense of composition of interests by establishing limits to the powers of the controller in the exact extent necessary for the protection of minorities, without, however, dethrone prevalence of majority. As sources of research are used the national reviewed literature available decisions and pertinent legislation. In dearth of material rules, the study will be complemented with foreign doctrine and case law.

Keywords: Transferring of control. Closely held companies. Minority shareholders. Limiting controller power. Mechanisms of protection.

RIASSUNTO

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Trasferimento del controllo*: limitazione del potere dell'azionista di controllo come un meccanismo per la protezione degli azionisti minoritari nelle società per azioni chiuse. 2013. 334 p. Tesi (Dottorato in Diritto Commerciale) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

Questa tesi si propone di studiare la limitazione dei poteri dell'azionista di controllo come un meccanismo fondamentale per la tutela degli altri azionisti che integrano le imprese private, soprattutto in operazioni di trasferimento di controllo, dove spesso gli azionisti minoritari rimangono incapaci di vendere congiuntamente le loro azioni nella stessa operazione in cui l'azionista di controllo ha trasferito la sua partecipazione a terzi. La questione è rilevante nella misura in cui l'articolo 254-A della legge delle Società per Azioni (LSA – Legge n 6404/1976) non tratta delle aziende chiuse e, quindi, l'obbligo di un'offerta pubblica derivante da una vendita di controllo ivi contenuta sono da intendersi esclusivamente alle Società per Azioni quotate in borsa. Nell'analizzare la questione, si discute la limitazione dei poteri dell'azionista di controllo come il *core* dei meccanismi fondamentali di protezione delle minoranze, tenendo conto che le decisioni nelle società private brasiliane sono prese, di regola, da una maggioranza stabile, e così gli altri azionisti rimangono in una posizione di mera subordinazione alle decisioni prese dagli azionisti di controllo. E' indispensabile chiarire che non intendiamo assumere una posizione di difesa della minoranza, né una posizione di attacco all'azionista di controllo. Invece, la vera sfida è quella di controbilanciare il potere legittimo dato all'azionista di controllo, con gli interessi della minoranza. Perciò, si conferisce al soggetto un trattamento di composizioni d'interessi attraverso lo stabilimento di limiti ai poteri dell'azionista di controllo nell'esatta misura necessaria per la protezione delle minoranze, senza, però, detronizzare il predominio della maggioranza. Vengono utilizzate come fonti di ricerca la rivista della letteratura nazionale disponibile in libri, periodici, nella giurisprudenza, nelle decisioni amministrative e nella legislazione pertinente. In mancanza di regole abbondanti, si aggiungono allo studio la dottrina e la giurisprudenza tracciata dal diritto straniero.

Parole chiave: Trasferimento del controllo. Società per Azioni chiuse. Azionisti minoritari. Limitazioni del potere dell'azionista di controllo. Meccanismi di protezione.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AASP	Associação dos Advogados de São Paulo
AG	*Aktiengesellschaft*
AktG	*Aktiengesetz*
ALI	American Law Institute
Art.	Artigo
CC	Código Civil
CCom	Código Comercial
CF	Constituição Federal
Cf.	Confira, confronte
Coord.	Coordenador (a); coordenação
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)
e.g.	*exempli gratia*
et al.	*et alii*
i.e.	isto é
GmbHG	*GmbH-Gesetz*
GmbH	*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
INCVM	Instrução normativa expedida pela Comissão de Valores Mobiliários

Inquérito Administrativo	Inquérito Administrativo
IPO(s)	Oferta Pública Inicial
LSA	Lei das Sociedades por Ações (L. 6404/1976)
IPO(s))	Oferta Pública Inicial
MBCA	*Model Business Corporation Act*
OPA	Oferta pública de aquisição de ações
Org.	Organizador
Orgs.	Organizadores
p.	Página
Par. ou §	Parágrafo
Proc. Adm.	Processo Administrativo
RMBCA	*Revised Model Business Corporation Act*
STJ	Superior Tribunal de Justiça
v.	vide; volume

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 15

1 O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS 29

1.1 O Poder em sua Essência 29

1.2 Tipologia do Poder de Controle – Limitação ao Estudo do Controle Interno 33

1.3 Custos de Agência e Benefícios Privados de Controle no Contexto da Estrutura de Propriedade das Companhias Fechadas 40

1.3.1 Custos de Agência 40

1.3.2 Benefícios Privados de Controle 44

2 TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS 55

2.1 Eficiências e Ineficiências das Transferências de Controle no Contexto do Sistema de Controle Concentrado das Companhias Fechadas 55

2.2 Justiça (*Fairness*) 63

2.2.1 A Quem Deve Ser Atribuído o Ágio Pago pelo Controle? 64

2.2.1.1 O Sobrevalor do Controle Deve Pertencer a Todos os Acionistas da Companhia 64

2.2.1.2 O Sobrevalor do Controle Deve Ser Pago Exclusivamente ao Controlador ... 67

2.2.1.3 O Sobrevalor do Controle Deve Ser Partilhado entre Controlador e Minoritários 70

2.3 Fundamentos e Limites da Regulação e Autorregulação da Transferência de Controle – A Lei É Necessária para Reger as Relações Societárias das Companhias Fechadas? 77

2.4 O Paradoxo da Não Contratação pelos Minoritários de Regras Protetivas ante a Insuficiência da Proteção Legal 82

2.4.1 A Incompletude Contratual e os Problemas de Autocontrole (*Self Control Problems*) 82

2.4.2 Motivação da Não Contratação pelos Minoritários de Regras Protetivas 91

2.4.3 Mecanismo de Mitigação dos Problemas de Autocontrole

(*Self Control Problems*) 96

2.5 Fundamentos da Proteção aos Direitos dos Minoritários 98

2.5.1 O Princípio Majoritário e a Organização de Poderes 98

2.5.2 Fundamentos Gerais de Proteção aos Direitos Minoritários 106

2.5.3 As Especificidades das Companhias Fechadas que Fundamentam Proteções Especiais aos Acionistas Minoritários 113

2.5.4 Proteção Individual e da Minoria 127

2.5.5 Proteção Formal e Substancial da Minoria 131

3 LIMITAÇÕES DO PODER DO CONTROLADOR COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO DOS MINORITÁRIOS DE COMPANHIAS FECHADAS EM CASO DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE 134

3.1 Os Contornos da Opressão no Direito Norte-Americano 134

3.2 Recursos de que Podem se Valer os Controladores para Oprimir os Não Controladores no Brasil 139

3.3 Mecanismos de Proteção à Minoria em Operações de Transferência de Controle de Companhias Fechadas 144

3.3.1 Mecanismos de Proteção Mediante Princípios e Deveres Limitadores da Atuação do Controlador 148

3.3.1.1 Deveres Laterais dos Participantes de Contratos Associativos sob a Ótica dos Contratos Relacionais 148

3.3.1.2 O Princípio da Coordenação – Correspondência entre Poder e Responsabilidade 157

3.3.1.3 O Dever de Lealdade Societário e o de Investigar Compradores Previamente à Alienação do Controle 159

3.3.1.4 Deveres Fiduciários do Controlador 176

3.3.1.4.1 Casos Emblemáticos na Jurisprudência Norte-Americana 194

3.3.2 Mecanismos de Proteção Mediante Direitos Subjetivos e Potestativos Relacionados ao Direito de Permanência ou Saída da Companhia 205

3.3.2.1 Direito de Recesso 205

3.3.2.2 Restrições nas Transferências de Ações 215

3.3.2.2.1 Direito de Primeira Oferta (*Right Of First Offer*) e Direito de Preferência (*Preemptive Right*) 222

3.3.2.2.2 Direito de Venda Conjunta (*Tag Along Right*) 230

3.3.2.2.3 Opção de Venda/Compra (*Put and Call Option*) 234

3.3.2.2.4 Aquisição das Ações pela Própria Companhia (*Buy-Sell Agreements*) 237

3.3.2.2.5 Vedação à Negociação (*Lock Up Period*) 242

3.3.2.3 Exclusão do Acionista Controlador 244

3.3.2.4 Dissolução Parcial 250

3.3.3 Mecanismos de Proteção Mediante Direitos Subjetivos e Potestativos que Não Envolvem o Direito de Saída da Companhia 255

3.3.3.1 Direito de Voz 255

3.3.3.1.1 Direito de Voz como Fator de Proteção dos Minoritários 261

3.3.3.2 Direito de Informação 266

3.3.3.3 *Look Back Provision* 272

3.3.3.4 Responsabilidade Civil do Controlador – *Actio Pro Socio* 273

3.3.4 Mecanismos Previstos no Direito Estrangeiro 280

3.3.4.1 Direito Norte-Americano 280

3.3.4.2 Direito Inglês 285

3.3.4.3 Direito Alemão 287

4 CONCLUSÃO 292

REFERÊNCIAS 319

INTRODUÇÃO

Dentre as diversas facetas do poder de controle na sociedade anônima, optou-se, neste estudo, por investigar os aspectos jurídicos envolvidos em sua transferência, especificamente nas companhias fechadas, na tentativa de compreender as correspondentes implicações para os acionistas que não façam parte do controle, e como essa perspectiva pode afetar a regulação da alienação do controle no direito societário.

A temática central do assunto proposto cinge-se ao desenvolvimento do estudo em torno da limitação dos poderes do acionista controlador como mecanismo de proteção dos minoritários de companhias fechadas nas ditas operações de transferência de controle.

O levantamento do material de pesquisa para fins do desenvolvimento do presente estudo demonstra que muitos são os trabalhos publicados pelos operadores do Direito e por estudiosos de outras ciências afins acerca da imposição legal da realização de oferta pública de alienação de controle de companhia aberta. Ressalte-se, no entanto, que, nada obstante a prevalência da estrutura societária fechada no Brasil e do volume de operações de fusões e aquisições implementadas nos últimos anos, poucos foram aqueles que dirigiram as suas atenções para o acompanhamento do arcabouço legal existente no plano da regulação da alienação do controle de companhias fechadas, sobretudo no aspecto atinente aos direitos dos acionistas minoritários.

Muito embora o Brasil seja carente de estatísticas oficiais atualizadas[1] sobre a quantidade de sociedades anônimas fechadas atualmente registradas nas juntas comerciais, não há dúvidas de que estas superam, em muito, o número de companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e que, efetivamente, negociem seus valores mobiliários em bolsa ou mercado de balcão.

[1] Segundo informações do Departamento Nacional de Registro do Comércio, foram constituídos 4.300.257 de sociedades anônimas entre os anos de 1985 e 2005. (Disponível em: <www.dnrc.gov.br>. Acesso em: 11 mar. 2013).

A despeito dessa realidade brasileira, o Direito pátrio não dedicou mais do que algumas poucas linhas assimétricas e soltas sobre o tema, malgrado a importância e a riquíssima experiência acumulada em outros países.

Em boa parte, o mutismo dos doutrinadores do País deve-se ao fato de que no âmbito das companhias fechadas prevalece o princípio da liberdade contratual *lato sensu*, que gira em torno da autonomia da vontade e pressupõe que as partes podem convencionar o que quiserem, e como desejarem, nos limites estabelecidos pela lei[2]. Essa circunstância pode ter servido de desestímulo ao exegeta brasileiro a procurar socorro em outros institutos para suprir as lacunas da lei societária vigente no País.

Entende-se, neste trabalho, que a escassez de estudos específicos no Direito Brasileiro, associada à relevância prática do tema, por efeito de situações concretas atualmente existentes e em vias de se expandir e agravar, constituem, dados mais do que suficientes para, a justo título, desafiar o desenvolvimento de tese de doutoramento.

Nessa toada, elegeu-se a proteção aos acionistas minoritários, notadamente no que toca às limitações do poder do controlador no âmbito de operações de transferência de controle de companhias fechadas, como objeto de aprofundamento dos estudos a que se propõe o presente trabalho, sendo certo que, à míngua de regulamentação substanciosa sobre o assunto, complementar-se-á a pesquisa com teoria extraída principalmente da doutrina e da jurisprudência de outros países.

Nesse ponto, faz-se necessário advertir que não se devem tirar conclusões precipitadas acerca da abordagem que será conferida ao tema, uma vez que não se pretende assumir uma posição estanque e rígida de defesa dos minoritários, tampouco uma postura de ataque ao controlador. Ao revés, o verdadeiro desafio está justamente em contrabalancear o legítimo poder atribuído ao controlador com os interesses dos minoritários e, para tanto, ao tema será conferido um tratamento de composição de

---

[2] Antonio Junqueira de Azevedo assinala que os três princípios de direito contratual que se fundam na autonomia da vontade, quais sejam, princípio da liberdade contratual *lato sensu*, princípio da obrigatoriedade dos efeitos contratuais (*pacta sunt servanda*) e princípio da relatividade dos efeitos contratuais (*res inter alios acta tertio neque nocet neque prodest*), devem ser somados aos princípios da boa-fé objetiva, do equilíbrio econômico do contrato e da função social do contrato, tendo em vista a necessidade de harmonização do trinômio sociedade, Estado e indivíduo (AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Princípios do novo direito contratual e desregulamentação do mercado – direito de exclusividade nas relações contratuais de fornecimento – função social do contrato e responsabilidade aquiliana do terceiro que contribui para inadimplemento contratual. In: _____. *Estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 137-147).

interesses mediante o estabelecimento de limites aos poderes do controlador na exata medida necessária à proteção das minorias, sem, contudo, destronar o predomínio da maioria.

Seria de toda conveniência e muito mais confortável assumir uma visão maniqueísta e tomar partido exclusivamente dos minoritários ou dos controladores, no entanto, o desafio está em contrabalancear o legítimo poder do qual o controlador deve se revestir para que possa comandar a companhia, com os direitos dos minoritários, que merecem tutela em razão do fato de parte de seu patrimônio ficar submetida a uma organização alheia.

Não por outro motivo, o estudo dos limites ao poder do controlador, como forma de proteção à minoria, passa longe de crucificar o controlador em função dos poderes inerentes à sua posição na companhia, assim como de repreendê-lo antes mesmo que pratique qualquer ato, tão somente em virtude da sua condição de comando nos quadros sociais. Ao contrário, o que se busca é investigar os limites de sua atuação com o fito de inferir o que é permitido ou não fazer de modo legítimo, pois apenas aquele que está ciente dos limites de sua posição jurídica subjetiva é capaz de exercê-la em sua plenitude, sem temor de retaliações pelos atos praticados.

A matéria em apreço tem como pano de fundo a frequente impossibilidade de venda conjunta das ações dos minoritários na mesma operação em que o controlador tiver transferido a sua participação a terceiros.

Por um lado, no caso das companhias abertas, o art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações (LSA) – ou Lei nº 6.404/1976 – estabelece que, havendo alienação direta ou indireta do controle, a operação 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% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. Ainda, é facultado ao adquirente oferecer aos minoritários a opção de não vender suas ações e receber um prêmio correspondente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago pelas ações do bloco de controle.

Por outro lado, no âmbito das companhias fechadas, não há nenhuma previsão legal que determine a forma como os acionistas deverão pautar o regramento das transferências de controle.

Com efeito, desde 1976, muitos autores debatem a questão da inaplicabilidade do art. 254-A da LSA às companhias fechadas, uma vez que nessas companhias os minoritários seriam ainda mais afetados do que nas companhias abertas em operações de transferência de controle, já que não podem contar com a saída da companhia mediante a venda de suas ações em bolsa de valores ou mercado de balcão.

Se, por um lado, no caso das companhias fechadas, a operação demonstra restringir-se a um negócio privado entre cedente e cessionário do controle acionário, sem afetar os acionistas minoritários – e sem, especialmente, beneficiá-los –, não havendo regras rígidas que possam refrear de forma efetiva os possíveis abusos que possam advir dos poderes do controlador, por outro, no caso das companhias abertas, além da divulgação oficial de informações, é exigida a realização de oferta pública de alienação de ações, de modo a propiciar aos acionistas não controladores tratamento equitativo no que toca ao valor recebido pelo titular do controle da companhia aberta[3].

Para Mauro Rodrigues Penteado, essa fórmula dicotômica é injustificável, uma vez que, invariavelmente, os minoritários de companhias fechadas enfrentam dificuldades maiores em vender suas ações para terceiros após a alienação do controle acionário, em termos equitativos, no que diz respeito às condições percebidas pelo antigo acionista controlador. Assim, para o autor, "Não se justifica a distinção feita pelo art. 254-A da LSA entre companhias abertas e fechadas – além da odiosa distinção entre minoritários e preferencialistas –, eis que as fechadas são as que mais necessitam do *tag along* devido à absoluta falta de liquidez de suas ações"[4].

Roberta Nioac Prado[5] sustenta não haver dúvidas de que o fato de os acionistas de companhias fechadas não poderem se valer do mercado para venda de suas ações torna

---

[3] PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 76, 1998, p. 17.
[4] Ibidem, p. 17 e ss.
[5] PRADO, Roberta Nioac. Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedades por ações de capital aberto fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei n. 6.404/76 e Resolução 401/76 – é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 106, 1997, p. 93.

a saída da companhia bem mais complexa. Na tese de doutoramento, a autora já afirmava que "somente se os dispositivos 254 e 254-A, ambos da LSA de 1976, previssem a incidência da oferta pública aos minoritários de companhias fechadas quando da alienação do controle poderiam ser considerados como efetivamente de proteção aos acionistas minoritários"[6].

Luiz Leonardo Cantidiano[7] também se posiciona nessa mesma linha, por entender que o acionista de companhia fechada possui maiores dificuldades do que o acionista de companhia aberta quando se trata de alienação de controle. O autor sugere que o minoritário das companhias fechadas também deveria ser tutelado pela regra que determina a oferta pública nas companhias abertas: "Problema maior ocorre, no entanto, na companhia fechada, em que o acionista minoritário, se discordar da venda do controle, porque impedido de se socorrer dos mecanismos do mercado, fica impedido de se desfazer de suas ações. De fato, o acionista da companhia fechada mereceria muito mais a proteção da lei.".

O assunto também passa pela detida análise do comercialista paranaense, Rubens Requião[8], que assim se manifesta:

> E o mais sério – que precisa ser claramente exposto – é que a lei só disciplina as operações de alienação e aquisição das ações com direito a voto nas *companhias abertas*. As minorias, nas sociedades fechadas, continuam desprotegidas em seus interesses. [...] O que devemos insistir é que a minoria, na hipótese de alienação e aquisição de controle das *sociedades fechadas*, que constituem o imenso número das sociedades anônimas em nosso país, continua, nesse particular, completamente desprotegida. A lei só cogitou da proteção da minoria, repita-se, na hipótese das *sociedades abertas*.

Segundo os autores citados, a efetividade do art. 254-A da LSA, enquanto dispositivo destinado à proteção dos acionistas minoritários, deve ser colocada em xeque, em face da não inclusão dos acionistas de companhias fechadas em seu espectro de proteção.

---

[6] PRADO, Roberta Nioac. Análise crítica do instituto da oferta obrigatória, em decorrência da alienação de controle de companhia aberta, em face da realidade brasileira (artigo 254-A da Lei n. 6.404, de 1976). 2004. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004, f. 193.

[7] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 34, out.-dez. 2006, p. 335.

[8] REQUIÃO, Rubens. A proteção da minoria no caso de alienação e aquisição do controle. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. II, p. 84.

Entretanto, conforme será demonstrado ao longo deste estudo, as companhias fechadas foram excluídas do referido dispositivo porque a proteção dos minoritários dessas companhias não deve se pautar em um sistema de compensação pelo não recebimento do prêmio de controle, tal como ocorre nas companhias abertas, mas sim, em uma premissa maior fundada nas arraigadas relações contratuais que podem constituir o critério orientador dessa modalidade societária e que impedem o controlador de perpetrar injustiças, sob pena de tratar iniquamente os acionistas minoritários da companhia, desrespeitando seus direitos.

Muito embora o presente trabalho não tenha o objetivo de traçar paralelismos entre as regras aplicáveis às companhias abertas e às fechadas, dado serem dotadas de características e funcionalidades completamente distintas, a proposição que inaugurou os estudos em torno da proteção dos minoritários no âmbito de operações de transferência de controle de companhias fechadas tem origem justamente na diferenciação entre essas duas modalidades de sociedades por ações.

A questão foi bem sintetizada pelo mestre das Arcadas, o professor Fábio Konder Comparato, segundo o qual, se o legislador efetivamente pretendia proteger os interesses dos minoritários, por que prever a tutela desses acionistas apenas nas cessões de controle de *companhias abertas*, nas quais existe liberdade de circulação das ações no mercado de capitais? Não é, justamente, nas *companhias fechadas* que o minoritário, com muito mais frequência, se encontra bloqueado, sem ter outro comprador para as suas ações, senão o próprio controlador, que costuma oferecer, por elas, um preço vil[9]?

Havendo interesse dos minoritários de companhias fechadas em se desfazer de sua participação, quem seriam os potenciais interessados? E que valor estariam esses adquirentes dispostos a pagar para ingressar em um negócio no qual teriam (i) pouco ou quase nenhum poder de voz, significando, na prática, ausência de qualquer influência política na companhia; (ii) dificuldades de saída, especialmente em razão da falta de liquidez de sua participação; (iii) elevado potencial de extração de benefícios privados pelos controladores e (iv) grande possibilidade de venda de suas ações a preço irrisório?

[9] Indagação proposta por COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Notas de texto de Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 310.

Essas características, aliás, constituem alguns dos principais fatores que conduzem ao estudo das companhias fechadas. Na clássica obra de Ragazzo e Moll[10], os autores, logo na introdução do trabalho, procuram oferecer respostas à questão por eles formulada: *"Por que estudar as companhias fechadas?"*[11]. A primeira resposta encontrada relaciona-se ao fato de que as companhias fechadas superam, em muito, o número de companhias abertas[12]. A segunda diz respeito ao fato de que, em função da ausência de um mercado em que as ações de companhias fechadas possam ser vendidas, existem problemas próprios que podem surgir nessas companhias, *e.g.*, a falta de possibilidade de desfazimento dos investimentos pelo acionista que discordar de certos atos praticados pela maioria[13]. Por fim, a terceira resposta reside na peculiaridade de as companhias conduzirem seus negócios de modo semelhante a uma sociedade de pessoas – o que no Brasil nem sempre ocorre, conforme será observado neste estudo. Os autores exemplificam com o fato de que, ao contrário do que ocorre com as companhias abertas, nas companhias fechadas, os acionistas costumam participar do dia a dia da sociedade e se preocupam com a figura daqueles que irão integrar os seus quadros societários[14].

É de se notar que a decisão de investir em uma companhia fechada constitui proposta arriscada, a menos que se adquira o controle acionário ou que tenham sido negociadas proteções adicionais àquelas previstas em lei. Isso porque, muito embora a

---

[10] MOLL, Douglas K.; RAGAZZO, Robert. *Closely held business organizations*: cases, materials, and problems (introduction). Minnesota: West Publishing, 2006.

[11] Tradução livre do original: "*Why study closely held business organizations*?" (sem grifo no original)

[12] "Primeiro, o número de companhias fechadas desse país excede substancialmente o número de companhias abertas". Tradução livre do original: "First, the number of closely held business in this country vastly exceeds the number of publicly held business" (MOLL, Douglas K.; RAGAZZO, Robert. *Closely held business organizations*: cases, materials, and problems (introduction), p. 1).

[13] "Segundo, porque as companhias fechadas não possuem um Mercado para seus investimentos, problemas significantes surgem nessas companhias, os quais inexistem nas companhias abertas. [...] O investimento de um acionista, em outras palavras, pode ficar preso dentro de uma companhia fechada – situação essa que pode requerer a intervenção judicial, particularmente se a conduta da maioria estiver envolvida" Tradução livre do original: "Second, because closely held business lack a market for their ownership interests, significant problems arise in the closely held context that are largely absent in the publicly held setting. […] The investment of an owner, in other words, can remain trapped within a closely held enterprise – a situation that may call for judicial intervention, particularly if egregious majority conduct is involved" (ibidem, loc. cit.).

[14] "Terceiro, os acionistas de companhias fechadas, muitas vezes esperam executar seus negócios de formas que diferem dramaticamente do funcionamento companhias abertas. Por exemplo, os acionistas de companhias fechadas geralmente desejam ter um papel ativo na gestão da companhia. [...] Outro exemplo, os acionistas de companhias fechadas tendem a querer restrições à transferência de participações no capital da companhia". Tradução livre do original: "Third, the owners of closely held enterprises often expect to run their business in ways that differ dramatically from the operation of publicly held enterprises. For example, closely held business owners usually want an active role in the management of the venture. […] As a further example, closely held business owners tend to want restrictions on the transferability of ownership interests" (ibidem, p. 2).

LSA estabeleça algumas poucas regras destinadas à proteção dos acionistas minoritários, frequentes são as situações em que esses acionistas se veem ameaçados ou efetivamente prejudicados por determinadas práticas dos controladores.

Frise-se que, apesar dos riscos envolvidos, a maior parte das companhias existentes no Brasil é fechada. A explicação para tanto pode estar relacionada ao fato de que essa forma societária oferece uma combinação de estabilidade, estrutura que suporta negócios de maior porte, administração centralizada, certo controle no ingresso de novos acionistas e responsabilidade limitada. Entretanto, são justamente algumas das características que atraem os investidores para essa forma societária – estrutura fechada e controle centralizado – que reduzem as chances de obtenção do retorno dos investimentos realizados, impossibilitam o exercício de influência política e reduzem as possibilidades de saída do acionista insatisfeito com o negócio.

Assim, há quem defenda que a própria ordenação de regras aplicáveis às companhias fechadas constituiria fator determinante para a potencial opressão aos minoritários[15]. Destacam-se, nesse contexto, as regras cogentes que dificultam a saída dos minoritários nas companhias fechadas, como as regras limitadas de direito de recesso e aquelas que imposibilitam a influência política desses acionistas na companhia, a exemplo do que ocorre com o princípio majoritário, o que, no Brasil, se configura por meio de uma maioria estável.

As normas estatutárias de controle centralizado e a regra de deliberações por maioria, quando combinadas com a falta de um mercado em que se possam negociar publicamente as ações da companhia, tornam a posição dos acionistas de companhias fechadas de extrema vulnerabilidade, do que derivam as mais diversas posições no que toca à necessidade da criação ou não de normas legais que confiram proteções especiais aos acionistas desse tipo de sociedade.

É pertinente observar que em relações de longo prazo, como aquelas formadas entre acionistas de companhias fechadas, os contratos geralmente serão incompletos, dada a impossibilidade de se antever todas as contingências e conflitos que poderão surgir no futuro. Além desses motivos, os custos de transação constituem um dos principais fatores

[15] THOMPSON, Robert Blashel. *The shareholder's cause of action for oppression.* New York: Business Lawyer, 1993. p. 699-745.

que conduzem à incompletude contratual e estão associados principalmente à obtenção de informações relativas a todas as partes envolvidas no negócio, à negociação das regras que irão reger a relação encetada, à racionalidade limitada das partes – impossibilidade de prever antecipadamente todas as situações futuras e inaptidão de processar todas as informações disponíveis – e aos elevados custos atinentes ao estabelecimento de disposições que sejam exequíveis nos tribunais.

Nesse contexto, o problema da contratação incompleta será abordado de uma perspectiva diferente, que traz para primeiro plano a "natureza intertemporal da contratação" e potenciais problemas relacionados aos interesses da própria parte contratante, chamados de problemas de autocontrole.

Com efeito, serão estudados dois dos principais problemas de autocontrole, os quais, em última instância, constituem as verdadeiras fontes da incompletude contratual: (i) procrastinação e (ii) o estado psicológico dos indivíduos no instante em que necessitam fazer uma escolha intertemporal. Considerado o objeto de estudo aqui proposto, as discussões aprofundar-se-ão em torno apenas do primeiro problema, sendo o cerne da questão o debate acerca das decisões que devem ser feitas no presente, mas que dizem respeito a ações que deverão ser colocadas em prática no futuro ou que se relacionem a fatores que irão afetar o bem-estar do agente no futuro – decisões intertemporais.

Dessa perspectiva, analisar-se-ão os *tradeoffs* a que o acionista estará exposto ao ingressar em uma companhia fechada, em especial, decidir se o melhor a fazer é não celebrar qualquer contrato, evitando-se incorrer nos custos imediatos decorrentes de sua elaboração, mas assumindo, em contrapartida, o risco de suportar custos futuros mais elevados ou ingressar na companhia e, desde logo, celebrar contrato com regras protetivas, de modo a complementar as salvaguardas determinadas em lei.

O quadro exposto tem como pano de fundo o fato de que os investidores de companhias fechadas deverão se socorrer do Poder Judiciário na hipótese de qualquer impasse gerado no âmbito da companhia, especialmente se não houver estipulação prévia em contrato da situação conflituosa e da correspondente medida que a possa sanar.

As dificuldades a serem enfrentadas por esses investidores, especialmente em função da morosidade na solução de casos pelo Poder Judiciário e da ausência de uma efetiva justiça especializada, apesar da criação de câmaras de Direito Empresarial em

alguns Estados brasileiros, assim como a maior probabilidade de que sejam oprimidos pelos controladores, conduzem ao questionamento sobre os motivos que induzem os acionistas a não contratar regras protetivas suplementares àquelas previstas em lei, mesmo estando cientes dos custos que poderão enfrentar no futuro. Sobre esse aspecto serão analisadas diversas teorias que procuram explicar o mutismo desses acionistas, mesmo diante de um quadro de alta potencialidade da prática de atos oportunistas pelos controladores.

Muito embora a prática desses atos ocorra de modo acentuado nas companhias fechadas, o argumento mais recorrente para explicar a origem dos principais problemas enfrentados pelos minoritários desse tipo societário consiste na inexistência de mercado para as ações de companhias fechadas.

Entretanto, o exame mais aprofundado do tema permitirá verificar que esse evidencia não ser o motivo imediato que justifica as limitações de venda das participações minoritárias. Isso porque, em uma companhia em que os controladores extraiam elevados benefícios privados de controle, pratiquem atos abusivos ou se valham de brechas legais para auferir vantagens pessoais, ainda que existisse um mercado destinado à negociação das ações das companhias fechadas, provavelmente não haveria compradores interessados nas ações que não integrassem o controle e, se houvesse, estariam dispostos ao pagamento de valor substancialmente irrisório por ele.

Esses benefícios são inversamente proporcionais à proteção dos minoritários em um dado ambiente. Vale dizer, quanto mais fraca a proteção conferida aos minoritários, maior será o potencial de extração de benefícios pelos controladores, bem como a diferença entre o valor das ações de controle e as demais ações da companhia. Essa assertiva tem amparo em pesquisas significativas realizadas por Alexander Dyck e Luigi Zingales[16] e Tatiana Nenova[17], cujos resultados serão objeto de análise no presente estudo.

A *contrario sensu*, em um ambiente com tutela adequada aos minoritários, a diferença entre o valor das ações de controle e as demais costuma ser irrelevante. Isso ocorre em vista das chances reduzidas de obtenção de benefícios privados de controle,

[16] DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, n. 2, 2004.
[17] NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, 2003.

fator esse capaz de igualar o valor da totalidade das ações de emissão da companhia. Sob esse espectro, propõe-se a seguinte indagação: a boa governança precisa de *tag along*?

Os mencionados benefícios privados de controle podem aparecer sob as mais variadas roupagens, podendo revestir-se de caráter pecuniário ou não. No entanto, o presente estudo se prenderá àqueles exclusivamente relacionados às operações de transferência de controle de companhias fechadas.

Nesse esteio, o presente trabalho irá prestar-se ao exame de cada um dos principais problemas suscitados, os quais integram a realidade das companhias fechadas, tendo por finalidade demonstrar que o desenvolvimento das atividades nessas companhias pode ser eficiente e compatível com a busca pelo bem-estar geral, desde que haja limitações à capacidade de obtenção de benefícios particulares pelo controlador.

A discussão cingir-se-á às principais ferramentas de que podem se valer os controladores para oprimir os não controladores, exclusivamente no âmbito de operações de transferência de controle; não cuidará de práticas também consideradas opressivas, mas que não estejam diretamente ligadas a operações dessa natureza, como (i) emissão de elevado nível de ações sem direito a voto; (ii) implementação de estruturas piramidais; (iii) elaboração de política de distribuição de dividendos; (iv) alterações substanciais na estrutura da companhia; (v) celebração de contratos com partes relacionadas; (vi) aumento do capital social; (vii) uso de informações privilegiadas; (viii) apropriação de oportunidades comerciais; e (ix) pagamento de elevadas remunerações.

Outra questão a ser discutida diz respeito à diferenciação entre proteção à minoria e proteção individual. Conforme será visto, a proteção da minoria tem como propósito a busca pela defesa da proteção do agente em uma relação que envolva maioria e minoria, dando-se essa proteção mediante a imputação de *deveres* à maioria. Nesse espectro, os deveres e princípios capazes de relativizar o exercício de poder da maioria e coibir os seus desvios serão tratados um a um, merecendo destaque o princípio da vedação ao abuso de direito, princípio da igualdade de tratamento, dever de lealdade, dever de fidúcia, dever de colaboração e princípio da unidade (coordenação).

Nesse trilhar surge o debate da imputação não apenas do dever de lealdade aos controladores, mas também do dever de investigar o potencial adquirente, quando o assunto disser respeito a operações de transferência do controle da companhia. Isso

significa dizer que cabe ao controlador, previamente à transferência de controle, inquirir o comprador sobre sua aptidão, autoridade e responsabilidade para assumir o comando da companhia. Nesse contexto, indissociável ainda se faz a análise da extensão e da aplicabilidade dos deveres fiduciários dos acionistas, especialmente na relação estabelecida entre controladores e não controladores, deveres esses que possuem definição própria e não devem ser traduzidos como mero somatório dos deveres preceituados na lei societária – *e.g.*, dever de diligência, dever de informação, dever de lealdade etc..

Ante a todo o exposto, cumpre ao presente estudo propor e examinar com acuidade as principais técnicas que podem ser adotadas pelos minoritários, a fim de que possam se precaver da prática de atos de opressão pelos controladores. Essas soluções se efetivam sob basicamente duas formas distintas: a primeira delas, mediante cláusulas que assegurem o direito de se retirar da companhia; a segunda, por meio de cláusulas que, embora não garantam a possibilidade de saída da companhia, constituam alternativas para a tutela adequada dos interesses desses acionistas.

De modo geral, essas técnicas podem ser acordadas no próprio instrumento da compra e venda do controle, no estatuto social, em acordo de acionistas ou em instrumento específico para o mecanismo que será estipulado.

Assim, serão objeto de análise neste estudo os mecanismos de proteção da minoria mediante princípios e deveres limitadores da atuação do controlador (*e.g.*, deveres laterais dos participantes de contratos associativos sob a ótica dos contratos relacionais, princípio da coordenação, dever de lealdade societário e de investigar compradores previamente à alienação de controle e deveres fiduciários do controlador); mecanismos de proteção mediante direitos subjetivos e potestativos relacionados ao direito de permanência ou saída da companhia (*e.g.*, direito de recesso, direito de primeira oferta, direito de preferência, direito de venda conjunta, opção de venda/compra, aquisição das ações pela própria companhia, vedação à negociação e exclusão do acionista controlador); e mecanismos de proteção mediante direitos subjetivos e potestativos que não envolvem o direito de saída da companhia (*e.g.*, direito de voz, direito de informação, *look back provision*, responsabilidade civil do controlador – *actio pro socio*).

Como assinalado, outras técnicas que se prestam a tutelar os interesses dos acionistas não controladores, embora não se relacionem à maior facilidade em se desfazer

de sua participação na companhia, também serão analisadas e compreenderão o exame dos mecanismos de (i) direito de voz; (ii) direito de informação; (iii) *look back provisions*; (iv) ações de perdas e danos e responsabilidade; e (v) *actio pro socio*.

Desta feita, muito embora seja abordada a questão dos deveres existentes entre comprador e vendedor envolvidos em operação de transferência de controle, procurar-se-á trazer para primeiro plano as preocupações e proteções relativas aos acionistas que permaneçam na companhia, os quais não compraram nem venderam suas ações.

A breve síntese feita por meio da presente Introdução, com o roteiro dos assuntos que serão aprofundados no decorrer deste estudo, não tem a pretensão de tratar em caráter definitivo dos temas propostos, tampouco de esgotar as discussões levantadas em cada um deles. Tem, ao revés, o propósito de apresentar subsídios que lancem luz sobre a sua relevância e de promover a necessária organização metodológica.

Saliente-se, por fim, que o texto da tese está estruturado em três capítulos, além desta Introdução e da Conclusão.

O Capítulo 1, intitulado O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas, discorre sobre as principais noções de poder de controle com o fim de contextualizar o debate acerca das limitações desse poder como forma de proteger os acionistas minoritários de companhias fechadas. Aborda, ainda, a tipologia do poder de controle e a limitação do seu estudo ao controle interno, sobretudo no que diz respeito à sua transferência no âmbito das companhias fechadas. Por fim, o capítulo destaca os principais custos de agência envolvidos em companhias fechadas e, nesse contexto, traz à discussão a questão da extração de benefícios privados de controle em um ambiente de controle predominantemente concentrado. O Capítulo 2, denominado Transferência de Controle das Sociedades Anônimas, discute sobre as eficiências e ineficiências das transferências de controle no sistema de controle concentrado das companhias fechadas e, nesse contexto, traz à baila o debate sobre a quem deve ser atribuído o ágio pago pelo controle. Também são examinados os fundamentos e limites da regulação e autorregulação da transferência de controle como base para a discussão sobre a necessidade ou não da lei destinada a reger as relações societárias de companhias fechadas. O capítulo ainda trata dos fundamentos da proteção dos direitos minoritários, tendo como pano de fundo não apenas o paradoxo da não contratação de medidas protetivas pelos acionistas de companhias fechadas, ante a

insuficiência da proteção legal, como também a prevalência do Princípio Majoritário no ordenamento brasileiro, sem perder de vista as peculiaridades das companhias fechadas que reforçam a noção de proteção das minorias. O Capítulo 3, intitulado Limitações do Poder do Controlador como Mecanismo de Proteção dos Minoritários de Companhias Fechadas em Caso de Alienação de Controle, discute a questão da opressão no direito norte-americano e como a abordagem do assunto é feita no Brasil, de modo que em seguida sejam apresentados ao leitor os principais mecanismos de que se podem valer os minoritários de companhias fechadas em caso de transferência de controle. O item Conclusões, por sua vez, retoma os pontos relevantes com o propósito de ratificar, ou não, as argumentações aduzidas no decorrer deste trabalho que justificam a escolha do tema proposto cuja finalidade reside em promover o estudo da limitação dos poderes do controlador como mecanismo de proteção endereçado aos acionistas minoritários de companhias fechadas, em operações de transferência de controle.

1 O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

1.1 O Poder em sua Essência

A noção de poder não se articula de modo unívoco; ao revés, manifesta-se sob diversas vertentes, as quais são marcadas por múltiplas distinções, sobretudo no que se relaciona a seu fundamento, intensidade, extensão, legitimidade e finalidade e possui significados variados em cada campo de estudo, seja político, econômico, moral, religioso ou técnico. É de se notar, todavia, que muito embora o termo seja dotado de variados contornos, há sempre algum elemento apto a identificá-lo em uma dada realidade.

Diante da sua complexidade, cabe diferenciá-lo de algumas figuras que lhe são próximas, mas que com ele não se confundem. Fábio Konder Comparato[18] distingue o *poder* propriamente dito da *influência determinante*, em face da falta de coerção que caracteriza essa última. Conforme explica o autor, a expressão *influência determinante* nada mais é do que a tradução moderna daquilo que se conhece há muito por *autoridade*, a qual deve ser vista como mais do que um conselho e menos do que uma ordem. Ainda, o poder e a influência se distinguem da *força*. Nesses termos, a *influência* se distingue da *força*, porque esta prescinde da adesão voluntária dos sujeitos que submete; ademais, ao contrário do *poder*, a *força* não tem como base o direito, mas sim, a capacidade de dominação de fato.

O desconhecimento do fenômeno do poder conduziu a doutrina e a jurisprudência, durante muito tempo, a dispensar determinados tratamentos às sociedades mercantis que partiam de duas ordens: ou da teoria do contrato ou do enfoque institucional. No primeiro caso, assumia-se que os sócios resolviam os problemas societários de comum acordo, tendo em vista o reconhecimento do princípio majoritário como articulador das

[18] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Notas de texto de Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. XV.

relações entre os participantes da sociedade. Na segunda hipótese, aplicada precipuamente nas sociedades anônimas, não apenas a organização da pessoa jurídica, mas também as funções desempenhadas por seus órgãos individualmente estavam sujeitos àquilo que apregoava a lei, o que a afastava de um negócio jurídico contratual.

Faltava, no entanto, um elemento que fosse capaz de aglutinar as perspectivas parciais de cada um desses vetores, ou seja, o poder decisório. Nas sociedades tradicionalmente de pessoas essa espécie de poder se depreende do contrato que pauta suas relações; nas chamadas sociedades de capitais, de modo diverso, ele se afigura por intermédio dos órgãos determinados pelo legislador mediante o controle.

No seminal estudo sobre o poder de controle na sociedade anônima, Fábio Konder Comparato[19] remete a origem do termo ao verbete francês *contrerole*, o qual, historicamente, conforme explica o autor, era originalmente grafado pela justaposição da preposição *contre* e do verbete de origem latina *rotulus*, termo este que no século XVI passou à forma *role*, resultando no atual *contrôle* do Direito Francês. A acepção desse vocábulo na língua francesa tinha o sentido exclusivo de verificar ou fiscalizar.

O autor esclarece, no entanto, que foi no idioma inglês que ao termo se somou maior riqueza de significados, isso porque o verbo *to control* se mostrou das seguintes perspectivas: "1) investigar, testar ou verificar; 2) chamar às contas, ou censurar; 3) exercer um poder decisório sobre alguém, vale dizer, dominar ou regular as ações de outrem"[20]. Com efeito, o núcleo central nesse idioma é atribuir ao vocábulo a noção de poder ou dominação.

Fábio Konder Comparato ainda se reporta à língua alemã para esclarecer que o termo *Kontrolle* tem o mesmo significado que no Direito Francês de fiscalização, vistoria, revisão e inspeção. A noção de dominação fica por conta dos vocábulos *Herrschaft* ou *Beherrschung*.

Ao tratar do poder de controle e do controle do poder, Comparato chega a asseverar que controle é a "prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior"[21]. Essa noção de controle induz,

---

[19] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 27.
[20] Ibidem, p. IX.
[21] Ibidem, p. X.

incontestavelmente, a "completar o estudo da realidade do poder de controle com o exame do problema, delicado entre todos, do controle do poder. É o terrível desafio, formulado há mais de vinte séculos por Juvenal: *Sed quis custodiet ipsos custodes*? Como controlar o controlador?"[22].

Essa questão constitui a tônica desta tese de doutorado e conduz às discussões atinentes ao seu tema central, direcionadas ao estudo de mecanismos que possam limitar os poderes dos controladores como forma de proteger os acionistas minoritários de companhias fechadas. Isso porque, "se por um lado a dinâmica de todo poder tende ao seu fortalecimento ilimitado, por outro, ela não dispensa, nunca, uma certa ordenação social que, em si mesma, representa a negação do arbítrio e, por conseguinte, a limitação do poder"[23].

O poder de que se trata neste estudo e que justifica a proteção dos minoritários é o poder de dispor do patrimônio alheio. Assim, com relação aos acionistas não controladores, "o controle não se manifesta como comando hierárquico, exigindo obediência e cominando sanções, mas como poder de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial desses não controladores[24]".

Essa, aliás, é a concepção de controle adotada por Claude Champaud e endossada pela doutrina mais rebuscada. No clássico *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, o autor defende a tese de que a definição de controle segue a noção de propriedade. O fator fundamental do controle – o poder de dispor de maneira ampla e absoluta dos bens afetos à empresa – identificar-se-ia com o elemento fundamental da propriedade, o *jus abutendi*. Ao esboçar o que seria controle, Champaud define sucessivamente o controle, controle de empresa e controle de sociedade:

> O controle é o direito de dispor de bens de outrem como proprietário. Controlar uma empresa é deter o controle dos bens que lhe foram destinados (direito de dispor deles como um proprietário) de sorte a ser senhor da direção de sua

[22] A frase *Sed quis custodiet ipsos custodes*?, objeto de epígrafe desta tese de doutoramento, pertence a Decimus Iunius Iuvenalis, poeta e retórico romano, autor das *Satvra*, e foi escrita no final do século I e início do século II, traduzida de várias formas, como, *e.g.*, "Quem vigia os vigilantes?", "Quem vigia os vigias?", "Quem guardará os guardas?", "Quem irá vigiar os próprios vigilantes?", "Quem fiscaliza os fiscalizadores?" ou similares. A tradução que melhor reflete o significado da frase e que se identifica com o tema central desta tese de doutoramento foi elaborada por Fábio Konder Comparato no seminal estudo sobre o poder de controle nas sociedades anônimas – "Como controlar o controlador?" (COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. IX).

[23] Ibidem, p. XII.

[24] Ibidem, p. 136.

> atividade econômica. Controlar uma sociedade é deter o controle dos bens sociais (direito de dispor deles como um proprietário) de modo a ser senhor da atividade econômica da empresa social[25].

Ao teorizar sobre o poder no seio das organizações sociais, o professor Calixto Salomão Filho alerta para as determinantes estruturais que fazem que os indivíduos se comportem de maneira cooperativa ou estratégica e tece considerações sobre as preocupações relacionadas ao segundo comportamento. O autor identifica o fenômeno do poder no âmbito das sociedades anônimas como uma dessas preocupações e explica que limitá-lo "é fundamental para reestruturar as relações societárias, estabelecendo formas de comunicação entre os acionistas e meios de informação que levem a um comportamento cooperativo"[26].

Com isso se quer dizer que o titular do controle possui justa legitimação no exercício de seu poder, uma vez que não há sociedade sem poder, isto é,

> Toda unidade da sociedade humana requer um governante em última instância, a quem cabe tomar todas as decisões finais pela e para a entidade. A companhia não é diferente. [...]. É impossível a companhia existir sem controlador. É nele que, necessariamente, reside a condução da entidade[27].

No entanto, esse poder deve ser organizado, sobretudo com vistas ao fato de que a todo poder correspondem deveres e responsabilidades "porque se trata de um direito-função, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas"[28].

Nesse contexto é que o presente trabalho se propõe ao estudo de mecanismos de que podem se valer os minoritários de companhias fechadas para refrear o legítimo poder do controlador, se e quando utilizado de modo que possa prejudicá-los. A proposta é ir além das regras de abuso de poder de controle previstas no art. 117 da lei societária, identificando os limites estruturais e comportamentais que efetivamente sejam capazes de

---

[25] Tradução livre do original: "Le contrôle est le disposer des biens d'autrui comme un propriétaire. Contrôler une entreprise c'est détenir le contrôle des biens qui lui ont été affectés (droit d'en disposer comme un propriétaire) de telle sorte que l'on soit maître de diriger son activité économique. Contrôler une société, cést détenir le contrôle des biens siciaux (droit d'en disposer comme un propriétaire), de telle sorte que l'on soit maître de l'activité économique l'entreprise sociale" (CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions.* Paris: Sirey, 1962. p. 161).

[26] SALOMÃO FILHO, Calixto. Introdução do Co-autor. Poder econômico: a marcha da aceitação. In: COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 1.

[27] No original: "Every unit of human society demands an ultimate governor, a person upon whom devolves the final decisions by and for the entity. […]. It is impossible for a corporation to be without a *contrôleur*. In him necessarily rests the guidance of the entity." (BAYNE, David Cowan. *The philosophy of corporate control*: a treatise on the law of fiduciary duty. Chicago: Loyola University Press, 1986. p. 23).

[28] COMPARATO, Fábio Konder. Op. cit., p. 363.

atenuar, ou, quando não for possível, regular a sua prática em função dos propósitos que devem nortear o seu exercício.

1.2 Tipologia do Poder de Controle – Limitação ao Estudo do Controle Interno

O estudo das diversas facetas que o conceito de controle apresenta é fundamental para a compreensão de variadas temáticas essenciais ao funcionamento da sociedade anônima, sobretudo no que tange à transferência do seu controle.

Com base na premissa de que as sociedades anônimas são concebidas no contexto de uma dada organização de competências, pode-se dizer que o poder do controlador encontra alçada, precipuamente, na assembleia geral, na qual o seu voto é decisivo para a aprovação ou não de determinada deliberação. É inegável, no entanto, que o exercício de referido poder também se verifica fora do âmbito da assembleia, para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

A titularidade do poder de comando pode ser alcançada mediante o uso de diferentes expedientes jurídicos. Com efeito, quando o poder de decisão não tiver como fundamento a participação societária ou a ocupação de cadeira na administração, o referido poder estará situado fora dos órgãos sociais.

Assim é que, por vezes, a última palavra na condução dos negócios sociais não advém nem dos acionistas nem dos administradores da companhia, mas sim dos seus credores. Em função do seu direito de crédito, em que a execução pode conduzir a companhia à falência, o credor acaba por dominar a devedora mediante o comando do desenvolvimento das atividades sociais[29].

[29] Em uma situação como essa, é comum os credores determinarem o comando gerencial, mediante a atuação de empresas ou administradores especializados em gestão, assumindo a administração e o controle interno da companhia, em troca do recebimento de *golden shares*.

Isso se justifica, pois, conforme decisão emblemática do juiz Benjamin Cardozo, no âmbito da jurisprudência norte-americana, "uma influência dominante pode ser exercida por meios diversos do voto"[30].

Impende ressaltar que nem sempre a influência externa constitui controle externo. A doutrina de Carlo Pateris[31] bem identifica os elementos que devem estar presentes para que se configure controle externo:

> a) que a influência seja de ordem econômica; b) que a influência se estenda a toda a atividade da sociedade controlada; c) que se trate de um estado de subordinação permanente ou pelo menos duradouro; e d) que exista a impossibilidade de a controlada furtar-se à influência, sem a séria ameaça de sofrer grave prejuízo de cunho econômico.

Em contratos de empréstimo são comuns as cláusulas que estabelecem o penhor das ações da devedora em garantia. Muito embora na lei brasileira o voto daquele que outorgou as ações em garantia não seja suprimido, admite-se que possa ser avençado em contrato "que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações" (LSA, art. 113). As deliberações a que se refere este artigo estão geralmente direcionadas à prática de atos que possam de alguma forma afetar as finanças da companhia, como, *e.g.*, a contração de novos empréstimos, a venda de bens do ativo imobilizado, a outorga de garantias, a emissão de títulos de dívida etc..

Note-se que o penhor de ações não constitui a única forma que pode se configurar a subordinação da companhia a seus credores, os quais podem assumir o seu controle de fato por meio da determinação de medidas que impliquem a reorganização empresarial ou até o remanejamento da administração.

Nesse contexto, o controle externo apenas poderia impactar no tema central do presente estudo caso fosse determinada alguma medida que pudesse prejudicar os minoritários da companhia. Em geral o credor busca que a companhia contraia endividamentos compatíveis com a sua saúde financeira e que não se desfaça de seus principais ativos, tampouco que os ofereça em garantia, sob o risco de perdê-los por conta de eventual inadimplemento contratual. Essas medidas almejadas pelo credor vão ao encontro daquilo que também pretendem os acionistas da companhia, uma vez que, tendo

---

[30] Conforme remissão de COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 89.
[31] PASTERIS, Carlo. *Il controllo*. Milano: Giuffrè, 1957. p. 31 e s.

suas finanças em ordem, o seu valor poderá ser maximizado e, consequentemente, suas ações poderão ter mais valor.

Aliado a isso, ressalte-se o fato de, com o controle externo, a tendência ser a de exigir da companhia maior transparência na condução das atividades sociais, inclusive com a divulgação mais frequente e mais completa de informações, especialmente daquelas de cunho econômico e financeiro, relacionadas a decisões de financiamento e investimento tomadas pelos seus gestores, o que pode auxiliar os minoritários na fiscalização da condução dos negócios da companhia.

O controle também pode estar calcado em participação societária, sendo esse fenômeno designado controle interno ou orgânico, por estar relacionado diretamente ao processo de formação e execução da vontade social.

No afã de contemplar a dissociação entre a propriedade acionária e o poder de comando empresarial que pode ocorrer nas sociedades anônimas, Adolf Berle e Gardiner Means classificaram o controle interno em cinco categorias distintas: (i) controle exercido por meio da quase integral propriedade acionária; (ii) controle majoritário; (iii) controle exercido mediante expedientes legais; (iv) controle minoritário; e (v) controle administrativo ou gerencial.

Na obra já citada, o professor Comparato, ao promover o exame da classificação proposta por Berle e Means, reduziu a quatro modalidades o controle interno, conforme o grau crescente em que se manifesta a separação entre propriedade e controle: (i) controle totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle minoritário; e (iv) controle gerencial.

O controle indicado na primeira categoria pelos autores norte-americanos – exercido por meio da quase integral propriedade acionária – remete à situação das sociedades unipessoais, sejam aquelas constituídas por um único acionista (*one-man company*), seja uma subsidiária integral (*wholly owned subsidiary*). Nos dois casos, a propriedade e o controle se confundem no mesmo titular.

Sobre essa modalidade de controle, Fábio Konder Comparato[32] expõe que uma vez não havendo nenhum interesse a ser tutelado, exceto o interesse do único titular do capital social, não há que se falar em regras que disciplinem conflitos de interesses entre os acionistas. No entanto, basta agregar-se um único acionista adicional, ainda que sem direito a voto ou com restrições a esse direito, para que se afaste a figura do controle totalitário e se restabeleça a potencialidade de conflitos entre os acionistas.

Já no controle majoritário, começa-se a vislumbrar o que Berle e Means compreendem como o primeiro passo para a dissociação entre propriedade e controle. É importante notar que a existência de um bloco majoritário de ações não constitui garantia de que o seu titular terá o controle absoluto da sociedade, tal como ocorre com a propriedade integral. Nesse contexto foi que Fábio Konder Comparato[33] propôs a subdivisão do controle majoritário em absoluto e simples, conforme exista ou não uma minoria qualificada nos termos da lei ou do estatuto social para a aprovação de certas deliberações.

Com base nessa classificação, é possível vislumbrar com mais clareza a gradação do nível de controle exercido pelos acionistas que integram o bloco majoritário do controle, conforme haja ou não a necessidade de aprovação pelas demais ações votantes sobre determinadas matérias[34].

Ainda, na categoria *controle majoritário*, Fábio Konder Comparato denomina como controle conjunto ou por associação a situação em que o controle seja compartilhado por pluralidade de acionistas que representem grupo homogêneo de interesses no que concerne à condução dos negócios sociais, da mesma forma como o faz Adolf Berle e Gardiner Means ao tratar de *joint control*.

---

[32] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 53.
[33] Ibidem, p. 63.
[34] Ao tratar da classificação do controle majoritário em simples e absoluto, Fábio Konder Comparato se vale de situações em que os minoritários possam exercer determinados direitos na fiscalização e gestão da companhia, mediante a titularidade de certo percentual do capital da companhia, *e.g.*, requerimento de adoção de voto múltiplo para eleição de membros do conselho de administração (LSA, art. 141), eleição, em votação separada, de um membro do conselho fiscal e respectivo suplente (LSA, art. 161, § 4º, *a*). Sobre esta última matéria, cumpre notar que no Processo Administrativo CVM nº 2007/11086, de 6 de maio de 2008, prevaleceu o entendimento de que o percentual a que se refere o § 4º do art. 161 da LSA, para eleição de um membro do conselho fiscal e seu suplente, diz respeito tão somente à existência de ações que não integrem o bloco majoritário de ações e que totalizem pelo menos 10% do capital social da companhia, não se confundindo com o percentual do capital minoritário que deve estar presente na assembleia geral, de sorte que seja facultado ao minoritário presente exercer o direito previsto no dispositivo, independentemente da parcela do capital de que seja titular (COMPARATO, Fábio Konder. Op. cit., p. 63).

A terceira classificação feita pelos autores americanos – controle exercido mediante expedientes ou artifícios legais – diz respeito à situação em que seu titular exerce o controle da companhia por meio de instrumentos especificamente elaborados para este fim, e não pela titularidade de parcela majoritária do capital social votante da sociedade anônima. As situações práticas usadas à guisa de exemplo por Berle e Means são as formas de controle piramidal ou em cadeia de grupo societário, a emissão de ações sem direito a voto ou com restrições ao seu exercício e a constituição de *voting trust* que possibilite aos seus integrantes o exercício comum do controle social[35].

Com respeito a essa terceira classificação, Fábio Konder Comparato tece determinadas críticas, limitando a classificação do controle às outras quatro categorias delineadas por Berle e Means como espécies de controle interno da sociedade anônima. Dentre os exemplos de controle exercido por expedientes legais citados pelos autores, Comparato identifica apenas o *voting trust* como aquele que possui características peculiares, capazes de justificar sua classificação em categoria própria como modalidade de controle interno. Assim, "o *trustee* não pode ser assimilado a um proprietário *(owner*) e, nesse sentido, exerce o controle sem propriedade, mas, fundado, de qualquer modo, em direito próprio"[36].

A quarta modalidade de controle apresentada por Berle e Means diz respeito ao controle minoritário (*working control*). A admissão dessa categoria prende-se à noção de que, diante de certo grau de dispersão acionária, o controle pode ser exercido individualmente ou em bloco, ainda que não se disponha de parcela majoritária do capital social votante, tendo em vista a possibilidade de o controlador minoritário indicar a maior parte dos membros da administração da companhia. Nesses termos, explicam os autores que, "geralmente, o seu controle [do minoritário] reside na capacidade de obtenção dos acionistas dispersos, procurações suficientes, as quais, quando somadas à sua parcela minoritária no capital, lhe permitam controlar a maioria dos votos anuais"[37]. Berle e Means ainda esclarecem que, "por outro lado, isso significa que nenhum outro bloco de ações é

---

[35] BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. Rev. ed. New York: Brace & World Inc, 1969. p. 69.
[36] Ibidem, p. 64.
[37] Tradução livre do original: "In general, their control rests upon their ability to attract from scattered owners proxies sufficient when combined with their substantial minority interest to control a majority of the votes at the annual elections" (ibidem, p. 75).

suficientemente representativo para agir como um núcleo capaz de obter a maioria dos votos nas deliberações sociais"[38].

A legislação pátria não prevê expressamente a figura do controle minoritário, conforme induz o *caput* do art. 129 da LSA, segundo o qual "as deliberações da assembleia geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco". Entretanto, conforme se depreende das lições de Calixto Salomão Filho,

> [...] o que o dispositivo pretende é apenas estabelecer uma regra procedimental para a Assembleia, prevendo que, tratando-se de Assembleia Geral, deverá votar favoravelmente a maioria dos presentes. A maioria ausente não é uma maioria, como deixam claros o art. 125, 135 e 136 da mesma lei[39].

O autor remata a questão ao expor o seu entendimento sobre o aludido art. 136 da LSA:

> [...] ao prever a obrigatoriedade dos acionistas com direito a voto para as deliberações nele enumeradas, [esse dispositivo] deixa claro, a *contrario sensu*, que as deliberações que ali não estejam enumeradas, poderão ser aprovadas por acionistas representando a minoria do capital com direito a voto[40].

Em consonância com essa linha de pensamento, a interpretação sistemática de Fábio Konder Comparato dos dispositivos que tratam da convocação e da deliberação em assembleia geral reconhece a existência do controle minoritário:

> A existência de um controle minoritário está implicitamente reconhecida na lei, ao fixar as regras de *quorum* e maioria no funcionamento da assembleia geral. A norma geral é que a reunião, se instala, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem no mínimo um quarto do capital social com direito de voto – que normalmente pode constituir apenas metade do capital total (Lei 6.404, artigo 15, § 2º), salvo exceções – e, em segunda convocação, com qualquer número (artigo 125). [...] Teoricamente, portanto, um só acionista, detentor de uma única ação, pode constituir a assembleia. A hipótese, aliás, nada tem de irreal; ela ocorreu efetivamente na França, e foi reconhecida como legal pelo Judiciário[41].

Pelas razões expostas, tanto o controle majoritário quanto o minoritário são reconhecidos no ordenamento brasileiro, consideradas as particularidades de cada um.

---

[38] Tradução livre do original: "Conversely, this means that no other stockholding is sufficiently large to act as a nucleus around which to gather a majority of the votes" (BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*, p. 75).
[39] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, p. 68/69.
[40] Ibidem, p. 69.
[41] Ibidem, p. 65.

A última espécie de controle integrante da classificação de Berle e Means refere-se ao *management control* ou controle gerencial, o qual ocorre quando, em razão do elevado grau de dispersão acionária, nenhum acionista, em grupo ou individualmente, é capaz de exercer o poder de decidir sobre os negócios sociais. Nessa modalidade, os membros que integram a administração da companhia são os que exercem o seu controle, isso porque o controle não se funda na participação acionária, mas sim, nas prerrogativas de administração.

Fábio Konder Comparato nota que nessa modalidade de controle, estudada por Berle e Means especificamente no âmbito das companhias abertas, há dissolução completa de eventual *affectio societatis* existente entre os membros da companhia, isso porque se o poder de controle não mais se funda na titularidade acionária e supera a vontade individual ou coletiva dos acionistas, "parece impossível reduzir o mecanismo social aos modelos do contrato ou da propriedade privada"[42].

No âmbito das companhias fechadas, muito embora não haja nenhum impedimento acerca da prevalência do controle gerencial, existem maiores dificuldades em localizar aquelas que se valham dessa modalidade, por não ser comum que possuam o capital disperso, somado ao fato de que, no mais das vezes, os administradores se confundem com os próprios controladores da companhia.

Fábio Konder Comparato identifica ainda uma modalidade de controle administrativo, a qual denomina *controle gerencial de direito*, que não deve ser confundida com o controle gerencial apresentado por Berle e Means, uma vez que este decorre da mera diluição acionária. A modalidade introduzida por Comparato afigura-se na atribuição de poderes de veto aos membros da administração sobre determinadas matérias, por intermédio da inserção no estatuto de cláusulas que atribuam poderes de direção às matérias relevantes para os negócios sociais. O autor explica que os poderes podem ser conferidos a ações preferenciais de classe especial – *golden shares* –, as quais são transferidas aos administradores.

O mecanismo do veto seria capaz de atribuir o poder de controlar a companhia aos administradores, uma vez que as principais matérias apenas seriam aprovadas com o consentimento dos titulares das *golden shares*.

---

[42] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima.* 5. ed., p. 73.

Apontadas as principais noções relacionadas à tipologia do poder de controle, insta salientar que, para fins da presente tese, interessa somente a atinente ao controle interno, uma vez que o tema se cinge ao estudo de mecanismos relacionados às limitações do poder do controlador como forma de proteção à minoria, particularmente em operações de transferência de controle. E, ao se tratar de transferir o controle, pressupõe-se a sua existência, mediante participação no capital da companhia.

1.3 Custos de Agência e Benefícios Privados de Controle no Contexto da Estrutura de Propriedade das Companhias Fechadas

1.3.1 Custos de Agência

O argumento de que as companhias fechadas não possuem mercado para a venda de suas ações é invocado com frequência para justificar a origem dos principais problemas enfrentados pelos seus minoritários. No entanto, o exame mais aprofundado do tema permite verificar que esse argumento não constitui o motivo imediato que justifica as limitações de venda das participações minoritárias.

Isso porque em uma companhia em que os controladores extraiam elevados benefícios privados de controle, pratiquem atos abusivos ou se valham de brechas legais para auferir vantagens pessoais, ainda que existisse um mercado destinado à negociação das ações das companhias fechadas, provavelmente não haveria compradores interessados nas ações que não integrassem o controle. Se, no entanto, houvesse interessados nesse tipo de ação, estariam dispostos ao pagamento de preço vil, pois qualquer terceiro estaria sujeito às mesmas dificuldades caso resolvesse adquirir a participação do acionista[43].

[43] Nas companhias em que haja um histórico de dissenso entre os acionistas, especialmente derivado de práticas opressivas, a participação minoritária torna-se ainda menos atrativa. "Dissension within the close

No clássico de Berle e Means – *The modern corporation and private property* –, os autores discorreram sobre o modelo de sociedade anônima com capital disperso no mercado, segundo o qual a separação entre propriedade e controle decorre da pulverização de capital.

O referido estudo teve como objetivo desenvolver a análise empírica da composição acionária dos grandes conglomerados norte-americanos, tomando por base a discussão dos conflitos de interesses envolvidos em estrutura de propriedade pulverizada, e que efeitos poderiam produzir no desempenho e valor das companhias.

Nesse sistema, as companhias são caracterizadas pelo controle gerencial e, como consequência, o foco dos conflitos de agência está nas relações entre os administradores e os acionistas da companhia.

No Brasil, muito embora haja um movimento embrionário rumo à dispersão do capital das companhias abertas, o sistema permanece predominantemente de controle concentrado. A esse respeito, é salutar a menção aos estudos pioneiros de Nelson Eizirik[44], o qual levantou dados das companhias brasileiras em 31 de dezembro de 1985 e concluiu que: (i) o acionista controlador de companhias abertas, na média, titularizava 70% do capital votante; (ii) em 18,69% das companhias, o controle se verificava com (0% a 100% do capital votante; (iii) em somente 15,13% das companhias, o controle se exercia com menos de 50% do capital votante; e (iv) em 1,10% das companhias, o controle era exercido com menos de 20% do capital votante. Outros estudos[45] realizados em anos posteriores

---

corporation tends to make the minority interest even more unattractive to a prospective purchaser. As a consequence, a shareholder challenging the majority in a close corporation finds himself on the horns of a dilemma, he can neither profitably leave nor safely stay with the corporation. In reality, the only prospective buyer turns out to be the majority shareholder". Tradução livre: "Dissenso dentro da companhia fechada tende a fazer que a participação minoritária torne-se ainda menos atraente para um potencial comprador. Como consequência, um acionista desafiado pela maioria na companhia se encontra diante de um dilema, ele não pode nem sair de forma rentável, nem permanecer na companhia. Na realidade, o único comprador potencial passa a ser o acionista majoritário" (Orchard *v.* Covelli, Civil Action n. 78-72 Erie, 81-149 erie, United States District Court for the Western District of Pennsylvania, 590 F. Supp. 1548; 1984 U.S. Dist. Lexis 15190, July 6, 1984).

[44] EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial – alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 66, p. 103-106, 1987.

[45] Cf. ALDRIGHI, Dantes M.; OLIVEIRA, Vinícius M. de. *The influence of ownership and control structures on the firm performance: evidence from Brazil*. Disponível em: <http://www.usp.br/facon/biblioteca.php?a=16>. Acesso em: 10 abr. 2013; e LEAL, R.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ-DE-SILENES, F.; CHONG, A. (Eds.). *Investor protection and corporate governance*: firm level evidence accross Latin America. Stanford: Stanford University Press, 2007.

mantiveram até os anos 2000 a mesma realidade que se inferia dos resultados obtidos por Nelson Eizirik: a estrutura de controle das companhias abertas no país era concentrada[46].

A partir do ano de 2004 esse cenário passa a sofrer importantes transformações, tendo em vista a notável dispersão do capital das empresas listadas no segmento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Em pesquisa realizada nos anos de 2006 e 2007 pela professora Érica Gorga[47], constatou-se que, em um universo de 92 empresas listadas no referido segmento, 65 delas não possuem a figura do controlador majoritário. Nessas companhias, o maior acionista, em média, possui 26,23% das ações com direito a voto, sendo os três maiores acionistas detentores de 47,28% das ações e, os cinco maiores, titulares de 54,73% das ações. Os dados devem ser vistos de uma perspectiva relativizada, sobretudo pelo fato de que na maior parte das empresas analisadas verificou-se a existência de acordos de acionistas, os quais podem suprir eventual dispersão de capital existente. Assim, a pesquisa revela que, das 65 empresas que não possuem acionista controlador, 20 possuem um conjunto de acionistas que exerce o controle de forma majoritária por meio de acordo de acionistas. Nessas 20 companhias em questão, o bloco de controle é titular, em média, de 65,27% das ações, sendo a participação média do maior acionista – sem levar em conta os efeitos dos acordos – de 28,06% das ações. Logo, ao se considerar os efeitos dos acordos de acionistas, o número de companhias sem controlador majoritário cai de 65 para 45, no universo de 92 empresas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Já a participação da média do maior acionista, nesse mesmo cenário, salta de 36,39% para 45,25% das ações.

Os dados obtidos demonstram com clareza o padrão de concentração entre propriedade e controle nas sociedades brasileiras. Com efeito, se assim é nas companhias abertas, cujas ações possuem considerável liquidez, quando comparadas àquelas emitidas por companhias fechadas, não há que se cogitar a existência de indícios de dispersão de capital em sociedades desse último tipo, muito embora não exista nenhum impedimento para tanto.

---

[46] À margem desses estudos, é de se notar que, no período em questão, o controle indireto e os acordos de acionistas constituíam ferramentas costumeiramente utilizadas para reforçar a posição de controle. Além disso, percebe-se que em diversos casos os controladores eram titulares da maioria do capital votante, mas não do capital total, em função da elevada emissão de ações preferenciais.

[47] GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439-554, 2009.

Ao contrário do que acontece nas companhias de capital disperso, em que o conflito de agência se afigura entre administradores e acionistas, no padrão concentrado, o enfoque dos conflitos está na relação entre acionistas controladores e não controladores.

Uma das principais consequências positivas do modelo concentrado reside no efeito-incentivo, descrito por Claessens[48]. Segundo o autor, em razão da expressividade dos investimentos titularizados na companhia, os grandes acionistas teriam não apenas maiores incentivos para angariar informações e monitorar os gestores, mas também maior interesse na maximização do valor da empresa.

As consequências negativas, por sua vez, estariam no chamado efeito-entrincheiramento, verificado quando, após determinada concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a buscar benefícios privados do controle à custa dos demais investidores.

No caso do Brasil, os efeitos negativos podem ser ainda maiores, especialmente pela utilização de dois principais mecanismos que permitem a separação entre propriedade e controle, mesmo diante de um sistema de controle altamente concentrado: (i) existência de classes de ações com direitos de voto distintos; e (ii) estruturas piramidais em grupos de sociedades.

Nesse contexto, a existência de ações preferenciais sem direito a voto, assim como a participação piramidal em grupos de sociedades, permite que os acionistas com maior número de ações mantenham o controle com participação menor do que seria necessário caso todas as ações tivessem direito de voto, aumentando-se, assim, o potencial para expropriação das riquezas dos investidores menores.

De fato, essas situações acarretam uma combinação arriscada de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na companhia, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador e aumentando o potencial de expropriação dos acionistas minoritários.

[48] CLAESSENS, Stijn et al. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v. LVII, n. 6, p. 2.741-2.771, 2002, p. 2.741.

Outro efeito negativo[49] reside no fato de que os grandes acionistas, em especial, aqueles de companhias fechadas, não são diversificados e, por isso, suportam riscos substanciais. Assim sendo, dado que possuem grande parte de sua carteira alocada em uma companhia, o acionista tenderá a minimizar seus riscos pela diversificação extremada na empresa ou pelo conservadorismo nas decisões de negócios a serem por ela assumidos.

Ainda, dentre os efeitos negativos, dado que o controle está nas mãos de uma pessoa ou de um grupo, uma pretendida aquisição, necessariamente, deverá ser negociada com seus titulares – nesse modelo não há que se falar em aquisição hostil – e, uma vez que a negociação pelo controle ocorre diretamente entre seus titulares e o terceiro interessado, confere-se aos primeiros ampla margem de extração de benefícios particulares da negociação.

Infere-se, do exposto, que nas companhias fechadas se afiguram com maior acento os custos alocados na expropriação direta e indireta dos acionistas da companhia por aquele que titulariza o controle, seja por meio da perseguição de benefícios que não se estendem aos demais acionistas, seja em razão das ineficiências que acompanham a busca de redução dos riscos da carteira de investimentos pessoais do controlador ou até mesmo da potencialidade de extração de benefícios privados pelo controlador, ao se valer das negociações diretas com potenciais interessados em adquirir suas ações, sem que haja interferência dos demais acionistas da companhia.

1.3.2 Benefícios Privados de Controle

Da prática societária, defluem diversas possibilidades de extração de benefícios privados de controle.

[49] DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy,* v. 93, 1985, p. 1.162.

O significado dessa expressão pode ser resumido na definição de Bebchuk et al.[50], segundo a qual seria a utilização, pelos acionistas controladores, do direito de controle (direito de voto) para buscarem objetivos que os beneficiem exclusivamente, gerando a esses acionistas um *surplus*, além do que seria justo, pelo percentual detido no capital da companhia.

Em outros termos, trata-se das vantagens que os acionistas controladores podem extrair de uma companhia em detrimento dos demais acionistas. Esses benefícios são inversamente proporcionais à proteção dos minoritários em um dado ambiente; assim, quanto mais fraca a proteção conferida aos minoritários, maior será o potencial de extração de benefícios pelos controladores.

Os benefícios podem aparecer sob as mais variadas roupagens, revestindo-se de caráter pecuniário ou não. Nessa perspectiva, cabe analisar a classificação proposta por Gilson[51], segundo o qual os benefícios podem ser obtidos: (i) no desenvolvimento do comando da companhia; (ii) em operações de alienação de controle; e (iii) em casos que provoquem a diluição dos minoritários.

A primeira hipótese levantada diz respeito àquela em que o acionista esteja no comando da companhia, situação em que o controlador poderá se valer de toda sorte de situações para extrair benefícios da companhia. Dentre as várias hipóteses, duas delas merecem destaque: (i) estabelecimento da política de distribuição de dividendos; e (ii) celebração de contratos com partes relacionadas.

No curso do comando da companhia, o controlador pode formular certas políticas de dividendos que lhe assegurem determinados benefícios. Assim, caso necessite de recursos para investir em outros negócios que lhe pertençam, poderá assumir uma postura mais agressiva de distribuição. Se a ideia for, no entanto, poupar recursos, o controlador poderá direcionar o montante que seria distribuído para reinvestimentos na própria companhia. Segundo Gilson[52], essas situações geralmente não são passíveis de

---

[50] BEBCHUK, Lucian; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights. In: MORCK, Randall K. (Ed.). *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000. p. 30.
[51] GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, 2003, p. 786.
[52] Ibidem, p. 790-791.

punição nos Estados Unidos, dado que estão inseridas no contexto do *business judgment rule*.

No que se refere à obtenção de benefícios por meio da celebração de contratos com partes relacionadas (*self dealing agreements*), tem-se que o controlador poderá celebrar contratos direta ou indiretamente entre ele e a companhia e, com isso, obter vantagens indevidas. Cite-se como exemplo a transferência de ativos da sociedade controlada para o controlador ou outra sociedade sob seu controle, bem como a utilização de ativos da sociedade como garantias de operações que venha a realizar em seu nome[53].

Já na seara das operações de alienação de controle, tendo-se em conta o sistema concentrado, devem ser entabuladas negociações diretas entre o seu titular e o potencial adquirente. Disso decorre que o acionista controlador terá em suas mãos o domínio da definição do preço, podendo obter para si todo o sobrevalor que derivar do poder de comandar a companhia.

Por derradeiro, cabe examinar os benefícios que podem ser extraídos pelo controlador em operações que resultem na diluição dos minoritários, como as de incorporação ou fusão. Nessas hipóteses, é possível que os acionistas não controladores não obtenham nenhum ganho com a operação. Aliás, há espaço para que o controlador manipule as atividades da empresa controlada, bem como o valor de suas ações, de modo que ao final obtenha uma transação mais rentável para si.

As hipóteses apresentadas por Ronald Gilson conduzem ao norte inicial do que deve compor o conceito de benefícios privados de controle, no entanto, o estudo por ele desenvolvido não deve ser analisado de modo isolado. Isso porque, mais do que entender a abrangência do instituto, importa investigar quais fatores são preponderantes na determinação desses benefícios, de modo que se possa refletir acerca de possíveis soluções na tentativa de minorar as potencialidades de sua apropriação no ordenamento brasileiro.

---

[53] GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, p. 791.

Nesse contexto, imprescindível se faz a análise de pesquisas significativas realizadas por Alexander Dyck e Luigi Zingales[54] e Tatiana Nenova[55].

Os dois primeiros autores buscaram medir a quantidade de benefícios privados que os controladores extraem em relação ao valor total dos valores mobiliários da companhia.

Segundo o método adotado, os benefícios privados podem ser quantificados pela diferença entre o preço pago por ação pelo adquirente do controle e o preço da ação no mercado. Dyck e Zingales se basearam em uma amostra de 412 operações de venda de controle, realizadas em 39 países, entre 1990 e 2000. Ambos constataram que os benefícios privados do controle atingem 65% do valor acionário no Brasil, o valor mais elevado de todos os países considerados na amostra.

A amplitude desse valor é evidenciada tomando-se em conta que, como resultado, em média, o valor do controle encontrado foi de 14% superior ao *equity value* da empresa, variando de -4% no Japão a até 65% no Brasil.

Os resultados confirmaram que benefícios privados de controle estão relacionados, sobretudo, a mercado de capitais menos desenvolvidos, concentração de propriedade, privatizações negociadas de modo privado e menor proteção aos investidores.

Embora os dois autores reconheçam que a apropriação de benefícios de controle não seja necessariamente ineficiente, seus possíveis efeitos negativos no desenvolvimento do mercado de capitais conduzem ao estudo de mecanismos para a sua limitação.

A par disso, os estudiosos em questão listaram em dois grandes grupos o que entendem como as principais ferramentas direcionadas à limitação da obtenção desses benefícios: (i) fatores legais; e (ii) fatores extralegais.

Com relação aos fatores legais, três são os elementos de análise.

---

[54] DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, p. 537 e ss.

[55] NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, p. 325-351.

O primeiro elemento é o *ambiente legal* (*legal environment*): quanto maior for a possibilidade de o controlador ser processado por se apropriar de benefícios privados, menores serão as chances de que ele o faça. Esse fator também está relacionado aos direitos conferidos aos acionistas minoritários, os quais foram medidos no estudo em comento, em uma escala de 0 a 6, em que as menores escalas correspondem à menor proteção desses acionistas. O Brasil apresentou pontuação igual a 3, ficando à frente de países como Áustria (2), República Checa (2), Dinamarca (2), Egito (2), Alemanha (1), Indonésia (2), Itália (1), México (1), Holanda (2), Coreia do Sul (2), Suíça (2), Tailândia (2), Turquia (2) e Venezuela (1).

Outro elemento refere-se ao *padrão de divulgação* (*disclosure standards*): esse fator diz respeito à quantidade e qualidade de informações disponíveis aos não controladores. Assim, quanto mais precisa for a informação, mais dificuldades terão os controladores de se apropriar de qualquer valor sem incorrer em penalidades legais ou, ao menos, em penalidades de caráter reputacional. No estudo realizado, o *disclosure* foi medido pelo grau de divulgação imposto pelas regras de contabilidade, que permitem aos minoritários identificar abusos. Foi utilizada uma escala de 0 a 90, em que os menores resultados correspondem a uma menor observância das leis. A pontuação do Brasil foi igual a 54, ficando à frente apenas de Argentina (45), Chile (52), Colômbia (50), Egito (24), Peru (38), Portugal (36), Turquia (51) e Venezuela (40).

Por último, tem-se a *efetividade das leis* (*enforcement*): a força das regras legais depende da expectativa de rapidez e previsibilidade dos resultados. No estudo realizado, a efetividade das leis foi medida em uma escala de 1 a 10, em que os menores valores correspondem à menor observância das leis. O Brasil apresentou pontuação igual a 6,32, à frente apenas de Argentina (5,35), Colômbia (2,08), Egito (4,17), Indonésia (3,98), Israel (4,92), México (5,35), Peru (2,5), Filipinas (2,73), África do Sul (4,42), Coreia do Sul (5,35) e Turquia (5,18).

Já no que diz respeito aos fatores extralegais, cinco são os elementos de análise.

O primeiro elemento é a *competitividade* (*product market competition*): quanto mais objetivos forem os preços, menor será a possibilidade de o acionista controlador desviar recursos mediante a manipulação de preços de transferência, sem incorrer em

penalidades legais ou de reputação. Acrescente-se a isso que, em um ambiente de mercado competitivo, as distorções resultantes da extração de benefícios privados de controle são mais propensas a colocar em risco a sobrevivência da empresa. O grau de competitividade depende não apenas das características de uma dada indústria, mas também das políticas governamentais. No estudo realizado, a competitividade foi medida por meio de pesquisa que questionava se as leis concorrenciais no país eram capazes de impedir a concorrência desleal, em que os maiores resultados indicavam crença na efetividade das regras concorrenciais. A pontuação do Brasil foi igual a 4,9, com a menor pontuação tendo sido atribuída à Venezuela (4,24) e a maior aos Estados Unidos (5,96), ficando o País à frente de Argentina (4,85), Colômbia (4,71), República Checa (4,89), Egito (4,6), Indonésia (4,42), Malásia (4,84), Filipinas (4,61), Portugal (4,81), África do Sul (4,89), Tailândia (4,77) e Venezuela (4,24).

O segundo elemento refere-se ao *monitoramento trabalhista* (*labor as monitor*): trata-se da presença de entidades com interesses diretos nas decisões empresariais e que sejam aptas a penalizar esforços de extração de benefícios privados de controle sem ter que recorrer ao Judiciário – *e.g.*, mediante ameaças de greve ou da ocupação em órgãos da administração, tal como ocorre na Alemanha.

Outro elemento é o *monitoramento interno* por meio de regras de cunho moral (*internal policing through moral norms*): independentemente de potenciais punições legais ou reputacionais o acionista controlador pode considerar não praticar atos de apropriação de benefícios privados em razão de preceitos de ordem moral. No estudo realizado, o impacto das normas de caráter moral foi medido por meio de número de crimes violentos e orientação religiosa predominante no país. Os países católicos, como o Brasil, tendem a apresentar os maiores benefícios privados de controle; os países protestantes, por sua vez, tendem a apresentar os menores. Todavia, os próprios autores reconhecem que a determinante religiosa é pouco significativa diante da efetividade das leis, especialmente as de natureza fiscal.

O quarto elemento é a *pressão da opinião pública* (*public opinion pressure*): acionistas controladores podem limitar seus esforços de apropriação de recursos não pelo receio de sanções legais, mas pelo temor do que poderia ocorrer com a sua reputação. Com efeito, para que a reputação possa atuar como fator limitador da atuação do controlador, os comportamentos impróprios devem ser amplamente divulgados. Deve haver uma

combinação entre uma mídia independente e uma ampla gama de investidores que leiam jornais e recriminem comportamentos impróprios. No estudo realizado, a manipulação da mídia (opinião pública) foi medida pela correlação entre jornais de grande circulação diária e seus leitores. O Brasil apresentou uma das menores pontuações na amostra de países considerada (0,4), ficando à frente apenas de dois países, a Indonésia (0,2) e a África do Sul (0,34).

Por fim, tem-se o *monitoramento governamental* mediante a verificação de cumprimento das regras fiscais (*government as monitor through tax enforcement*): assim como os trabalhadores, o governo tem forte interesse econômico nas decisões da companhia, o que o conduz a tomar medidas que possam reduzir as possibilidades de que os controladores se apropriem dos benefícios particulares de controle. Nesse cenário pode-se dizer que as autoridades fiscais e os acionistas não controladores possuem um objetivo comum, qual seja, identificar o valor produzido por uma empresa e garantir uma parcela do resultado para si. Com efeito, o modo como essas autoridades aplicam as regras atinentes a preços de transferência afeta os incentivos à transferência de lucros para empresas relacionadas. Adicionalmente, o governo, na qualidade de acionista minoritário de diversas companhias, possui mais interesses do que os demais acionistas minoritários para fazer valer seus direitos, seja porque goza de poderes disciplinares que não são usufruídos pelos demais acionistas, seja porque a sua intervenção em uma dada empresa servirá como exemplo de comportamento para outras. No estudo realizado o nível de cumprimento das regras fiscais foi medido por meio de escala com variação de 0 a 6, com os menores valores significando menor observância das leis. Mais uma vez o Brasil apresentou uma das menores pontuações na amostra considerada (2,14), ficando à frente apenas de Colômbia (2,11), Itália (1,77), Filipinas (1,83), Espanha (1,91), Turquia (2,07) e Venezuela (1,56). O nível de cumprimento das regras fiscais também pôde ser mensurado por meio das respostas endereçadas à seguinte indagação: caso haja oportunidade, seria justificável sonegar? As respostas foram medidas de acordo com uma escala de 0 a 10, em que 1 nunca é justificável e 10 sempre é justificável. O Brasil apresentou uma das menores pontuações (3,11), ficando atrás apenas da França (3,28), México (3,35) e Portugal (3,82).

Em síntese conclusiva dos estudos produzidos por Dyck e Zingales[56], verifica-se que diversas são as variáveis institucionais que, tomadas isoladamente, denotam estar associadas a um menor nível de benefícios privados de controle: melhores padrões de contabilidade, maior proteção legal aos acionistas minoritários, aplicação mais eficiente da lei, existência de leis capazes de impedir a concorrência desleal, ampla divulgação pela imprensa dos comportamentos indesejáveis dos controladores e cumprimento efetivo de regras fiscais.

Os autores sustentam, portanto, que o estágio de evolução da sociedade atua como fator determinante de influência sobre o diferencial no valor do prêmio de controle.

Outro importante estudo sobre o assunto foi realizado por Tatiana Nenova[57], o qual demonstrou que o valor do controle no Brasil situa-se, em média, na casa de 23%[58] do valor da companhia. A autora usou uma amostra de 661 sociedades com ações de duas classes – com direito de voto e sem direito de voto – em 18 países, com referência ao ano de 1997.

Os resultados obtidos por Dyck e Zingales divergem dos obtidos por Tatiana Nenova, porque os autores se valeram de técnicas distintas de mensuração dos benefícios privados do controle.

Ressalte-se que Dyck e Zingales adotaram como premissa o valor de venda do bloco de controle, ao passo que Nenova mediu a diferença de preços entre ações preferenciais e ordinárias cotadas em bolsa (*dual class firms*). Estruturas que dividam ações em classes votantes e não votantes possibilitam a identificação mais clara de eventuais diferenças no valor das ações que representam o controle da companhia em relação às demais ações.

---

[56] DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, p. 546-550.

[57] NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, p. 331-335.

[58] Alguns países apresentam valor de controle excessivamente elevado, com benefícios privados que variam de 15% a 51% da capitalização da companhia: Brasil (16% a 23%), Chile (15% a 23%), França (26% a 28%), Itália (28% a 35%), México (46% e 51%), Austrália (13% a 21%) e Coreia do Sul (31% a 38%). No outro polo, há países que apresentam patamares pouco significativos no que se refere à extração de benefícios privados. Nesse grupo estão Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Suécia e Estados Unidos, com benefícios privados menores que 4% da capitalização. Finlândia, Noruega, África do Sul e Reino Unido apresentam índice menor que 10% da capitalização.

A autora partiu do pressuposto de que os preços das ações ordinárias apresentavam um prêmio que refletiria o valor dos benefícios privados do controle, *i.e.*, o preço de cada ação com direito a voto sempre estará acima de seu valor patrimonial, em relação às ações sem direito a voto, em função da permanente expectativa de que essas ações serão requisitadas por um competidor em eventual disputa pelo controle.

Nenova ainda desloca o foco da análise do prêmio de controle para o valor do controle, o qual pode ser definido como uma função do valor dos benefícios privados esperados por um competidor em potencial disputa pelo controle, medido em relação ao valor de capitalização de mercado da companhia. Em outros termos, segundo a definição da autora, o valor de controle consiste no valor de cada ação do bloco de controle somado ao valor dos benefícios privados que possam ser extraídos. Assim, quando se extraem benefícios privados de controle, o agente se apropria não apenas da parcela livre do fluxo de caixa, que lhe é devida proporcionalmente à parcela detida no capital social, mas também de um valor adicional, que independe do percentual que possui no capital da companhia e que não será repartido com os demais acionistas.

No Brasil, significa dizer que 16% a 23% do valor da companhia é extraído pelo controlador, independentemente de sua participação no capital social, sendo o restante do fluxo de caixa livre dividido entre o controlador e os demais acionistas, de acordo com o percentual detido no capital da companhia.

Outras estatísticas importantes que procuram explicar as determinantes que mais influenciam na potencialidade de extração de benefícios privados de controle são articuladas no estudo realizado por Tatiana Nenova. A autora afirma que mais de 70% da variação do valor do controle/benefícios privados é explicado por fatores relacionados à proteção dos investidores – proteções de caráter geral, incluindo direitos de transferência de controle e, especialmente, de *enforcement*. Pondera-se também que a melhora do *enforcement* pode reduzir a extração de benefícios privados em até 37%. O estudo também verificou que a melhora nas regras de proteção ao investidor pode reduzir a extração de benefícios em até 22%. Por fim, a melhora nas regras atinentes à tomada de controle pode reduzir a extração de benefícios privados em até 20%.

Dessa perspectiva, é possível concluir que Dyck e Zingales exaltam o estágio geral de evolução da sociedade como fator determinante na variação do valor de prêmio de

controle, evidenciando elementos como melhores padrões de contabilidade, maior proteção legal aos acionistas minoritários, aplicação mais eficiente da lei, existência de leis capazes de impedir a concorrência desleal, ampla divulgação pela imprensa dos comportamentos indesejáveis dos controladores e cumprimento efetivo de regras fiscais, como principais responsáveis pelo menor nível de benefícios privados de controle. Tatiana Nenova, por sua vez, se atém às questões atinentes ao contexto jurídico e demonstra fatores como a rigidez do ambiente legal (incluindo *enforcement*), regras aplicáveis a hipóteses de tomada de controle e grau de autonomia do controlador para modificar o estatuto social – inclusive com poderes de exclusão de cláusulas protetivas aos minoritários – como variáveis que explicam até 75% da variação do prêmio de controle entre os países analisados.

De todo modo, ambas as análises demonstram que os benefícios privados do controle no Brasil são elevados o suficiente para provocarem entraves ao bom funcionamento dos mercados.

Como se viu, os acionistas controladores brasileiros expropriam até 65% do valor acionário ou 23% do valor total da companhia em face de sua posição controladora.

Muito embora os dados analisados correspondam apenas às companhias abertas, não é difícil imaginar que a realidade enfrentada pelas companhias fechadas seja a mesma ou ainda mais preocupante, especialmente pelo fato de que nessas companhias o rigor das regras de governança é mais brando, o que provoca um aumento das potencialidades de apropriação de benefícios particulares pelos controladores.

Com isso se quer dizer que, nas companhias fechadas, as oportunidades de o controlador reverter exclusivamente para si as riquezas geradas pela companhia são ainda maiores, sendo quase todas, senão todas elas, consideradas atos abusivos do poder de controle e, portanto, atos ilícitos, sujeitos à ineficácia e à responsabilização do controlador. No entanto, o fato é que a lei muitas vezes acaba não sendo eficaz no que tange a impedir que os benefícios privados sejam aproveitados pelo controlador.

Por essa razão é que este estudo se propõe a identificar não apenas as mais variadas formas pelas quais os controladores podem se valer para obter esses benefícios, mas também, e em especial, as ferramentas mais eficazes que podem ser utilizadas para refrear a prática desses atos por esses acionistas. O objetivo final é a busca pela proteção dos acionistas minoritários, notadamente em operações de transferência de controle, nas

quais o controlador muitas vezes se vale de sua posição para obter ganhos que não são divididos com os demais acionistas, além de praticar determinados atos capazes de dificultar a venda das ações dos acionistas não controladores. Essa postura espúria do controlador é possível, seja em razão da inexistência de contratos com cláusulas que permitam o direito de venda conjunta em caso de alienação de controle, seja pela possibilidade de que o controle seja repassado a comprador com maior potencialidade de extração de benefícios privados de controle ou até pela própria existência de capacidade de extração de benefícios privados de controle que, conforme se verificará a seguir, pode constituir fator determinante para que transferências eficientes sejam impedidas ou que as ineficientes não sejam coibidas, a depender do sistema prevalecente no ordenamento – tratamento igualitário ou das regras de mercado.

2 TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

2.1 Eficiências e Ineficiências das Transferências de Controle no Contexto do Sistema de Controle Concentrado das Companhias Fechadas

Indiscutível é a relevância do estudo atinente aos principais custos atrelados à estrutura concentrada de capital, conforme observado no item 1.3.1 deste trabalho. Tão importante quanto identificar e mensurar esses custos é inseri-los no contexto de operações que envolvam a transferência do controle da companhia, sobretudo no que se refere à aptidão das normas em induzir as transferências de controle eficientes e conter as que se revelem ineficientes[59].

É indubitável que o modelo de regulação ideal seria aquele que melhor acomodasse o binômio inibição das transferências ineficientes–estímulo das eficientes.

A transferência de controle será considerada eficiente, do ponto de vista econômico, toda vez que em sua decorrência houver incremento no valor da companhia ou de sua capacidade de gerar riquezas, ocorrendo, por conseguinte, melhora na posição do conjunto de acionistas e da própria companhia. O oposto dessa situação configura uma transferência ineficiente.

A eficiência da transferência do controle está centrada em basicamente dois principais elementos que devem ser examinados conjuntamente na transação, conforme

[59] A presente seção tem como base os estudos realizados por (i) MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e capital disperso: eficiências e ineficiências. In: ADEMAK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011; e MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013; (ii) BEBCHUK, Lucian. Efficient and inefficient sales of corporate control. *Quarterly Journal of Economics*, v. 109, p. 957-992, 1994, p. 957; e (iii) GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152.

construção realizada por Bebchuk[60] e Kahan[61], quais sejam, a competência empresarial e o potencial do controlador em extrair benefícios privados de controle.

A relação que se faz entre esses fatores é bastante simples: caso o adquirente do controle seja dotado de maior competência empresarial do que aquela encontrada no controlador anterior, é provável que haja a maximização do valor da empresa, em face da transferência de controle. Essa maximização, no entanto, pode não alcançar os demais participantes da companhia. Isso ocorrerá se o adquirente tiver maior potencial de extração dos benefícios do controle e, nesse caso, os participantes da companhia ficarão em situação pior do que se encontravam antes da transferência do controle. Nessa hipótese, a transferência terá sido ineficiente.

Toda vez que a capacidade de extrair benefícios privados do controle for maior que o potencial de aumento do valor da companhia, em decorrência do papel do controlador, este tenderá a desviar para si a margem do incremento. Na situação oposta, a tendência é que a riqueza seja partilhada com os demais participantes da empresa.

Para avaliar as transferências de controle, o professor Eduardo Secchi Munhoz[62] propôs que o resultado da equação competência empresarial menos a capacidade de extrair benefícios privados de controle deva ser considerada nas situações pré e pós-transferência de controle, de modo que se possa comparar a situação dos acionistas não controladores em cada momento. Para o referido estudioso, essa situação comportaria a seguinte representação gráfica:

(C1-B1) <ou> (C2-B2)

sendo "C" (competência empresarial) e "B" (capacidade de extração de benefícios privados de controle), "C1" e "B1" (controlador original) e "C2" e "B2" (novo controlador).

---

[60] BEBCHUK, Lucian. Efficient and inefficient sales of corporate control. *Quarterly Journal of Economics*, v. 109, p. 957.

[61] KAHAN, Marcel. Sales of Corporate Control, *Journal of Law, Economics and Organization*, Oxford University Press, v. 9, n. 2, p. 368-79, Oct. 1993.

[62] MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e capital disperso: eficiências e ineficiências. In: ADEMAK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, p. 301.

O saldo dessa equação, portanto, deverá ser examinado levando-se em conta as situações *ex ante* e *ex post* referentes à transferência do controle. O resultado dessa comparação revelará se os participantes da empresa ficaram em situação melhor ou pior.

Os possíveis resultados dessa apuração poderiam ser os seguintes:

> (i) acionistas ficam em posição melhor, porque o controlador anterior tinha maior competência empresarial, mas maior capacidade de extrair benefícios privados; (ii) acionistas em situação pior, porque o novo controlador tem maior competência, mas também maior capacidade de extrair benefícios privados; (iii) acionistas em situação melhor, porque embora o novo controlador tenha maior capacidade de extrair benefícios privados, sua maior competência empresarial compensa o desvio para si de uma maior quantidade de riqueza, em relação ao controlador anterior[63].

Vistos os fatores que conduzem à eficiência ou não das transferências de controle, cumpre endereçar a questão especificamente no ambiente de controle concentrado, dado ser esse o ponto focal do presente estudo.

O modelo concentrado nada mais é do que aquele em que o controle da companhia é exercido por um acionista ou um conjunto deles, e a sua transferência dependerá da aquiescência do controlador original, isto é, dado que o controlador é claramente identificado, a transferência do controle dar-se-á mediante negociação direta com seu titular.

No contexto em que a decisão acerca da transferência de controle seja pautada apenas pelo fator econômico, ela somente ocorrerá se as ações de controle tiverem mais valor para o adquirente do que para o alienante. Na hipótese de efetivar-se o negócio, vendedor e comprador ficarão em situação melhor[64].

Existem duas principais razões pelas quais as ações de controle podem ter mais valor para o adquirente do que para o alienante: a competência empresarial e a potencialidade de extração de benefícios privados de controle de que se tratou anteriormente.

---

[63] MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e capital disperso: eficiências e ineficiências. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, p. 301.

[64] BEBCHUK, Lucian. Efficient and inefficient sales of corporate control. *Quarterly Journal of Economics*, v. 109, p. 957.

Em sendo a competência empresarial, a transferência poderá ser eficiente. O termo correto é *poderá*, pois, caso o adquirente tenha mais potencialidade para extrair benefícios privados de controle, ela será ineficiente.

Ao revés, se a única razão for a sua maior potencialidade para extrair benefícios de controle, a transferência sempre será ineficiente.

Pode-se extrair dessa teoria que, muito embora nas transferências de controle não haja modificação na estrutura do capital ou da própria companhia, os acionistas não controladores podem ser afetados diante do repasse do controle para um comprador que tenha maior potencialidade de extração de benefícios privados de controle.

A operação não é neutra para os não controladores, os quais poderão ficar em situação pior do que se encontravam antes da alienação do controle, o que significa dizer que a pessoa do controlador pode ser essencial no resultado eficiente ou ineficiente da transação – e por isso se falar nos deveres de fidúcia, lealdade e especialmente no dever de investigar (vide itens 3.3.1.3 e 3.3.1.4 deste estudo).

Ainda, é importante observar que a regulação das transferências de controle nos sistemas de controle concentrado pauta-se, basicamente, em dois modelos.

O primeiro deles, adotado principalmente nos Estados Unidos, é tratado pela doutrina como modelo da regra de mercado, o qual preceitua que o controlador possui plena e ampla liberdade para alienar o controle, não havendo que se falar em nenhuma interferência dos demais participantes da empresa, sobretudo dos acionistas não controladores. Nesse caso, havendo pagamento de prêmio pelo controle, o valor será totalmente apropriado pelo vendedor.

O segundo modelo tem como base o princípio igualitário, sendo seguido pelos países europeus e adotado parcialmente pelo Brasil. Segundo esse modelo, aos acionistas não controladores assegura-se o direito de alienar suas ações na mesma operação em que o controlador venda as suas, observadas as mesmas condições.

O tratamento igualitário será absoluto quando a aquisição das ações dos demais acionistas tiver que seguir exatamente as mesmas condições da operação de alienação das ações de controle; e será relativo, se não tiver que seguir exatamente as mesmas condições do negócio feito com o controlador.

O Brasil adota o segundo modelo, ao prever, no art. 254-A da LSA, que o adquirente do controle fica obrigado a adquirir as ações dos demais acionistas com direito a voto por valor correspondente a 80% do preço pago pelas ações de controle.

Sob o ponto de vista da inibição de transferências de controle ineficientes, é certo que o sistema do tratamento igualitário se mostra mais efetivo, isso em razão do fato de que os acionistas não controladores poderão vender suas ações em conjunto com as do controlador, tornando-se inviável ao novo controlador considerar em sua estratégia a obtenção de benefícios privados.

Esse mesmo sistema, ainda, pode impedir as transferências de controle eficientes, isso porque caso o controlador original tenha alto potencial de extração de benefícios privados, apenas alienará sua participação na companhia se o comprador estiver disposto a pagar o sobrevalor derivado dessa potencialidade. No entanto, em decorrência da obrigatoriedade de adquirir as ações de todos os demais acionistas, o novo controlador poderia não ter capacidade financeira para adquirir a totalidade das ações e, mais ainda, considerando que com a aquisição da totalidade das ações o novo controlador não terá a mesma potencialidade que o anterior para extrair benefícios privados, não haveria sentido em pagar um valor superior por algo que deixaria de aproveitar.

Assim sendo, a transferência de controle apenas ocorrerá se o novo controlador tiver maior competência empresarial que o controlador anterior, de modo a compensar o valor que alcançaria pela potencialidade de obtenção de benefícios privados.

Isso se aplica, *mutatis mutandis*, no contexto das companhias fechadas em que haja acordos de acionistas com previsão de direito de venda conjunta em caso de transferência de controle.

A questão assume contornos diversos quando a transferência ocorre sob o modelo de *regras de mercado*. Nesse caso, o controlador fica absolutamente livre para vender suas ações e não se obriga a vender a participação dos demais acionistas na mesma operação, tampouco a dividir o prêmio de controle com esses acionistas.

Dessa perspectiva, não se inibem as transferências ineficientes de controle, especialmente se o novo controlador tiver maior potencial de extrair benefícios privados

que o anterior, pois, nesse caso, ele não terá a obrigação de adquirir a totalidade das ações da empresa e terá espaço para exercer a sua capacidade de extração de benefícios privados.

Nessa hipótese, os acionistas não controladores ficariam em situação pior, sobretudo se a companhia, cujo controle foi alienado, fosse tida como uma entidade independente e, após a operação, tivesse passado a fazer parte de um grupo econômico. Assim, o novo controlador encontrará um campo vasto para extrair benefícios privados, principalmente mediante a celebração de vantajosos contratos com partes relacionadas, reduzindo-se significativamente a possibilidade de maximização do valor das ações dos não controladores e, por consequência, o seu potencial de ganhos.

Fábio Konder Comparato[65] alude a essa situação ao analisar a qualificação jurídica do poder de controle nas sociedades anônimas e esclarece que "inserir a sociedade em uma outra estrutura empresarial, ainda que com manutenção da personalidade jurídica, faz supor uma possível alteração da perspectiva de lucro do acionista". O autor complementa alertando que, "quando essa inserção é acompanhada de uma mudança no direcionamento empresarial, essa perspectiva é ainda mais presente". Isso porque, "não é possível alterar a organização empresarial à qual aderiram em função de determinada expectativa de lucro terceiros acionistas sem atingir gravemente seus interesses".

Em síntese, se, por um lado, o tratamento igualitário impede a realização das transferências de controle ineficientes, por outro, pode inibir as transferências eficientes. A regra de mercado, por seu turno, permite a realização de todas as transferências eficientes, mas não impede as ineficientes. Nesses termos, o estímulo às transferências eficientes está calcado na regra de mercado, ao passo que o impedimento das ineficientes está no tratamento igualitário[66].

Um ponto central que marca a análise do tema reside na determinação do fator que influencia na efetividade de um ou outro modelo. Esse fator é justamente a potencialidade de extração de benefícios privados pelo controlador.

Logo, se o direito positivo for capaz de monitorar o controlador, de modo a evitar que ele obtenha os benefícios apontados, a regra de mercado mostrar-se-á superior à

---

[65] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 115-116.
[66] Cf. BEBCHUK, Lucian. Efficient and inefficient sales of corporate control. *Quarterly Journal of Economics*, v. 109, p. 957.

do tratamento igualitário. Isso se explica pelo fato de que as transferências eficientes poderão ocorrer livremente, já as ineficientes serão coibidas pelo próprio regramento legal, pelo monitoramento do controlador.

Se, todavia, a lei não der conta de impedir que o controlador extraia esses benefícios, o modelo mais producente será o do tratamento igualitário, uma vez que impedirá a ocorrência das transferências ineficientes[67].

Não se pode deixar de mencionar, contudo, importante observação destacada pelo professor Eduardo Secchi Munhoz[68], de que o impedimento de transferências de controle em um ambiente de capital concentrado ineficiente pode intensificar esse sistema. Isso porque ao se permitir as transferências eficientes, nas quais os ganhos dos controladores devem ser repartidos com os demais acionistas, o controlador pode não ter incentivos para efetivar a transferência de suas ações por prêmio inferior ao da sua capacidade de extrair benefícios privados. Ao mesmo tempo, o adquirente poderá perder o interesse em seguir com a transação, em face do excessivo preço que teria de pagar por ações, em cujo preço estivesse embutida a capacidade de extração de benefícios de controle, uma vez que não poderia deles usufruir após a aquisição. "O custo, portanto, de impedir transferências de controle prejudiciais aos não controladores pode ser o de cristalizar a estrutura ineficiente de capital concentrado das companhias"[69].

Desta feita, deve-se levar em conta a realidade específica das companhias fechadas no cenário brasileiro para que se possa concluir pelo melhor modelo a elas aplicável. No âmbito de referidas sociedades, (i) não há regras cogentes que regulem as transferências de controle, tampouco que confiram proteções especiais aos minoritários; (ii) a operação em questão não enseja o direito de recesso; (iii) as ações dos minoritários não são dotadas de liquidez; (iv) a efetividade das leis (*enforcement*) é contestável, havendo baixa expectativa de rapidez e pouca previsibilidade dos resultados; (v) as companhias estão inseridas em um ambiente de capital concentrado ineficiente, com ampla capacidade de extração de benefícios privados de controle; (vi) usualmente o dever de

---

[67] Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e capital disperso: eficiências e ineficiências. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, p. 305.

[68] MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 180-181.

[69] Ibidem, p. 181.

investigar o adquirente não é observado pelo vendedor do controle, de modo que os acionistas que permanecem na companhia ficam relegados à sorte do novo controlador.

Nessa conjuntura, o melhor modelo denota ser aquele que possa inibir as transferências ineficientes, ainda que para isso algumas transações eficientes tenham que deixar de ocorrer, pois, caso se permitisse a ocorrência de transações ineficientes, em que a situação da companhia e dos acionistas que nela permanecessem fosse piorada, a minoria teria consideráveis dificuldades em deixar os quadros sociais ou buscar reparos aos prejuízos sofridos.

Com base nessa contextualização, o modelo que melhor ampararia a realidade das companhias fechadas brasileiras seria o do tratamento igualitário total relativo. Segundo esse modelo, o comprador também será obrigado a adquirir as ações dos não controladores, o que o impedirá de desviar as riquezas desses acionistas no futuro, mediante a obtenção de benefícios privados de controle (tratamento igualitário total). No entanto, receberiam pouco menos pelas suas ações (tratamento igualitário relativo), apenas em função das maiores atribuições e responsabilidades do controlador na companhia. Para tanto, deveriam os acionistas estabelecer um teto de valor a ser pago pelas ações de controle. Desse modo, seriam inibidas apenas as transferências ineficientes e viabilizadas as eficientes, pois a obrigatoriedade de compra de todas as ações da companhia, por preços distintos entre as ações de controle e as ações dos demais acionistas, não constituiria ônus excessivo que pudesse inviabilizar a compra pelo adquirente.

Assim, diante das limitações de saída dos acionistas de companhias fechadas, sobretudo quando há mudança de controle, a existência de cláusula no acordo que permita a esses acionistas vender sua participação juntamente com o controlador pode trazer mais segurança e flexibilização nas regras de saída.

Como se sabe, nem sempre o antigo controlador cumpre com o dever de investigar a aptidão dos potenciais compradores para seguir com o negócio sem prejudicar a companhia e os acionistas que nela permanecerem e, nesse caso, apenas com o direito de venda conjunta é que os acionistas não controladores poderiam se retirar da companhia. A casuística relacionada aos perigos de pôr em risco o interesse social mediante a alienação de controle é bastante substancial.

Na prática, dentre as várias hipóteses que possam se apresentar, o destaque fica para (i) a possibilidade de venda do controle para pessoas de má reputação que possam prejudicar a imagem da companhia e o andamento de seus negócios no mercado; (ii) a utilização do patrimônio social para saldar os débitos do comprador; (iii) a promoção de mudanças organizacionais pelo comprador do controle, como a inserção da companhia em um grupo de empresas que lhe consuma as riquezas e o potencial de geração de riquezas; (iv) a extinção da companhia como forma de retirar um concorrente do mercado; etc..

Considere-se ainda o fato de que muito embora a LSA trate como exercício abusivo de controle a prática de atos que venham de encontro com os interesses da companhia e que confiram vantagens indevidas ao controlador, fato é que a comprovação dos atos abusivos e a aplicação de penalidades, tendo como base a ineficácia dos atos e a responsabilidade por perdas e danos, são pouco efetivas.

Assim sendo, o acionista mais prudente contará não apenas com os remédios existentes em lei para se proteger contra eventual transferência de controle com a qual não concorde.

Com isso, chega-se à conclusão de que, em um ambiente de controle concentrado, o direito societário deve direcionar a sua atenção para alcançar mecanismos que limitem o poder do controlador em extrair benefícios privados de controle, mediante a formulação de regra de transferência de controle nos termos especificados neste item do presente estudo.

2.2 Justiça (*Fairness*)

Para fins de comparação entre os modelos de tratamento igualitário e de mercado, também se faz importante a análise da questão da justiça (*fairness*) em operações que envolvam a alienação do controle, a qual está intimamente ligada não apenas a quem se deve destinar o sobrevalor atribuído ao poder de controle em face da sua alienação, mas

também à obrigatoriedade ou não de se estender os termos da oferta feita ao controlador aos demais acionistas da companhia.

2.2.1 A Quem Deve Ser Atribuído o Ágio Pago pelo Controle?

No País ou no exterior, o debate que envolve quem deve se apropriar do valor pago pelo controle da companhia se resume a basicamente três macroteorias: (i) aquela que defende o rateio do valor pago pelo controle entre todos os acionistas da companhia; (ii) outra que advoga que referido *plus* deve ser partilhado entre controladores e minoritários; e (iii) aquela que entende pertencer o prêmio de controle exclusivamente aos controladores.

É certo, no entanto, não se tratar de teorias estanques, que sigam uma mesma linha argumentativa para que se chegue à fórmula inconteste de quem deve ficar com o valor resultante da venda do controle; ao contrário, o caráter geral dessas teorias comporta *nuances* tais que justificam os variados posicionamentos esposados pela doutrina e pela jurisprudência, conforme se verá a seguir.

2.2.1.1 O Sobrevalor do Controle Deve Pertencer a Todos os Acionistas da Companhia

A posição que defende a divisão do prêmio entre todos os acionistas pode ser subdividida em três teorias[70] no plano internacional, sendo a primeira delas adotada por

[70] JENNINGS, R.W.; MARSH, H.; COFFE, J. C. *Securities regulation. Cases and materials*. 5. ed. New York: The Foundation Press, Inc., 1990. p. 655 e ss.

Berle e Means[71]. De acordo com essa teoria, o controle constitui um ativo empresarial, cujo valor pertence, via de consequência, à própria companhia e não a seus acionistas individualmente considerados; assim, a sua apropriação pelo controlador constituiria um ato ilícito, pois privaria os demais acionistas de receber a parte que lhes cabe relativamente a esse sobrevalor.

A segunda, defendida por Bayne[72], em muito se assemelha ao que apregoam Berle e Means, isto é, acreditam os autores que o prêmio de controle pertença à companhia, no entanto, a ilicitude de sua apropriação pelo controlador estaria na violação do dever de fidúcia que possui para como os demais participantes da companhia, sobretudo os acionistas minoritários.

A toda evidência, as teorias defensoras da reversão do sobrevalor do controle para a companhia mostraram-se falhas ao longo dos anos em que o tema tem sido objeto de estudo, seja porque atribuem à pessoa diversa do titular do controle o prêmio que lhe seria correspondente, seja pelo ilogismo de se destinar o valor desembolsado pelo adquirente do controle à companhia na qual passará a fazer parte. Caso assim se procedesse, o prêmio pago em razão do controle seria, em última instância, devolvido para o próprio adquirente do controle, que houvera desembolsado para adquirir o controle da companhia receptora de referido valor.

Diante das limitações das proposições de Berle e Means e de Bayne, os professores Willian Andrews[73] e Richard Jennings[74] apresentaram uma terceira teoria na subdivisão proposta inicialmente, argumentando que o sobrevalor do controle não deve pertencer à companhia, mas a todos os seus acionistas. Esse foi, aliás, o entendimento que prevaleceu no emblemático caso Perlman *v.* Feldman[75], no qual se determinou que o

---

[71] BERLE, Adolf. The price of power: sale of corporate control. *Cornell Law Review*, n. 50, 1965, p. 629 e ss. "O poder que corresponde ao controle constitui um ativo que pertence apenas à companhia; e o pagamento por esse poder, se for a algum lugar, deve ir para os cofres da própria companhia". Tradução livre do original: "The power going with 'control' is an asset which belongs only to the corporation; and to that payment for that power, if it goes anywhere, must go into the corporate treasury".

[72] BAYNE, D. Corporate control as a strict trustee. *Georgia Law Review*, n. 53, 1965, p. 543 e ss.; e The sale-of-control premium: the definition. *Minnesota Law Review*, n. 53, 1969, p. 485 e ss.

[73] ANDREWS, William D. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. *Harvard Law Review*, v. 78, p. 505-563, 1965.

[74] JENNINGS, R. W. Trading in corporate control. *California Law Review*, v. 44, n. 1, p. 1-39, Mar. 1956

[75] Perlman et al., Plaintiffs-Appellants, *v.* C. Russell Feldmann, Newport Steel Corporation, 219 F.2d 173; 50 A.L.R. 2d 1134, 1955.

prêmio recebido pelos controladores, quando da alienação da *Newport Steel Corp.* para a *Wilport Company*, deveria ser estendido a todos os minoritários da Newport.

Com base nessa visão, ficou superado o paradoxo das teorias de Berle e Means e de Bayne, as quais permitiriam que o prêmio pago em função do controle retornasse justamente para quem o pagou. No entanto, a outra crítica feita a essas teorias – atribuição à pessoa diversa do titular do controle do prêmio que lhe seria correspondente – permanece na linha argumentativa introduzida por Andrews e Jennings.

Nesse contexto, propôs-se uma quarta alternativa com relação ao destinatário do preço de controle em caso de transferência. A ideia passou a ser atribuir aos acionistas da sociedade, cujo controle constitua o objeto da alienação, o valor do controle, mediante a repartição de seu valor *pro rata* entre todos os acionistas[76]. Ocorre que essa tese, da mesma forma que as demais, defendidas por Berle e Means, Bayne, Andrews e Jennings, não condiz com a realidade do controle na sociedade anônima. Na hipótese aqui prevista ainda há uma agravante: exigir a distribuição do valor correspondente ao controle em iguais condições a todos os acionistas, ainda que proporcionalmente à participação de cada um no capital social, pode conduzir à determinação de restrições às possibilidades de transferência, em face do desestímulo do controlador em abrir mão de parte do valor que poderia receber por inteiro, caso não tivesse que repartir com os demais membros da companhia.

No plano nacional, para o professor Calixto Salomão Filho[77], o sobrevalor de controle deve ter como destino a totalidade dos acionistas, seja qual for a classe de ações por eles titularizadas, toda vez que o valor do controle tenha sido atribuído com base na perspectiva de rentabilidade da companhia.

Cândido Motta[78] partilha dessa visão, no entanto, remete o seu entendimento à inexistência de diferenciação entre minoritários ordinários e preferenciais na lei societária de 1976 e ressalta que, se nem a lei era provida de referida distinção, não poderia a

---

[76] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 301.

[77] SALOMÃO FILHO, Calixto. Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas. In: _____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 131-136.

[78] MOTA, Nelson Cândido. Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da lei das S.A. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXI, n. 46, 1982, p. 41.

Resolução nº 401/1976 fazê-lo; ainda segundo o autor, estabelecer diferenças entre esses dois grupos de acionistas significaria dizer que existe desigualdade patrimonial entre eles.

A ex-diretora da CVM, Norma Parente[79], adepta dessa doutrina, sustenta o seu entendimento com base no fato de que todos os acionistas que colaboraram para a formação do capital da companhia devem ter os mesmos direitos patrimoniais.

Nessa mesma esteira, Waldirio Bulgarelli pondera:

> [...] o não controlador, que não recebeu dividendos durante muito tempo, pela política imposta pelo controlado de fortalecer a empresa, tem direito a reclamar quando o controlador, aproveitando-se dos resultados dessa mesma política, vende com ágio astronômico as suas ações de controle. [...] Ao vender o controle [...] com grandes lucros, está-se vendendo, subjacentemente, os intangíveis e mais propriamente o aviamento da empresa. [...] o certo será a distribuição, ao menos do ágio, entre todos que contribuíram para o fortalecimento da empresa[80].

Outro entendimento de relevo prende-se aos ensinamentos de Luiz Leonardo Cantidiano[81], para quem o valor do controle deve ser dividido entre todos os acionistas da companhia, sejam eles preferenciais ou ordinários, apenas nas hipóteses em que haja ulterior incorporação da companhia, dado que em uma mera troca de posição no controle os intangíveis permanecem no patrimônio da companhia e, portanto, integrando o patrimônio de todos os acionistas.

2.2.1.2 O Sobrevalor do Controle Deve Ser Pago Exclusivamente ao Controlador

No plano internacional, o primeiro posicionamento de relevo está consubstanciado nas visões de Posner[82], Easterbrook e Fischel[83] e Manne[84] e remete a uma

---

[79] PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Forense, 2002. p. 39-40.

[80] BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*: de acordo com a reforma Lei nº 6.404/76, p. 158-160.

[81] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXIV, n. 59, 1985, p. 62.

[82] POSNER, Richard. *Economic analysis of law*. 3. ed. Boston: Little Brown and Company, 1986. p. 385 e ss.

postura mais liberal, em que o prêmio pago pelo poder de controlar a companhia, quando de sua alienação, deve pertencer exclusivamente ao controlador. Nessa linha, não haveria que se falar em qualquer abuso a ser disciplinado em lei, relativamente à apropriação do *plus* de controle pelo seu vendedor.

Dentre os defensores dessa linha, vale destacar os argumentos de Easterbrook e Fischel[85], para quem negar a identidade entre a titularidade do controle e a legitimidade para receber o prêmio que lhe seja correspondente desestimularia o controlador a ceder a sua posição jurídica. Com base em uma perspectiva funcional de transferência de controle, qualquer entendimento em sentido contrário poderia ser ineficiente do ponto de vista socioeconômico, uma vez que operações de transferência de controle que poderiam trazer benefícios aos participantes da companhia deixariam de ser realizadas ou seriam operadas em menor número.

No plano nacional, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira[86] criticam as teorias que determinam igualdade de condições aos acionistas no âmbito do compartilhamento do valor correspondente ao prêmio de controle. Primeiro, os autores alegam que o valor correspondente ao controle não integra os ativos da companhia, o que é demonstrado pelo fato de ele surgir e desaparecer sem causar nenhum impacto patrimonial. Sobre o assunto, explicam que a igualdade dos direitos reservados "às ações de mesma espécie e classe da sociedade anônima diz respeito à estrutura interna da sociedade e aos direitos de participação que integram cada ação [...] e tem por objeto valores que existem no patrimônio da companhia e não nas outras ações da mesma companhia". Acrescentam a isso o fato de que, no mais das vezes, o controle surge como um feixe de acordos ou operações realizadas entre os acionistas, não havendo envolvimento, portanto, da companhia cujo controle se está tratando.

---

[83] EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Corporate control transactions. *Yale Law Journal*, n. 91, 1982, p. 698 e ss.
[84] MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Politics and Economics*, 1965, p. 110 e ss.
[85] EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. London: First Harvard University Press, 1996. p. 117-118.
[86] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 2. ed., 1996, p. 653.

Os autores[87] ainda justificam a atribuição exclusiva do valor do controle ao controlador com base nas seguintes premissas[88]:

> (1º) [...] toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações, que o asseguram;
>
> (2º) [...] o valor das ações resulta do direito que confere de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o controle decorre do poder de determinar e definir suas políticas;
>
> (3º) [...] o Anteprojeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias, dos quais não participam os acionistas minoritários; e,
>
> (4º) [...] seria, pois, incoerente se se pretendesse, para efeitos de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.

Em igual sentido, verifique-se ainda a menção expressa na Seção VI, *d*, da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, referente à Lei nº 6.404/1976: "o Projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários". O mesmo dispositivo ainda assevera que "seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico". A exemplo do que acontece nos Estados Unidos até hoje, o entendimento era, portanto, o de que o prêmio de controle podia ser legitimamente apropriado pelo seu vendedor.

---

[87] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Fundamentos da reforma das S/A. Rio de Janeiro: AEDE-SBERJ, 1976. p. 22-23. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 76, 1989, p. 17.

[88] Bulhões e Lamy explicam que o valor correspondente ao controle acionário é diverso das ações que lhe correspondem, sendo-lhes diferente em seu valor econômico "das ações que compõem o bloco de ações de *per si* consideradas". As duas principais razões endereçadas pelos autores como motivadoras para que o mercado atribua ao bloco de controle valor superior em relação às demais ações são as seguintes: (i) primeiro, reconhece-se o bloco de controle como coisa coletiva e não de acordo com as ações que o integram, individualmente consideradas; e (ii) a atribuição pelo mercado desse sobrevalor não se pauta pelo fato de serem ações de controle, mas sim "pelo poder de orientar os destinos da companhia e a segurança (criada por esse poder) do capital aplicado no conjunto das ações que formam o bloco de controle" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, 2. ed., 1996. v. II, p. 652).

2.2.1.3 O Sobrevalor do Controle Deve Ser Partilhado entre Controlador e Minoritários

Por vezes o controle e a sua alienação se identificam com a própria organização empresarial. Ainda que não seja a regra, quando se verifica uma situação dessa natureza, a disciplina da alienação do controle passa a ser vista sob outro enfoque, sobretudo no que diz respeito à proteção dos minoritários.

Com efeito, o professor Fábio Konder Comparato[89] explica que a identificação objeto-poder-dever sobre o objeto apenas ocorrerá quando o exercício do poder se destinar, *ab initio*, à modificação substancial do objeto. Em outros termos, o poder e o objeto identificar-se-ão quando aquele for exercido no sentido de promover a transformação substancial deste.

Pode-se ilustrar a hipótese aventada com emblemático julgado do Superior Tribunal de Justiça (STJ)[90] a respeito da amplitude da oferta pública de aquisição, exigida pela LSA, art. 255. Muito embora esse não seja o tema central deste estudo, uma vez que se tratará tão somente de operações de alienação de controle, mais ainda, de companhias fechadas, importa abrir um parêntese para mencionar que há três principais acórdãos que suscitaram polêmica no STJ e que dizem respeito à necessidade de inclusão das ações preferenciais sem direito a voto na oferta pública de aquisição.

O primeiro acórdão (Recurso Especial nº 2.276), julgado pela primeira turma do STJ, decidiu que a oferta pública de aquisição determinada pela lei societária, para fins de proteção dos acionistas minoritários, abrangia apenas as ações com direito a voto. A justificativa pautava-se no fato de que, uma vez sendo as ações sem direito a voto totalmente desprovidas de poder político, não deveriam ser beneficiadas pela oferta pública.

O segundo acórdão (Recurso Especial nº 34.834-5) refletiu posição contrária. Nesse julgado, a terceira turma do STJ decidiu que, havendo alienação de controle seguido

[89] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 114.
[90] Resp. nº 34.834-5-PR, 3ª Turma, Rel. Min. Waldemar Zweiter, j. em 14.9.1993.

da incorporação da sociedade controlada, ao contrário do entendimento que prevaleceu no acórdão indicado (Recurso Especial nº 2.276), a oferta pública de aquisição deveria ser estendida às ações preferenciais sem direito a voto.

Com o objetivo de resolver essa aparente contradição entre os dois julgados, foram opostos embargos de divergência contra a decisão tomada no citado Recurso Especial nº 34.834-5. Contudo, após acalorados debates, o STJ manifestou-se pela inexistência de contradição entre os dois julgados, pois as circunstâncias submetidas a juízo eram distintas em cada um deles: no primeiro (Recurso Especial nº 2.276), a situação descrita era apenas a alienação de controle acionário; já no segundo (Recurso Especial nº 34.834-5), o julgado dizia respeito à hipótese de alienação seguida de incorporação. Assim, o STJ entendeu não haver nenhuma contradição nos julgados proferidos, apesar de, no primeiro, as ações preferenciais terem sido excluídas da oferta pública e, no segundo, incluídas.

Interessa neste ponto do presente estudo, no entanto, a discussão travada no âmbito do referido Recurso Especial nº 34.834-5 a respeito da diferenciação entre a cessão do controle e a cessão da organização empresarial.

De acordo com o referido acórdão, há cessão da empresa no caso de alienação seguida de incorporação. Afirma-se que "tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a essa o preço dessa aquisição". O julgado ainda assume "ser antijurídico que esse preço total da aquisição da empresa (não o preço de aquisição do controle simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada desproporcionalmente à sua participação no acervo empresarial".

Com base nessa afirmação, indaga-se se apenas no caso de transferência do acervo empresarial, com o desaparecimento da personalidade jurídica, esse prejuízo poderá ocorrer.

Na visão de Comparato, a inserção da sociedade em uma estrutura empresarial, que implique a manutenção da personalidade jurídica, faz supor uma possível alteração da perspectiva de lucro do acionista. O autor complementa afirmando que nas situações em que referida inserção é acompanhada de uma mudança do direcionamento empresarial, essa perspectiva é ainda mais aviltante. Assim é que pondera não ser "possível alterar a

organização empresarial à qual aderiram em função de determinada expectativa de lucro terceiros acionistas sem atingir gravemente seus interesses"[91].

A par disso, o autor esclarece seu posicionamento a respeito do que entende sobre a destinação do sobrepreço atrelado ao controle no momento de sua alienação: "eles [todos os acionistas da companhia] são titulares não apenas do acervo empresarial, mas também da organização empresarial, tanto quanto os controladores, devendo receber o co-respectivo pelo seu valor quando da alienação de controle"[92].

Em breve síntese, para Comparato, a limitação do sobrepreço pago pelo controle aos acionistas controladores e minoritários com direito a voto justifica-se apenas quando referido sobrevalor constitui contraprestação direta do direito de voto, ou seja, "quando o comprador está pagando a mais meramente pelo interesse de empregar capitais sob gestão alheia (no sentido de gestão empresarial e não meramente administrativa). Nesse caso o sobrepreço é pura contraprestação do voto"[93].

Isso ocorrerá toda vez que ao novo controlador não interessar dispor ou redirecionar a organização societária, mas sim, mantê-la em pleno funcionamento, tal como originariamente o fazia. Com o fim de identificar casos em que isso possa ocorrer, Comparato prescreve uma fórmula que relata ser bastante comum nessas situações, nas quais:

> Normalmente, as avaliações realizadas para a venda do controle não se fazem levando em conta o diretamente o valor do patrimônio líquido somado aos valores imateriais, mas sim, a perspectiva de rentabilidade da empresa, já que o interesse do adquirente não é dispor da organização, mas sim, obter o lucro que esta pode gerar. Não há, portanto, valores imateriais que sejam sonegados aos acionistas minoritários. Não há, consequentemente, qualquer prejuízo[94].

Com isso se quer dizer que uma organização empresarial em operação produz lucros e, portanto, deve ser avaliada com base na sua perspectiva de rentabilidade. Ao revés, apenas uma sociedade que se quer extinguir é avaliada pelo seu patrimônio líquido,

---

[91] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 116.
[92] Ibidem, loc. cit..
[93] Ibidem, loc. cit..
[94] Ibidem, loc. cit..

acrescido ou não de bens imateriais relevantes. "É o valor de liquidação da organização, ao invés do 'valor de funcionamento'"[95].

Nessa mesma trilha são as explicações de Roberta Nioac Prado[96], a qual desenvolve sua linha de raciocínio por meio do conceito de empresa. A LSA, art. 2º, reconhece a empresa ao definir que "pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo". Também o Código Civil (CC), art. 966, define o empresário como sendo aquele que profissionalmente exerce atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou serviços. Na sequência, o referido Código, art. 982, estabelece que, "Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário [...]".

A par disso, a autora segue na linha de que a base para o desenvolvimento do exercício da empresa – da atividade econômica organizada – é o *estabelecimento*, o qual integra o patrimônio da pessoa jurídica. Esse patrimônio, formado por um conjunto de bens organizados, possui um valor consubstanciado em seu *potencial de lucratividade*. Esse potencial nada mais é do que o *goodwill*, que se afigura com valor superior à soma de cada um de seus elementos considerados isoladamente. Tudo isso para dizer que é com base nesse potencial de lucratividade – perspectiva de rentabilidade da empresa – que se costuma precificar o sobrepreço do controle, o que significa afirmar que, do ponto de vista econômico, "esse valor, reconhecido pelo mercado, é o valor que se atribui ao poder de controle, sem dúvida ele faz parte do patrimônio da empresa e, portanto, do patrimônio de todos os acionistas e não do patrimônio exclusivo da acionista controlador"[97].

Se, no entanto, o intuito for o de "redirecionar radicalmente, subordinar ou extinguir a organização societária, há identificação objeto-poder (dever). Alienar o controle é alienar bem da empresa (organização), que deve ser dividido entre todos os acionistas"[98].

A partir disso é que o professor Comparato passa a identificar as situações em que se verifica com maior acento a efetiva cessão da organização empresarial e que justificaria que o sobrepreço do controle fosse dividido entre todos os acionistas da

---

[95] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 116, p. 269.
[96] PRADO, Roberta Nioac. Fundamentos jurídicos e econômicos da OPA a posteriori (tag along) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa. *Revista Direito GV*, v. 2, n. 1, p. 172-173, jan.-jun. 2006.
[97] Ibidem, loc. cit.
[98] Ibidem, loc. cit..

companhia. Para que isso ocorra, é necessário que se apure, por parte do cessionário, o intento de alterar de modo substancial o direcionamento empresarial, de modo a "alterar ou deslocar o centro de coordenação da influência recíproca entre os atos societários. É a essa coordenação que dá-se o nome de organização na teoria societária"[99]. Três são os exemplos de maior expressão.

O primeiro deles se relaciona à aquisição de controle seguida de incorporação. O autor explica que com a nova redação introduzida no art. 264 da LSA, o sobrepreço pago ao controlador deve ser necessariamente incluído no valor do reembolso, ao menos se esse for identificado ao valor econômico. A admissão dessa interpretação significa reconhecer que o valor do controle deve pertencer à companhia, uma vez que deve ser dividido, via recesso, com a totalidade dos acionistas. "Se não deve ser pago a ela, como defendido no clássico ensaio de Berle e Means, ao menos deve ser repartido entre todos os acionistas"[100].

O segundo exemplo diz respeito à aquisição de controle com posterior constituição de grupo de direito. Como a regulamentação dos grupos de direito permite a subordinação dos interesses da sociedade e a distribuição desigual de resultados e prejuízos, é certo que a cessão da organização transferirá o feixe de interesses e contratos da controlada para a controladora. Para o professor Comparato, "nesse caso, não há como não reconhecer aos minoritários sem direito a voto, no momento da alienação do controle, sua parte no sobrepreço oferecido aos controladores"[101]. Impende notar que no tocante aos grupos de fato, dado que não existem elementos estruturais e legais capazes de demonstrar a cessão da organização – como o desaparecimento da personalidade jurídica no caso das incorporações e do desaparecimento da independência de decisões, na hipótese dos grupos de direito – não se pode presumir a cessão da organização, de sorte que "os minoritários ficam, portanto, adstritos à proteção imperfeita e incompleta da regra de conflito de interesses da lei societária"[102].

O terceiro e último exemplo está na aquisição do controle visando eliminar a organização empresarial, mediante a sua dissolução. Nesse caso, "verificado o evento

---

[99] PRADO, Roberta Nioac. Fundamentos jurídicos e econômicos da OPA a posteriori (tag along) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa. *Revista Direito GV*, v. 2, n. 1, p. p. 116.
[100] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 2. ed.,São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977. p. 117.
[101] Ibidem, p. 118.
[102] Ibidem, loc. cit..

(dissolução) e estabelecida sua ligação funcional com a alienação de controle, não parece haver dúvida da existência da cessão de organização empresarial"[103].

Com efeito, quando a cessão do controle é realizada como uma etapa inicial de uma operação que se preste a transferir ao adquirente todo o acervo da companhia, é antijurídico atribuir ao cedente do controle a totalidade do sobrepreço pago pelo controle, uma vez que inclui o aviamento da empresa. Seria o equivalente a privar os não controladores de direito essencial de participação no acervo da companhia, conforme previsto na LSA, art. 109, inciso II. Assim, por se tratar de um direito essencial é que "ele se exerce toda vez que a companhia, como organização empresarial autônoma, deixa de existir, total ou parcialmente, seja por liquidação, seja por incorporação, fusão ou cisão (dissolução parcial)"[104].

A análise de cada um dos posicionamentos ora esboçados permite verificar, em princípio, que muito embora haja entendimentos e justificativas nos mais variados sentidos, a razão evidencia estar com aqueles que entendem que, do ponto de vista exclusivamente jurídico, o prêmio pelo poder de controle deve ser pago unicamente ao acionista controlador alienante.

Isso porque o poder de controle pertence unicamente ao seu titular, que é o controlador, o qual possui deveres e responsabilidades em relação a ele, os quais não são partilhados com os minoritários. Nessa toada, se o controlador falhar em suas atribuições, poderá ser penalizado, situação essa que não se estende aos demais acionistas. Assim, nada mais justo que receba integralmente a contrapartida econômica por assumir os deveres e responsabilidades apontados.

No entanto, não se pode furtar ao reconhecimento de duas realidades que podem implicar o delineamento de contornos diversos ao entendimento ora esposado. Nesses termos, em um ambiente saudável de mercado, as ações de controle não valem muito mais do que as demais ações, justificando-se o sobrevalor das ações do controlador apenas pela maior carga de deveres e responsabilidades assumidos perante a companhia. Com isso, o sobrevalor do controle constituiria mera compensação pelos deveres e

---

[103] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 2. ed., p. 118.
[104] Ibidem, p. 314.

responsabilidades adicionais a ele atribuídos, não havendo que se falar, portanto, em repartição com os demais acionistas, ainda que titulares de ações de mesma classe.

Já em um ambiente em que há distorção desses valores, o sobrevalor embutido nas ações de controle não diz respeito apenas aos deveres e responsabilidades assumidos em maior grau pelos controladores, mas sim, à possibilidade de que possa extrair benefícios privados da companhia. Em situações como essa, costuma-se verificar o pagamento de elevados prêmios de controle, os quais podem estar associados ao interesse do novo controlador em dispor, redirecionar, subordinar ou extinguir a organização societária, a qual pertence, como assinalado, a todos os acionistas e, portanto, o valor a ela correspondente que seja recebido pela venda do controle deve ser partilhado entre todos os acionistas na proporção detida no capital da companhia.

A par disso e retomando-se o que foi discutido no tópico anterior, uma vez sendo reduzida a capacidade de extração de benefícios privados de controle, também menor será o sobrevalor das ações de titularidade do controlador, isto é, o incremento no preço dessas ações terá como fundamento tão somente os deveres e responsabilidades próprios da condição de controle. Nesse caso a regra mais adequada seria aquela inserida nos ditames do sistema de mercado, o qual defere ao controlador ampla liberdade para a venda de suas ações, sem que haja interferência dos demais acionistas ou restrições de qualquer outra ordem. Ao revés, caso seja elevada a capacidade de obtenção de benefícios privados de controle, o sobrevalor das ações não terá como referência os atributos particulares da condição de controlador, mas sim, a possibilidade de desvio da riqueza dos demais acionistas mediante expedientes de extração de benefícios privados de controle. Nessa hipótese, a regra do tratamento igualitário mostrar-se-á mais eficiente, uma vez que o prêmio poderá ser dividido com os demais acionistas.

2.3 Fundamentos e Limites da Regulação e Autorregulação da Transferência de Controle – A Lei É Necessária para Reger as Relações Societárias das Companhias Fechadas?

Após a análise e discussão das várias questões propostas neste estudo, emergem naturalmente as seguintes indagações: a legislação societária realmente é necessária no contexto das companhias fechadas? Por que não abolir a positivação das regras e permitir que as partes negociem seus contratos da forma que melhor lhes aprouver?

Uma possível resposta estaria no fato de que a previsão legal de regras mínimas reduz os custos de transação das partes, uma vez que teriam que negociar apenas o que não tivesse estabelecido em lei.

Nesses termos, há uma série de regras já determinadas em lei, como aquelas que tratam das próprias formas societárias e das normas que devem reger cada uma delas – *e.g.*, voto, capital, recesso, deveres dos acionistas e administradores, dividendos, preferência etc..

As aludidas regras necessariamente seriam contratadas pelas partes, e a lei desempenharia a função de um contrato pronto para ser operado, sem impor nenhum custo de utilização pelas partes, às quais restaria apenas negociar as regras específicas do negócio pretendido.

Além disso, por mais que as partes concentrem seus esforços em antecipar a maior quantidade de problemas que poderão emergir da relação societária, é certo que, em razão da complexidade dos negócios, terão apenas a conjectura do cenário provável, mas não o delineamento preciso de todas as possíveis ocorrências. Assim, caberá às partes recorrer à lei e aos princípios que regem a matéria para completar aquilo que não fora por elas estabelecido contratualmente.

As regras societárias eficazes são aquelas que podem ser uniformemente aplicadas, com a finalidade de maximizar o valor da operação desejada pelas partes. Não

há sentido em formular normas que as privem do poder de barganha ou que de alguma maneira prejudiquem a higidez dos negócios empreendidos.

Um dos principais estudos em torno do debate das regras estruturais das companhias está consubstanciado na obra de Easterbrook e Fischel, na qual os autores definem a sociedade anônima como um complexo de contratos formados livremente pelos agentes que a integrem[105].

O modelo teórico proposto pelos estudiosos traz consigo implicações relevantes para uma série de temas de direito societário, dentre os quais destaca-se a análise das funcionalidades das regras basilares à estrutura das sociedades e daquelas destinadas à regulamentação das relações entre seus participantes.

Dentre os importantes estudos acerca da estrutura econômica do direito societário, Frank Easterbrook e Daniel Fischel[106], ao tratar dos custos de transação relativos à estruturação das relações constituídas nas sociedades anônimas, e das diferenças dos benefícios marginais existentes entre as grandes e pequenas corporações, reconheceram que os grandes conglomerados tendem a despender maior esforço na produção de regras que especifiquem suas relações do que empresas de menor porte, as quais se valem apenas dos regramentos genéricos existentes na legislação.

Ocorre que, muito embora certas companhias assumam custos mais elevados no intuito de prever o maior número possível de situações nos acordos societários, tendo em vista a multiplicidade que os fenômenos jurídicos possam apresentar, torna-se impossível a regulação de todas as relações jurídicas e das consequências delas resultantes.

---

[105] EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*, p. 15.

[106] "Diferenças nos custos de transação ou perspicácia são mais plausíveis, a não ser que exista alguma particularidade identificável que demande a existência de regras de governança específicas. Grandes companhias entendem ser válido o esforço em especificar relações que outras deixam em aberto, tendo em vista que os ganhos em se prever certas estruturas crescem na mesma proporção que o tamanho da companhia. Assim como investidores menos experientes se beneficiam da atividade de profissionais, pequenas companhias também se beneficiam da atuação de negociadores profissionais que resolvem problemas estruturais para grandes companhias." Tradução livre do original: "Differences in transaction costs or perspicacity are more plausible unless there is some identifiable difference that calls for different rules of governance. Larger firms will find it worthwhile to specify things others leave open, because the gains from resolution increase with the size of the firm. As amateur investors benefit from the work of professionals, so smaller firms can benefit from the work of professional negotiators who solve problems for larger firms." (ibidem, p. 34).

Herbert Hart[107] justifica as razões da impossibilidade de se compreenderem todas as relações jurídicas sob o manto do direito positivo e até mesmo dos próprios contratos privados em duas dimensões: a primeira, de caráter quantitativo, identifica que a mesma capacidade criativa humana que torna o direito um fenômeno social vivo e contínuo, restringe a possibilidade de se prever, de modo conclusivo e exaustivo, todas as relações que possam ser formadas entre os sujeitos de direito; a segunda, por sua vez, de caráter interpretativo, revela que diante da impossibilidade de se englobar no direito positivo todo fenômeno jurídico, a interpretação da juridicidade das relações dispostas no ordenamento jurídico não pode nele se esgotar.

É de se notar que, ainda que fosse possível ao direito positivo antecipar todas as situações suscetíveis a emergir das relações formadas no âmbito da sociedade, a adoção dessas normas conduziria ao conflito com outros interesses que ao direito cabe proteger, como, *e.g.*, a livre iniciativa das partes, a autonomia privada, a livre concorrência etc.. Uma margem de incerteza deve ser tolerada e até mesmo pretendida pelos agentes, para que não fiquem engessados a regras estanques e inflexíveis.

Com efeito, as limitações do regulador e das partes constituintes da sociedade em disciplinar específica e detalhadamente todas as situações que possam surgir no âmbito do exercício de suas atividades devem ser compreendidas como uma característica intrínseca às próprias relações humanas, as quais, muito embora não possam ser antevistas em sua integralidade, devem ser minimamente reguladas, para que se garanta certa ordem e segurança jurídica nas transações econômicas.

Nesse ponto, de acordo com o modelo analítico de regras jurídicas de Herbert Hart[108], o direito deve ser compreendido como um conjunto de regras, composto por duas categorias principais, chamadas por ele de primárias e secundárias.

---

[107] HART, Herbert L. A. *The concept of law*. Edited by Penelope A. Bulloch and Joseph Raz. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 1994. p. 52.

[108] "Sob as regras do primeiro tipo, as quais podem ser consideradas básicas ou de tipo primário, são determinadas obrigações ou limitações aos agentes, independentemente de sua vontade. As regras do outro tipo são, de certo modo, parasitárias às primárias. As regras secundárias permitem aos agentes, mediante a introdução de novas regras primárias, que extingam ou modifiquem regras antigas, ou, em diversas formas, determinem ou controlem a incidência das regras primárias. As regras do primeiro tipo determinam deveres, enquanto as do segundo estabelecem regras que levam não somente a modificações físicas ou alterações, mas também à criação e variação de deveres e obrigações". Tradução livre do original: "Under rules of the one type, which may well be considered the basic or primary type, human beings are required to do or abstain from certain actions, whether they wish to or not. Rules of the other type are in a sense parasitic upon or

Para o autor, as regras primárias devem ser aquelas que impõem obrigações e limitações aos sujeitos de direito, ao passo que as secundárias devem ser as que lhes atribuem capacidade para, pública ou privadamente, realizar certos atos jurídicos, como aqueles que derivem das relações constituídas no âmbito das sociedades anônimas.

A própria natureza das espécies de regras que compõem o modelo preconizado por Hart revelam a importância da classificação por ele proposta, na medida em que, muito embora existam regras permissivas à contratação entre os acionistas, como a de constituir a companhia e encetar negociações a seu respeito, há uma série de normas que limitam a atuação de seus agentes, as quais se justificam na finalidade social que deve ser observada pelos controladores e, em última instância, pela própria companhia.

Com a terminologia extraída do modelo Hartiano, surge a indagação acerca da dimensão de atuação do regulador no que tange às relações de natureza societária, *i.e.*, caberia ao legislador ater-se à elaboração de regramentos mínimos, a serem observados por qualquer sociedade anônima, ou avançar e produzir normas específicas de certos negócios – *e.g.*, relacionadas a restrições de alienação do controle – que, em princípio, poderiam ser disciplinadas apenas pelos acionistas?

Considerada a possibilidade de implementação daquilo que Easterbrook e Fischel designam por *modelo estrutural ótimo* da sociedade anônima, os autores sustentam que o regulador deve se ater a prescrever tão somente os termos e condições que sejam essenciais para qualquer companhia, cabendo aos seus participantes regularem supletivamente as próprias relações, sem as amarras determinadas pelo legislador[109].

De acordo com a premissa econômica dos autores em questão, um dos fatores que influenciam no valor atribuído pelo mercado às companhias é a forma como são

---

secondary to the first; for they provide that human beings may by doing or saying certain things introduce new rules of the primary type, extinguish or modify old ones, or in various ways determine their incidence or control their operations. Rules of the first type impose duties; rules of the second type confer powers, public or private. Rules of the first type concern actions involving physical movement or changes; rules of the second type provide for operations which lead not merely to physical movement or change, but to the creation or variation of duties or obligations" (HART, Herbert L. A. *The concept of law*, p. 80-81).

[109] EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate Law*, p. 14.

estruturadas as leis societárias e o modo como são organizadas suas relações internas, uma vez que esses elementos afetam diretamente a perspectiva de lucro dos investidores[110].

Segundo essa concepção, as forças de mercado, por meio da livre iniciativa e livre competição entre seus agentes, determinam o preço dos valores nele negociados, bem como dimensionam o modelo regulamentar apontado como *ótimo* para cada companhia.

A teoria estrutural da sociedade anônima proposta por Easterbrook e Fischel tem como principal fundamento os custos que a regulação impõe às atividades econômicas. Assim, para que o bem-estar social, derivado das atividades econômicas da companhia, possa ser alcançado, é fundamental que a legislação societária se restrinja a regular apenas aquilo que não possa ser tratado de modo mais eficiente por meio de arranjos privados.

Desta feita, em vez de prescrever estruturas societárias complexas e obrigatórias que impliquem elevados custos aos acionistas, cabe ao legislador estabelecer regras de caráter genérico, restando aos agentes especificar aquilo que lhes trará melhores resultados nas atividades por eles desenvolvidas.

Com isso, denota-se que em razão das características peculiares das atividades de cada companhia e em face da complexidade das relações que possam ser formadas entre seus participantes, o melhor endereçamento da questão demonstra estar na regulação mínima da estrutura da companhia, como o meio mais adequado de se alcançar o modelo estrutural ótimo e, com isso, promover o bem-estar social mediante uma legislação mais eficiente.

Isso não significa dizer, contudo, que a atual legislação societária não mereça ser aprimorada, sobretudo no que diz respeito às companhias fechadas, nas quais pairam grandes incertezas e insegurança dos acionistas que não façam parte do controle.

É indubitável que a LSA dispõe sobre diversos direitos compreendidos como essenciais e também direitos dirigidos à minoria, no entanto, grande parte destes últimos

[110] Para Easterbrook e Fischel, "O preço reflete tanto os efeitos positivos ou negativos das leis societárias e dos contratos quanto os efeitos de produtos bons e ruins. Entretanto, este constitui outro exemplo do modo como os mercados transmitem o valor da informação por intermédio do preço, que é melhor 'informado' que qualquer participante do mercado". Tradução livre do original: "The price reflects the effects, good or bad, of corporate law and contracts, just as it reflects the effects of good and bad products. This is yet another example of the way in which markets transmit the value of information through price, which is more 'informed' than any single participant in the market" (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate Law*, p. 14).

está direcionada apenas a matérias que devam ser deliberadas em assembleia ou pela administração da companhia, e operações como a transferência de controle, as quais não devem ser objeto de deliberação em nenhuma das instâncias da companhia, acabam por passar ao largo das proteções previstas em lei, restando aos acionistas mais prudentes contratar regras especiais no estatuto ou em acordos de acionistas quando ingressarem nos quadros sociais.

2.4 O Paradoxo da Não Contratação pelos Minoritários de Regras Protetivas ante a Insuficiência da Proteção Legal

2.4.1 A Incompletude Contratual e os Problemas de Autocontrole (*Self Control Problems*)

Hodge O'Neal[111], um dos maiores estudiosos de companhias fechadas, no tratado seminal intitulado *Close corporations, law and practice* (1958), identificou os principais mecanismos de opressão utilizados por acionistas controladores em detrimento dos não controladores e defendeu vigorosamente que os acionistas minoritários deveriam se proteger por meio de disposições contratuais e da adoção de variadas regras de governança corporativa.

[111] O'NEAL, F. Hodge. Restrictions on transfer of stock in closely held corporations: planning and drafting. *Harvard Law Review*, v. 65, p. 773-816, 1952; O'NEAL, F. Hodge. *Resolving disputes in closely held corporations*: intra-institutional arbitration. Cambridge: Harvard Law Review Association, 1954; O'NEAL, F. Hodge; THOMPSON, Robert B. *Close corporations, law and practice*. New York: Clark Boardman Callaghan, 1958; O'NEAL, F. Hodge; DERWIN, Jordan. *Expulsion or oppression of business associates*: "squeeze-outs" in small enterprises. Durham: Duke University Press, 1961; O'NEAL, F. Hodge; O'NEAL, F. Hodge; DERWIN, Jordan. *Expulsion or oppression of business associates.* Durham: Duke University Press, 1964; O'NEAL, F. Hodge; DERWIN, Jordan. *"Squeeze-outs" of minority shareholders*: expulsion or oppression of business associates. New York: Clark Boardman Callaghan, 1975; O'NEAL, F. Hodge; THOMPSON, Robert B. *O'Neal's oppression of minority shareholders*: protecting minority rights in squeeze-outs and other intracorporate conflicts. New York: Clark Boardman Callaghan, 1986.

Conforme se viu, muito embora o autor defenda a iniciativa dos próprios minoritários em celebrar contratos que os protejam, argumenta[112] que os tribunais, assim como os legisladores, deveriam conferir vasto amparo àqueles que não consigam fazê-lo.

Outros autores[113], no entanto, ponderam que definir de modo abrangente o termo *opressão* e se valer de amplas disposições de remediação pode significar a imposição de significativos custos para as companhias fechadas, uma vez que essas práticas aumentam as possibilidades de impasses, restringem o poder de gestão da administração e criam incentivos para que os minoritários se comportem de modo oportunista.

No centro do debate da opressão dos não controladores estão as mais variadas teorias sobre como os tribunais devem se posicionar em situações nas quais o acionista tenha ingressado na companhia sem negociar disposições contratuais que lhes garantissem alguma proteção.

Não é bastante observar que em relações de longo prazo, como aquelas formadas entre acionistas de companhias fechadas, os contratos geralmente serão incompletos, dada a impossibilidade de se antever todas as contingências e conflitos que poderão surgir no futuro.

Além desses motivos, os custos de transação constituem um dos principais fatores que conduzem à incompletude contratual e estão associados principalmente[114] (i) à obtenção de informações relativas a todas as partes envolvidas no negócio, do ambiente contratual e de potenciais contingências; (ii) à negociação das regras que irão reger a relação encetada; (iii) à racionalidade limitada das partes (impossibilidade de prever antecipadamente todas as situações futuras e inaptidão de processar todas as informações disponíveis); e (iv) custos relacionados ao estabelecimento de disposições que sejam exequíveis nos tribunais.

---

[112] O'NEAL, F. Hodge; THOMPSON, Robert B. *O'Neal's oppression of minority shareholders*: protecting minority rights in squeeze-outs and other intracorporate conflicts, p. 124.
[113] EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Close corporations and agency costs. *Stanford Law Review*, v. 38, p. 284-285, 1986.
[114] HART, Oliver. *Firms, contracts, and financial structure*: clarendon lectures in economics. Oxford: Oxford University Press, 1995. p. 23.

Muito embora os custos apontados expliquem uma das principais razões da incompletude contratual, observa-se que as partes frequentemente deixam de estabelecer disposições contratuais mesmo que o benefício em adotá-las exceda de modo significativo os custos de transação[115].

Alguns autores chegam a afirmar que, mesmo quando os custos de transação são zero, as partes podem optar por não adotar certas disposições contratuais se estas não forem exequíveis na justiça ou ineficazes perante terceiros[116] ou se, de alguma maneira, divulgarem à outra parte informações sigilosas[117].

Para uma melhor elucidação, em um estudo realizado em 1963 por Stewart Macaulay[118] sobre relações não contratuais no âmbito das relações negociais, o autor divulgou resultados da análise empírica realizada com cinquenta empresas no que tange à praxe comercial por elas seguidas no âmbito da gestão das suas relações de negócios.

A conclusão extraída por Macaulay foi a de que em um substancial número de casos, em vez de recorrer ao aparato legal, consubstanciado pelo direito dos contratos, os agentes econômicos preferiram se valer da palavra/compromisso de cavalheiros, configurada por uma mera correspondência ou por um gesto de aperto de mãos; isso, mesmo quando o negócio implicava a exposição de riscos consideráveis. Em outros termos, os operadores econômicos se recusavam a revestir a operação pelo invólucro contratual, abstendo-se de ativar as regras jurídicas suscetíveis a governar as relações por eles encetadas e, sobretudo, de determinar as consequências do seu descumprimento.

---

[115] Alguns economistas argumentam que teorias relativas à incompletude contratual são falhas, pois não explicam a propensão de agentes (mesmo os sofisticados) de manter os contratos incompletos mesmo em circunstâncias em que os custos de transação são baixos (BERNHEIM, B. Douglas; WHINSTON, Michael Dennis. *Incomplete contracts and strategic ambiguity*. Cambridge: Harvard Institute of Economic Research, 1997. p. 88).

[116] Economistas estabelecem modelo segundo o qual contratos são deixados incompletos em razão de disposições que valeriam apenas entre as partes, mas não seriam eficazes perante terceiros, tampouco exequíveis na justiça (HART, Oliver; MOORE, John. *Incomplete contracts and renegotiation*. New York: The Econometric Society, 1988. v. 56, p. 760).

[117] A economista Kathryn E. Spier discute modelo segundo o qual questões estratégicas e informações assimétricas podem levar à incompletude contratual (SPIER, Kathryn E. Incomplete contracts and signaling. *RAND Journal of Economics*, Cambridge, v. 23, 1992, p. 432).

[118] MACAULAY, Stewart. Non-contractual relations in business: a preliminary study. *American Sociological Revie*w, Wisconsin: American Sociological Association, v. 28, n. 1, p. 55-67, 1963. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2090458>. Acesso em: 3 fev. 2013.

No contexto das companhias fechadas, a doutrina[119] que defende o mais amplo espectro de proteção aos minoritários afirma que disposições mínimas de salvaguarda não são por eles negociadas no momento do ingresso na companhia por duas principais razões: ignorância ou excesso de confiança. Afirma que, nesse caso, os minoritários estarão protegidos se os tribunais fizerem que suas expectativas razoáveis – *e.g.*, influenciar na gestão da companhia – sejam atendidas.

Ao revés, a corrente que milita pela conferência de proteções limitadas aos minoritários[120] assevera que o silêncio desses acionistas ao ingressarem em dada companhia induz à conclusão de que preferiram ficar sujeitos às regras previstas em lei, inclusive àquelas que proporcionam poder absoluto aos controladores.

Esta seção do trabalho aborda o problema da contratação incompleta de uma perspectiva diferente, que traz para primeiro plano a natureza intertemporal da contratação e potenciais problemas relacionados aos interesses da própria parte contratante, no presente e no futuro, chamados de problemas de autocontrole.

Um estudo realizado na Universidade de Utah[121] demonstra que existem dois tipos principais de problemas de autocontrole, os quais, em última instância, constituem as verdadeiras fontes da incompletude contratual.

O primeiro deles trata da procrastinação, e o segundo, do estado psicológico[122] dos indivíduos no instante em que necessitam fazer uma escolha intertemporal ou quando

---

[119] BRADLEY, Edwin J. An analysis of the model close corporation act and a proposed legislative strategy. *The Journal of Corporation Law of Georgetown Law University*, v. 10, p. 830-840, 1985.

[120] "Mesmo os acionistas minoritários melhor informados não optariam pela adoção de ampla proteção se pudessem fazê-lo a custo de transação zero". Tradução livre do original: "Even fully informed minority shareholders, they argue, would not generally choose to adopt expansive protections if they could do so at zero transaction costs" (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Close corporations and agency costs. *Stanford Law Review*, v. 38, p. 284-285).

[121] UTSET, Manuel A. A theory of self-control problems and incomplete contracting: the case of shareholder contracts. *Utah Law Review*, 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=597143>. Acesso em: 15 mar. 2012.

[122] O segundo tipo de problema de autocontrole identificado no estudo em comento refere-se ao estado psicológico dos indivíduos no instante em que necessitam fazer uma escolha intertemporal ou quando essa escolha deva ser colocada em prática. Pesquisas revelam que, no momento de ingresso em uma transação, os agentes tendem a subvalorizar a potencialidade de comportamentos oportunistas da outra parte e daqueles que o próprio agente poderá desenvolver durante a relação. Esse seria o motivo pelo qual as partes subestimariam a necessidade de firmar contratos, sobretudo aqueles que contenham regras detalhadas sobre os mais variados problemas que possam surgir no negócio por elas encetado (LOEWENSTEIN, George; SCHKADE, David. A visceral account of addiction. *Getting hooked*: rationality and addiction. Cambridge: Cambridge University Press, 1999. p. 235-236).

essa escolha deva ser colocada em prática. Em razão do objeto de estudo aqui proposto, as discussões girarão em torno apenas do primeiro problema.

Conforme salientado, o problema de autocontrole objeto de análise consiste na *procrastinação*. Os agentes procrastinam porque avaliam apenas a gratificação imediata, isto é, tendem a conferir maior peso aos custos que incorrerão imediatamente do que àqueles a que estarão sujeitos apenas no futuro.

Na visão do economista George Akerlof[123], os indivíduos procrastinam "quando os custos presentes forem demasiadamente elevados em comparação com os custos futuros, induzindo os agentes a adiar tarefas para determinado momento futuro, sem prever as ações necessárias para quando este momento chegar, adiando-se novamente a tarefa em questão".

As decisões das partes sobre quais as disposições a serem adotadas para regular seu comportamento futuro são decisões intertemporais; elas devem ser feitas no presente e dizem respeito a ações que deverão ser colocadas em prática adiante ou se relacionam a fatores que irão afetar o bem-estar do agente no futuro.

De modo geral, as decisões são tomadas de acordo com as preferências atuais e futuras do agente. A decisão mais eficiente é aquela em que o tomador saiba que suas preferências não irão variar ao longo do tempo, isto é, a decisão presente não poderá ser alterada ou adiada quando de fato tiver de ser implementada no futuro.

Economistas[124] modelam as possíveis alterações das decisões tomadas no presente, mediante a utilização de descontos exponenciais, segundo os quais os benefícios futuros declinam em utilidade a uma taxa constante ao longo do tempo, o que incentiva os agentes a não mudarem de ideia a respeito do que já estava decidido.

Para ilustrar, veja-se o seguinte exemplo: está-se em janeiro e Caio deve fazer uma prova na faculdade, podendo optar por realizá-la em março, maio ou julho. Caio sabe

---

[123] Tradução livre do original: "[os indivíduos procrastinam] when present costs are unduly salient in comparison with future costs, leading individuals to postpone tasks until tomorrow without foreseeing that when tomorrow comes, the required action will be delayed yet again" (AKERLOF, A. George. Procrastination and obedience. *The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Hundred and Third Annual Meeting of the American Economic Association*, v. 81, Issue 2, p. 1-19, May 1991, p. 1).

[124] O'DONOGHUE, Ted; RABIN, Matthew. Doing it now or later. *American Economic Review*, 1999, p. 105-106. Vide, ainda: BROOME, John. Discounting the future. *Philosophy and Public Affairs*, v. 23, Princeton University Press, p. 143-154, 1994.

que o grau de dificuldade da prova aumentará à medida que os meses se distanciam, o que significa dizer que a prova do mês de março será a mais fácil e a do mês de julho a mais difícil. O aluno então escolhe fazer a prova em março, de modo a evitar passar por um teste mais difícil. Se Caio for consistente em suas preferências, quando o mês de março chegar, irá realizar a prova tal como já havia sido decidido em janeiro. Nesse caso, não há que se falar em problemas de autocontrole, uma vez que as preferências presentes (existentes em janeiro) não sofreram variações ao longo do tempo (se mantiveram em março), apesar da intertemporalidade da decisão.

Ocorre que, na prática, nem sempre isso acontece e, quando as decisões presentes variam ao longo do tempo, surgem os mencionados problemas de autocontrole.

Uma das principais alterações que costumam ocorrer se relaciona à procrastinação do ato que deva ser praticado, isso porque aqueles que possuem preferências inconsistentes, ou seja, que serão modificadas ao longo do tempo, tendem a conferir maior peso aos custos da decisão no presente e a reduzi-los pela metade quando considerado o momento futuro.

Para ficar mais claro, retorne-se ao exemplo de Caio. Os custos (na forma de dificuldade) de realização da prova aumentarão na seguinte proporção: março (10), maio (18) e julho (30). Se Caio for consistente em suas preferências, escolherá de pronto realizar a prova em março, uma vez que poderá minimizar seus custos (o custo será de 10 e não de 18 ou 30); contudo, se Caio for inconsistente, colocará mais peso no seu bem-estar atual e descontará o bem-estar futuro pela metade. Desse modo, ele irá procrastinar repetidamente sua decisão, e a prova será feita apenas em julho. Em março, Caio medirá o custo de seu bem-estar imediato e verificará que o valor é de 10, porém, se adiar para maio e descontar o custo do bem-estar futuro pela metade, incorrerá imediatamente no custo de 9 (metade de 18); por essa razão, decidirá por adiar a prova para maio. Em maio novamente terá o custo imediato de 18 ou, se adiar para julho, de 15 (metade de 30), então mais uma vez adiará a prova.

Essas reflexões se aplicam à celebração de contratos em geral. Os contratos, por natureza, imputam às partes custos imediatos e benefícios futuros. Esse *iter* que se forma entre momento da criação dos custos e do aproveitamento dos benefícios constitui um dos principais motivos pelos quais as partes repetidamente procrastinam negociar as

regras que irão pautar a relação, sobretudo no que diz respeito à negociação de disposições minuciosas acerca dos principais problemas e suas respectivas remedições.

Conforme observado no item 1.3.1 deste estudo, por força de determinantes do próprio sistema de controle concentrado, do qual fazem parte as companhias fechadas, é possível identificar uma série de custos a ele inerentes, como, *e.g.*: (i) efeito-entrincheiramento; (ii) alto índice de emissão de ações sem direito a voto; (iii) esquemas piramidais de participação em grupos de sociedades; (iv) ausência de diversificação de investimentos pelos acionistas de companhias fechadas; e (vi) negociação direta entre o titular do controle e o potencial adquirente.

Dessa perspectiva, caberá ao acionista examinar cada *tradeoff* a que estará exposto ao ingressar em uma companhia, de modo a decidir da maneira mais eficiente, sobretudo do ponto de vista dos custos de oportunidade: (i) ingressar na companhia e não celebrar nenhum contrato, evitando incorrer nos custos imediatos decorrentes de sua elaboração, mas assumindo o risco de suportar custos futuros mais elevados, (ii) ingressar na companhia e, de pronto, celebrar contrato com regras protetivas, de modo a complementar as salvaguardas determinadas em lei – nesse caso, os custos são incorridos logo no início da transação e isso não deve significar que ele não incorrerá em outros custos ao longo de sua permanência na companhia; (iii) ingressar na companhia e apenas após algum tempo celebrar contrato com o fim de estabelecer determinadas regras que lhe confiram maior proteção – nessa hipótese, muito embora o acionista não tenha enfrentado custos logo no início do negócio, poderá ter dificuldades de barganha, tendo em vista que já empregou seu capital na companhia e, nessa ocasião, já estará sujeito às possibilidades restritas de saída.

A celebração de contratos como mecanismo de proteção complementar ao quanto disposto em lei pode ser, portanto, vantajosa ou eficiente, sempre que os custos decorrentes de sua formalização sejam menores do que aqueles que possam ser enfrentados na submissão do acionista apenas ao regramento legal.

Conforme será visto no item 3.2 deste estudo, o controlador pode reverter exclusivamente para si as riquezas geradas pela companhia nas diversas formas, e, embora os mecanismos de que pode se valer sejam em sua maioria considerados atos abusivos do poder de controle e, portanto, atos ilícitos, sujeitos à ineficácia e à responsabilização do

controlador, o fato é que a lei muitas vezes acaba não sendo eficaz para impedir que os benefícios privados sejam aproveitados pelo controlador.

Assim, no cenário da realidade brasileira, evidencia-se que os custos serão tão maiores quanto mais escassas forem as regras de proteção estabelecidas pelos próprios acionistas em acordos e quanto mais tiverem sido postergadas em relação ao momento do ingresso na companhia. Em razão disso, costuma-se afirmar que "o acionista minoritário possui efetivo poder de barganha quando investe o capital. Aqueles que estão no controle normalmente necessitam do seu dinheiro nessa etapa. De fato, este deve ser o único momento em que o minoritário possui pelo menos igual poder"[125].

Ainda, o professor Calixto Salomão Filho[126], ao dissertar sobre a cooperação como elemento central da organização societária, eleva esse fator à condição de elemento conatural a qualquer sociedade – de pessoas ou de capital –, isso porque "o caráter associativo de todo contrato [...] revela-se através da comunhão de interesses entre os sócios. É esse o objetivo comum que os leva e deve levar à cooperação". Afirma, entretanto, que os tipos societários determinados por lei relevam-se incapazes de garantir clima cooperativo entre os sócios, o que tem difundido o uso em larga escala de acordos de acionistas como instrumento extrassocietário para alcançar a cooperação. "A conclusão é, portanto, que ou a cooperação é introduzida por via contratual (acordo de acionistas) ou não é possível constituir qualquer relação duradoura entre os sócios, comportando-se a sociedade como uma sociedade unipessoal de fato."

Com isso, chega-se a algumas conclusões preliminares: (i) a de que o enfoque do direito societário, no contexto do sistema de controle concentrado, deve ser o de estabelecer limites ao poder do controlador de extrair excessivos benefícios particulares da companhia; (ii) diante de um cenário em que o ordenamento dispõe de poucos mecanismos efetivos de proteção aos acionistas de companhias fechadas que não integrem o controle, a dita proteção será alcançada de modo mais eficiente mediante a celebração de acordos e, mais ainda, estes acordos deverão ser entabulados logo no momento do ingresso na

---

[125] Tradução livre do original: "The minority shareholder may have real bargain power at the time he invests his capital. Those in control normally are in need of his cash. Indeed, this may be the only time that the minority has a position of at least equal power" (SANTONI, Roland J. The developing duties of controlling shareholders and appropriate restraints on the sale of corporate control. *The Journal of Corporation Law*, n. 2, v. 4, 1979, p. 312).

[126] SALOMÃO FILHO, Calixto. Direito societário e o novo mercado. In: _____. *O novo direito societário*, p. 54-55.

companhia; (iii) nos referidos acordos, caso prevaleçam regras atinentes ao sistema igualitário, ou seja, na hipótese de se permitir que os acionistas não controladores vendam suas ações conjuntamente com o controlador, a situação ideal é que se estabeleça tratamento igualitário para a totalidade dos acionistas da companhia; todavia, caso preponderem as regras de mercado, em que o controlador possa vender livremente suas ações, deverá haver maior rigor no monitoramento desses acionistas, de modo a impedir transferências ineficientes para controladores com mais capacidade de extração de benefícios privados de controle.

Em breve síntese, a grande questão que se coloca está na mensuração da eficiência do estabelecimento de limitações ao poder do controlador antes do ingresso do acionista na companhia, mediante a estipulação de regras de proteção aos não controladores (controle *ex ante*) ou após o ingresso do acionista, pela submissão dos impasses que emergirem ao Poder Judiciário (controle *ex post*).

É nesse contexto que se insere a análise do papel da contratação pelos próprios acionistas de regras de indução sistemática de comportamentos, na perspectiva de que sejam estimulados à prática de atos cooperativos entre os agentes, buscando-se, pela confluência dos interesses dos mútuos, preservar o bem-estar geral.

No entanto, mesmo diante deste cenário em que fica clara a necessidade de contratação de regras suplementares àquelas previstas em lei, é certo que muitos investidores não o fazem e acabam tendo de se socorrer do Poder Judiciário de modo recorrente. Já dizia com maestria o professor José Alexandre Tavares Guerreiro que as descabidas regras processuais relacionadas às disposições da LSA, associadas "à morosidade, onerosidade e ineficiência do aparelhamento judiciário, respondem em grande parte pela inércia em que se acabam por quedar os acionistas preferenciais e ordinários minoritários, frente aos abusos e ilegalidades cometidas por administradores e acionistas controladores"[127].

Mas qual seria o motivo para que esses acionistas se omitam em contratar, mesmo estando cientes dos maiores custos que poderão enfrentar no futuro? Essa questão será objeto de análise na próxima seção deste estudo.

---

[127] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das minorias na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 25, n. 63, 1986, p. 111.

2.4.2 Motivação da Não Contratação pelos Minoritários de Regras Protetivas

Viu-se até o presente momento que a complexidade dos atos e a peculiaridade dos negócios desenvolvidos por uma companhia conduzem à assertiva de que a atividade do legislador deve cingir-se a elaborar normas de caráter geral, cabendo aos agentes delinearem o regramento específico que possa promover o bem-estar social.

Se essa é a justa conclusão para que uma companhia fechada possa ser mais eficiente, o que induziria seus acionistas, em especial os não controladores, a deixar de contratar essas regras específicas?

Cediço é que os minoritários podem reduzir o risco de opressão mediante a celebração de contratos. O professor O'Neal apresentava, de um lado, posição extremada, segundo a qual os tribunais e os legisladores deveriam se pautar por medidas amplas de proteção aos minoritários que não conseguissem fazê-lo; de outro lado, defendia a adoção usual, pelos fundadores de companhias fechadas, assim como pelos advogados que os assessorassem, de mecanismos contratuais para fins protetivos, o que foi chamado por ele de *prática do direito preventivo* (*the practice of preventive law*)[128].

No cerne do debate sobre a opressão, existem variadas e até conflitantes concepções sobre o que induz os minoritários a não se precaver mediante a contratação de regras de proteção no momento do ingresso na companhia.

Da leitura dos estudos de Stewart Macaulay[129], depreende-se que, em determinados casos, os contratos são tidos como desnecessários ao pleno desenvolvimento do negócio pretendido pelas partes, uma vez que as suas funções são assumidas por outros instrumentos (*e.g.*, seguros); outro fator que corrobora com a fuga dos contratos reside na circunstância de que existem diversas sanções de caráter não jurídico que se mostram suficientemente eficazes e aptos a substituir aquelas de caráter contratual. O autor também

---

[128] O'NEAL, Forest Hodge; THOMPSON, Robert B. *Close corporations, Law and practice*. New York: Clark Boardman Callaghan, 1958. p. 58.

[129] MACAULAY, Stewart. Non-contractual relations in business: a preliminary study. *American Sociological Revie*w, Wisconsin: American Sociological Association, v. 28, n. 1, p. 55-67, 1963. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2090458>. Acesso em: 3 de fev. 2013.

traz como motivo para a não utilização de contratos o fato de que o seu emprego pode ser contraproducente e antieconômico, dado que por vezes acarreta na lentidão e no retardamento das operações, enrijece as margens de adaptação das situações nele não previstas e, ainda, expõe as partes a elevados custos quando precisam executá-lo em juízo.

Os motivos apontados esclarecem, assim, por que "os participantes de companhias fechadas frequentemente declinam de elaborar contratos complexos para controlar seus futuros negócios, pois preferem negociar seus conflitos informalmente na medida em que aparecem"[130].

A teoria de Charles R. T. O'Kelley Jr., por sua vez, explica que os acionistas preferem não contratar regras de proteção no início da relação para que consigam ter flexibilidade de atuação nos quadros da empresa. Acreditam que possam negociar os pontos mais importantes da relação durante o desenvolvimento das atividades na companhia[131].

A teoria de Edward Rock e Michael L. Wachter[132], por sua vez, tenta explicar a ausência de contratação de regras protetivas por intermédio da figura do controlador, o qual preferiria não negociar cláusulas dessa natureza no início da relação com os minoritários para que não ficasse subentendida a sua desconfiança de que esses acionistas poderiam agir com oportunismo, caso o contrato não fosse celebrado.

Existe ainda a teoria[133] segundo a qual os minoritários não celebram contratos no momento do ingresso na companhia para demonstrar o grau de confiança[134] que

---

[130] Tradução livre do original: "participants in closely held corporations often decline to draft complex contracts to control their future dealings, instead preferring to deal with conflicts informally as they arise" (BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. Trust, trustworthiness, and the behavioral foundations of corporate law. *University of Pennsylvania Law Review*, June 2001, p. 911).

[131] O'KELLEY JR., Charles R. T. Filling gaps in the close corporation contract: a transaction cost analysis. *Northwestern University Law Review*, v. 87, p. 218-219, 1992.

[132] ROCK, Edward; WACHTER, Michael L. Waiting for the omelet to set: match-specific assets and minority oppression. In: MORCK, Randall K. *Concentrated corporate ownership*, p. 215.

[133] BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. Op. cit., p. 77.

[134] "Suponha que um potencial parceiro comercial se mostre armado com um advogado e um contrato de dez páginas carregadas de letras miúdas. O que esse comportamento sugere? Muito provavelmente certa relutância em confiar". Tradução livre do original: "Suppose a potential business partner shows up armed with a lawyer and a ten-page contract loaded with fine print. What does that behavior suggest? Most obviously, a reluctance to trust" (ROSE, Carol M. *Trust in the mirror of betrayal.* Faculty Scholarship Series. Paper n. 1.811, 1995, p. 531. Disponível em: <http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1811>. Acesso em: 13 abr. 2012). Sobre a relutância na contratação de advogados que possam auxiliar na formação de mecanismos de proteção no início da relação societária, o professor O'Neal assevera que "mesmo quando os acionistas preveem a possibilidade de dissenso no futuro, eles relutam em contratar e pagar os custos de

possuem na empresa e nos demais acionistas. Qualquer atitude diferente dessa poderia minar a confiança que muitas vezes se mostra frágil no início das relações.

Outra possível justificativa reside no fato de que os agentes em geral não estão dispostos a restringir suas próprias ações no futuro. A explicação encontra-se apenas no campo estratégico, mas também no psicológico. Estudos[135] demonstram que as pessoas frequentemente preferem tomar decisões que possam ser modificadas, pois, no futuro, podem não ficar satisfeitas com decisões do passado.

Outro motivo estaria no fato de que a celebração de contratos criaria um problema de oportunismo recíproco: quando uma parte fica restrita à prática de atos oportunistas, automaticamente o poder de agir desse modo é transferido para a outra parte. É preciso reconhecer, no entanto, que as limitações impostas a uma parte não necessariamente farão emergir brechas para que a outra aja com oportunismo.

Ainda há a teoria de que "os acionistas de companhias fechadas não conseguem antecipar situações que possam causar dissenso ou opressão, pois, na realidade, não têm consciência da própria vulnerabilidade"[136].

"Estudos ainda demonstram que no início de uma relação, os agentes tendem a se mostrar mais otimistas, confiantes e com boa vontade do que nos momentos subsequentes, o que induziria à opção de não firmar contratos"[137]. No entanto, de modo

---

advogados para reduzir essas contingências". Tradução livre do original: "foresee the possibility of future dissension, they are reluctant to call in and pay the costs of legal counsel to provide against contingencies" (O'NEAL, F. Hodge. Close corporations: existing legislation and recommended reform. *The Business Lawyer*, 1978, p. 124). Pesquisadores descrevem, por meio de estudo empírico, que mesmo empreendedores experientes podem optar por não procurar a ajuda de profissionais especializados no momento da formação do negócio (COOPER, Arnold C.; FOLTA, Timothy B.; WOO, Carolyn. Entrepreneurial information search. *Journal of Business Venturing*, Florida: Elsevier, v. 10, p. 114-118, 1995). Argumenta-se ainda que, no contexto das alianças estratégicas, "executivos geralmente contratam advogados para as negociações quando estas já estão muito avançadas e, ainda assim, minimizam o papel desses profissionais". Tradução livre do original: "executives often admit lawyers to negotiations as late as possible and even then minimize their role" (DENT, George. Lawyers and trust in business alliances. *The Business Lawyer*, v. 58, n. 1, p. 45-82, Nov. 2002, p. 45).

[135] GILBERT, Daniel T.; EBERT, Jane E. J. Decisions and revisions: the affective forecasting of changeable outcomes. *Journal of Personality and Social Psychology*, v. 82, 2002, p. 503.

[136] Tradução livre do original: "minority participants in a close corporation may not anticipate dissension or oppression, and indeed may be unaware of their vulnerability, so that they frequently fail to bargain for adequate protection against mistreatment" (O'NEAL, F. Hodge. *O'Neal's oppression of minority shareholders.* New York: Clark Boardman Callaghan, 1989. p. 97).

[137] Tradução livre do original: "A number of empirical studies have found that entrepreneurs forming new ventures are subject to higher degrees of overoptimism than non-entrepreneurs about their own talents and the prospects of their ventures" (O'NEAL, F. Hodge; THOMPSON, Robert B. *O'Neal's oppression of minority shareholders*: protecting minority rights in squeeze-outs and other intracorporate conflicts, p. 64).

paradoxal, é justamente no momento em que esses fatores estão mais evidentes que seria mais fácil a negociação de cláusulas contratuais entre as partes. Nesse sentido se direcionam as explicações do professor da Universidade de Utah, Manuel A. Utset, ao tratar das vantagens de se definir regras claras e detalhadas logo no início da relação societária:

> No entanto, existem inúmeras razões pelas quais o momento da formação do negócio é o mais oportuno para os acionistas adquirirem informações e abordarem questões contratuais. Primeiro, é, no momento da formação que os interesses de acionistas são mais suscetíveis de coincidir. Em segundo lugar, depois que a companhia já estiver em andamento e já tiver rendimentos, será mais difícil para os acionistas concordarem em modificar as regras que regem a sua relação, pois as alterações poderão impactar na distribuição desse rendimento. Em terceiro lugar, dado o alto custo de saída do acionista minoritário, é no início do negócio que este estará em melhor posição para minorar os riscos transacionais e realizar uma contratação preventiva. Finalmente, se as partes não conseguirem concordar com as regras do jogo no início do empreendimento, poderá cada uma seguir rumos diferentes ao invés de ambas ingressarem em um mesmo empreendimento[138].

Por derradeiro, os problemas de autocontrole esboçados no item 2.4.1 deste estudo também podem ser considerados na análise dos motivos que induzem os minoritários a silenciar no momento de ingresso na companhia.

Primeiro, aqueles que possuem preferências inconsistentes, ou seja, que preferem adiar uma decisão para que não incorram em – ou reduzam os – custos imediatos acabam por procrastinar repetidamente o momento de celebrar o contrato, e, na maior parte dos casos, os contratos acabam deixando efetivamente de serem celebrados.

---

[138] Tradução livre do original: "However, there are numerous reasons why the time of formation is the best time for shareholders to acquire this information and address contractual issues. First, it is at the time of formation that the interests of shareholders are most likely to coincide. Second, after the venture has started and corporate surpluses have been created, it becomes more difficult for shareholders to agree to change the rules governing their relationship, since making such midstream changes can raise distributional concerns. Third, given the high cost of minority shareholder exit, it is at the beginning of the venture that a minority shareholder is in the best position to discount for transactional risks and decide whether to engage in preventive contracting. Finally, if the parties cannot agree to the rules of the game at the beginning of the venture, they can each decide to go their separate ways before having made significant firm-specific investments" (UTSET, Manuel A. A theory of self-control problems and incomplete contracting: The case of shareholder contracts. *Utah Law Review*, 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=597143>. Acesso em: 15 mar. 2012). No mesmo sentido, argumentam Easterbrook e Fischel que "seria de se esperar que no momento da formação do negócio os acionistas tivessem fortes incentivos para resolver suas diferenças de uma forma ou de outra para que pudessem ter benefícios de um negócio rentável". Tradução livre do original: "one would expect that at the time of forming the ventures the shareholders will "have strong incentives to resolve their differences in one way or another to obtain the benefits of a profitable business" (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Close corporations and agency costs. *Stanford Law Review*, v. 38, p. 299).

Segundo, as partes podem deixar de adquirir informações necessárias à celebração do contrato, não porque seus custos excedam seus benefícios, mas sim, pelo simples fato de que elas procrastinam.

Procrastinar a aquisição de informações sobre riscos de transação e quais seriam as disposições adequadas para evitá-los pode fazer que as partes deixem seus contratos mais incompletos do que se tivessem obtido essas informações e incorrido em custos para definir as melhores regras de regência da relação entre elas.

Por fim, a existência de um viés de projeção das decisões no início da relação, conforme se viu, tende a fazer que as partes subestimem a possibilidade de efetivação de comportamentos oportunistas pela outra, o que as induz a decidirem pela desnecessidade de celebrar contratos naquele momento.

No caso de as partes deixarem de regular a relação entre elas, havendo impasses, o Poder Judiciário aplicará as regras gerais entabuladas na LSA e no Código Civil. A ausência de contratos significará que as partes optaram por regular a relação pelas leis existentes no ordenamento. Na maioria dos casos, no entanto, em que as partes possuem preferências inconsistentes, sem uma apuração mais profunda, não há como afirmar se a ausência do contrato significa a preferência pelas regras legais já existentes ou se a parte pretende celebrar o contrato, mas procrastina repetidamente. De qualquer forma, ainda que a parte pretenda celebrar o contrato em momento futuro, enquanto não o fizer, estará sujeita às disposições gerais previstas em lei.

Como se sabe, os acionistas podem regular diversos aspectos do relacionamento que passarão a ter entre si e com a companhia, explicando-se, por conseguinte, o fenômeno do contrato após a multiplicação e complexidade das operações econômicas.

Aliás, ao explicar a Lei de Maine, doutrinador inglês, para quem todo o processo de desenvolvimento das sociedades humanas se sintetiza como um processo de transição do *status* ao contrato, Enzo Roppo[139] teoriza que,

> [...] enquanto nas sociedades antigas as relações entre os homens [...] eram determinadas, em larga medida, pela pertença de cada qual a uma certa comunidade ou categoria ou ordem ou grupo (por exemplo a família) e pela

[139] ROPPO, Enzo. *O contrato.* Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 1988. p. 26.

> posição ocupada no respectivo seio, derivando daí, portanto de modo passivo e mecânico o seu status.

Explica o autor que, de outro modo, na sociedade moderna a tendência é que "cada vez mais, o fruto de uma livre escolha dos próprios interessados, da sua iniciativa individual e da sua vontade autónoma, que encontra precisamente no contrato o seu símbolo e o seu instrumento de atuação". Isso significa dizer que "a mera tipificação das figuras do controlador e do minoritário como tais não é suficiente para se presumir os direitos e deveres – além daqueles previstos em lei – que deverão ser imputados a cada qual, desempenhando o contrato instrumento fundamental no delineamento das regras aplicáveis".

Desse modo, cabe às partes regular, de antemão, diversos direitos e deveres que podem inibir a existência de comportamentos oportunistas, como, *e.g.*, (i) o estabelecimento de direitos de veto aos minoritários; (ii) possibilidade de eleição de membros da administração (ou ao menos a indicação de nomes) por esses mesmos acionistas; (iii) determinação de critérios de avaliação das ações para qualquer situação em que o acionista venha a deixar os quadros sociais, estabelecimento de regras de transferência das ações para terceiros; (iv) estipulação de critérios de bonificação e remuneração dos administradores; (v) determinação de percentual mínimo de dividendos; (vi) restrições sobre operação das ações; (vii) restrições sobre venda das ações; e (viii) formas de resolução de impasses.

2.4.3 Mecanismo de Mitigação dos Problemas de Autocontrole (*Self Control Problems*)

Conforme discutido na seção 2.4.1 deste estudo, o principal problema de autocontrole que interessa ao direito está relacionado às preferências inconsistentes, as quais são caracterizadas por modificações atinentes a uma decisão.

A mudança mais significativa diz respeito ao adiamento repetido do momento em que a decisão deva ser efetivada. Isso se deve ao fato de que os agentes conferem maior

peso aos custos que incorrerão imediatamente do que àqueles a que estarão sujeitos apenas no futuro.

Diante deste cenário, em que a comparação entre os custos imediatos e futuros conduz à procrastinação repetida da decisão, a solução mais lógica seria aquela capaz de reduzir os custos imediatos ou de aumentar os custos do adiamento de uma decisão.

A LSA estabelece ao longo de seu texto diversas disposições que podem ou devem fazer parte do estatuto da companhia, no entanto, nenhuma delas se refere às restrições de transferência das ações do acionista, bem como às condições de saída da companhia em caso de transferência de controle das companhias fechadas, dado que se trata de matérias a serem disciplinadas em eventual acordo de acionistas celebrado entre os seus integrantes.

Em face da inexistência de qualquer obrigação das partes em regular essas questões no estatuto ou em acordo de acionistas, muitas vezes os acionistas deixam de negociá-las e discipliná-las no início da relação, seja em decorrência dos altos custos de transação ou até mesmo da ignorância dos agentes.

Seja qual for o motivo, o fato é que o silêncio dos acionistas sobre o assunto poderá resultar em futuras disputas societárias, especialmente quando o minoritário se der conta do grau de dificuldade para desfazer-se de suas ações ou na ocasião em que verificar a existência de diversas restrições para que possa transferi-las a terceiros, caso sejam estipuladas no estatuto ou em acordo.

Com a finalidade de minorar os custos imediatos e de suprir eventual desconhecimento acerca da importância de se regular essas matérias, uma possível medida *de lege ferenda* seria o estabelecimento em lei da obrigatoriedade de regramentos mínimos a respeito das condições de saída e transferência de suas ações, incluindo critérios de precificação dessas ações em cada situação.

Defende-se, aqui, não a intervenção desenfreada do Estado na livre autonomia das partes, mas sim, a tentativa de reduzir, senão eliminar, possíveis contingências relativas a essas questões, que costumeiramente geram impasses e disputas perante os tribunais.

2.5 Fundamentos da Proteção aos Direitos dos Minoritários

2.5.1 O Princípio Majoritário e a Organização de Poderes

A manifestação da cooperação entre dois ou mais agentes para que seja alcançado determinado propósito é compreendida como fenômeno associativo e reflete a essência do direito de sociedades.

Para que se alcance a referida cooperação, preconiza o ordenamento jurídico uma gama de normas de conduta e de organização, capazes de ordenar e harmonizar as competências de ação das sociedades no âmbito dos relacionamentos internos e externos.

A diferenciação entre as relações internas e externas deriva da estrutura das coletividades, compreendendo as sociedades. As relações internas são aquelas firmadas entre acionistas, membros dos órgãos e a própria companhia, as quais demandam regras que demarquem as atribuições dos órgãos sociais e regras que tracem o marco da participação de cada membro na esfera jurídica da coletividade. As relações externas, de outro modo, são aquelas relacionadas a terceiros. Suas regras dizem respeito à responsabilidade da sociedade e dos membros dos órgãos perante terceiros e à responsabilidade dos acionistas pelas dívidas sociais.

Dentre as normas de organização, enfatizam-se aquelas atinentes à formação da vontade jurídica coletiva, as quais podem adotar basicamente dois sistemas fundamentais de votação: (i) aquele que requer a unanimidade[140] para a formação da deliberação positiva e (ii) o que pede a deliberação majoritária de votos a favor de certa matéria.

Tanto no regime das sociedades anônimas como no das sociedades limitadas, está clara a vigência do princípio da maioria para as deliberações sociais, mas nem sempre

[140] A constatação é inegável: "unanimidade ou maiorias muito elevadas produzem o mesmo resultado: garantem à minoria poder de veto" (FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da; SZTAJN, Raquel. *Código civil comentado*. São Paulo: Atlas, 2008. v. XI, p. 267).

foi assim[141]. Vale dizer, muito embora este princípio denote ser trivial nos dias de hoje, milênios foram necessários até que se chegasse aos atuais contornos por ele assumidos[142].

A regra segundo a qual as decisões colegiadas deveriam ser tomadas de acordo com a vontade da maioria se apresentou em diversos momentos da história sob as mais variadas facetas, daí dizer-se que a moderna concepção do princípio majoritário é consideravelmente recente e, de certa forma, consubstancia uma evolução das diversas teorias que buscaram justificar a adoção desse sistema de votos ao longo do tempo[143].

No magistral estudo sobre a história do princípio da maioria, Otto von Gierke esclarece que "não foi sempre assim. O princípio da maioria não preponderou desde sempre. Estabeleceu-se gradativamente após longas lutas e passou por diversos estágios de desenvolvimento"[144].

O princípio afirmou-se no campo das sociedades mercantis, no decurso do século XIX, não só porque a exigência de unanimidade atravancaria o pleno funcionamento da empresa, mas também porque, nessas sociedades, como se sabe, a responsabilidade dos sócios é limitada ao valor das ações subscritas ou adquiridas (CC, art. 1.088; LSA, art. 1º). O mesmo ocorre com as sociedades limitadas, exceto na hipótese de o

---

[141] Sem embargo do reconhecimento do princípio majoritário, subsistem algumas hipóteses em que a regra é a unanimidade. O consentimento unânime de todos os acionistas é exigido para a mudança de nacionalidade de uma companhia brasileira (Decreto-Lei nº 2.627/1940, mantido em vigor pelo art. 300 da LSA), bem como a sua transformação em outro tipo societário (LSA, art. 221). Ainda, na fase de constituição da companhia, a maioria não é dotada de poderes para modificar, alterar ou derrogar cláusulas do projeto dos estatutos (LSA, art. 87, § 2º). Por fim, nem os estatutos sociais, nem a assembleia geral poderão privar qualquer acionista dos direitos listados na LSA, art. 109, o que significa dizer, nesse caso, que cada acionista titulariza nessa matéria um direito de veto.

[142] Cf. estudo de GIERKE, Otto von. *Über die Geschichte des Majoritätsprinzips*, separata do Schmollers Jahrbuch, Berlin: Duncler & Humblot, 1915 (tradução italiana sob o título Sulla storia del principio di maggioranza, *Rivista delle Società*, 1961, p. 1.103/1.120) e de GALGANO, Francesco. *La forza del numero e la legge della ragione*: storia del principio di maggioranza, Bologna: Il Mulino, 2007.

[143] HEINBERG, John Gilbert. History of the majority principle. *The American Political Science Review*, Washington: American Political Science Association, v. 20, n. I, p. 52-68, 1926. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1945098>. Acesso em: 18 fev. 2012.

[144] Tradução livre do original: "Non fu peraltro sempre così. Il princpio maggioritario non ha preso forza in tempi immemorabili. esso sì è affermato atoricamente solo dopo una lunga lotta ed è passato attraverso fasi di sviluppo assai diverse" (GIERKE, Otto von. Op. cit., p. 1.103). Vide também tradução de Nilson Lautenschlager Jr.: "Não foi sempre assim! O princípio da maioria não imperou de forma alguma desde sempre. Impôs-se de forma gradual na história e desenvolveu-se de forma muito diferenciada. Suas razões de validade foram compreendidas e formuladas de maneira muito distinta e desigual. Impôs-se de forma gradual na história e desenvolveu-se de forma muito diferenciada. Suas razões de validade foram compreendidas e formuladas de maneira muito distinta e desigual" (LAUTENSCHLAGER JR., Nilson. Notas sobre a história do princípio da maioria de Otto Friedrich von Gierke (1841/1921). No prelo).

capital não estar integralizado, quando, então, há responsabilidade subsidiária e solidária de todos os sócios pela integralização (CC, art. 1.052)[145].

A opção do legislador pátrio pelo princípio da maioria, nas sociedades de capitais, parte da noção de que somente ele possibilita a necessária construção da vontade coletiva. A exigência de unanimidade, muito embora assegurasse a participação de todos nas deliberações, acabaria por refrear o curso do tráfego jurídico, na medida em que a discordância de um acionista seria capaz de comprometer a decisão como um todo.

A esse respeito, já dizia Carvalho de Mendonça que "exigir a unanimidade, seria expor a sociedade à inação, seria cair no absurdo de atribuir a um só acionista a qualidade de representante ou árbitro da vontade social"[146].

Waldemar Ferreira, por seu turno, observava que "ao ingressar para a sociedade, seja de que tipo for, o indivíduo aliena parte da sua independência: renuncia a alguns direitos em benefício da pessoa jurídica, para cuja formação contribui ou de que co-participa"[147]. Disso decorre que as deliberações tomadas de acordo com a lei, o estatuto ou o contrato, vinculam todos os sócios, ainda que dissidentes ou ausentes (CC, art. 1.072, § 5º).

O transcurso da imutabilidade do pacto social a não ser por unanimidade para o atual sistema de modificação por maioria teve suas primeiras linhas traçadas nas doutrinas francesa e alemã, consubstanciadas nas teorias dos direitos fundamentais dos acionistas e das bases essenciais da sociedade. Por ocasião da vigência da lei francesa de 1867, duas principais correntes despontaram. A primeira delas defendia o estabelecimento, no estatuto, da previsão de alteração futura, a fim de que a deliberação pudesse ser efetivada por acionistas que representassem, no mínimo, metade do capital social da companhia. A

---

[145] Nas sociedades em nome coletivo e nas sociedades em comandita simples, todos os sócios, na primeira, e todos os sócios comanditados, na segunda, são responsáveis *solidária* e *ilimitadamente pelas obrigações sociais* (CC, arts. 1.039 e 1.045). Erasmo Valladão explica que, nessas sociedades, o princípio da maioria tem de ser a *exceção* e não a regra, pois: "se a deliberação se mostrar desastrada para a sociedade, o inteiro patrimônio dos sócios solidariamente responsáveis poderá ser atingido. Não se pode admitir que os sócios dissidentes ou ausentes tenham o seu patrimônio pessoal afetado pelo que a maioria decidir. É fazer cortesia com o chapéu alheio" (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *O projeto de código comercial*: um arremedo de projeto de lei, 3.5.2012. Disponível em: < www.migalhas.com.br>. Acesso em: 12 ago. 2012).

[146] CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954. v. IV, p. 11.

[147] FERREIRA, Waldemar. *O direito insurrecional do acionista* (memorial). São Paulo: Revista dos Tribunais, 1939. p. 6-7.

segunda, por sua vez, advogava que a lei conferia à assembleia geral a faculdade de decidir todas as modificações do pacto que julgasse necessárias para o desenvolvimento da sociedade, independentemente de qualquer previsão estatutária. Daí surge a teoria das bases essenciais, a qual admite que se possa alterar, por maioria, todas as bases secundárias da sociedade. A alteração das bases essenciais, por sua vez, demandaria aprovação por unanimidade. Na Alemanha, essa evolução se firmou, sobretudo com a vigência da lei de 1897, que conferia à maioria dos acionistas poder para alterar o pacto social, exceto na hipótese de existir disposição em contrário no estatuto. Após isso, surge na Alemanha a teoria dos direitos individuais dos acionistas[148].

Nesse passo, a questão que se coloca é: por que a maioria deve comandar? Fábio Konder Comparato[149] responde à indagação com propriedade:

> [..] parte-se, sem dúvida, do postulado de que a sociedade existe no interesse dos sócios, e como ninguém, em princípio, está investido da prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgado cada qual segundo o seu próprio interesse.

O autor segue explicando que "A ideia que está na base do princípio majoritário, observou Kelsen, é a de que o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível". O autor ainda elucida que "a definição do poder de comando é sempre feita em função da assembleia geral, que constitui a última instância societária"[150]. Esclarece, no entanto, que a adoção pelo legislador desse sistema não implica constranger a minoria e desprezar seus interesses[151].

Nessa mesma linha, Trajano de Miranda Valverde pontua que a assembleia geral de acionistas "recebe a energia volitiva dos membros que a compõem, mas só filtra a corrente mais forte, manifestada pela voz da maioria, corrente que movimentará o corpo social, através do seu órgão de direção"[152].

---

[148] DONADIO, Giuseppe. *Il recesso del socio*. Milano: Giuffrè, 1940. p. 4 e ss.
[149] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 43.
[150] Ibidem, p. 39.
[151] Ibidem, p. 44.
[152] VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. II, p. 114.

Walther Rathenau[153] vai mais além ao assinalar que, "com exceção do parlamento imperial polonês, nunca houve um parlamento no qual a minoria por força de lei pudesse impor sua vontade à maioria. O direito natural de uma minoria é estar representada". E este não é seu único argumento, já que, além disso, "enquanto perdurar o regime capitalista, porém, continuará decidindo a maioria da propriedade, pois somente sob tais condições e pressupostos pode-se esperar a disponibilização pelos capitalistas de seu patrimônio a uma empresa".

Com uma visão mais pragmática, Bulhões Pedreira e Lamy Filho, citando Ludovico Barassi[154], assevera que "é necessário abandonar toda tentativa de justificar o princípio na lógica jurídica. Ele é uma pura exigência prática, e não lógica: é, portanto, direito singular, determinado pela necessidade de prover a boa gestão de um estado de comunhão". E acrescenta: "quando há divergência de idéias e não se aceita a paralisia, que é danosa à coisa comum, e se quer evitar a intervenção imediata da autoridade judiciária, não há escolha senão a razão da maioria, porque a opinião do maior número tem maior probabilidade de ser boa".

Como indissociável complemento do princípio majoritário, surge a temática da proteção à minoria, uma vez que em sendo as decisões tomadas por uma maioria, a ela devem ser impostos determinados deveres que funcionem como limitadores de sua atuação[155]. Nessa perspectiva, "os acionistas minoritários reconhecem que as companhias de controle centralizado e com regra da maioria propiciam a oportunidade de que os acionistas majoritários os oprimam ou lhes causem desvantagens"[156].

Dessa perspectiva, no curso da história, verifica-se que as preocupações com os acionistas das sociedades anônimas ganharam maior acento quando se admite a predominância da maioria na formação da vontade social, notadamente, para promover

---

[153] RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – uma análise negocial. Tradução e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil*, ano XLI, n. 128, out./dez. 2002, p. 211.

[154] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 810-811.

[155] Como bem expõe Aldo Ferrari: "uma exasperada proteção da minoria importa em um desequilíbrio ao nível sistemático que se traduz na mesma funcionalidade da sociedade minar a raiz de sua estrutura". Tradução livre do original: "una esasperata tutela delle minoranze importa uno squilibrio a livello sistematico che si riflette sulla stessa funzionalità della società minandone in radice la struttura" (FERRARI, Aldo. *L'abuso del diritto nelle società*. Padova: CEDAM, 1998. p. 125).

[156] Tradução livre do original: "Minority shareholders recognize that the corporate form with its centralized control and majority rule supplies an opportunity for majority shareholders to oppress or disadvantage minority shareholders" (O'NEAL, F. Hodge. *O'Neal's oppression of minority shareholders*, p. 57).

mudanças no pacto social. Nessa circunstância, procura-se conter esse poder pela definição de limites que determinem o afastamento da imposição de ônus aos demais acionistas.

Nessa mesma linha, o professor Alexandre Tavares Guerreiro[157], em um de seus estudos sobre o princípio majoritário, assinala que a legitimidade do poder da maioria no âmbito da assembleia geral apenas se justificará quando a maioria for "orientada para a função de ordenação da pessoa jurídica e quando seu exercício se dê, sempre e inevitavelmente, no sentido do interesse social", e conclui ser "natural, assim, que a lei sancione o exercício do poder majoritário (e bem assim o poder de controle) com as consequências advindas das práticas excessivas, ilícitas ou abusivas".

Procura-se, fundamentalmente, garantir que as bases essenciais definidas originariamente no pacto social e que contaram com a concordância dos acionistas não sejam alteradas em sua essência. No entanto, o desenvolvimento das atividades sociais, por vezes, requer a realização de determinadas modificações estruturais e estatutárias de modo a acompanhar as mutações ocorridas nos ambientes social, econômico e político que norteiam a sua consecução. É natural, nesse contexto, que os acionistas sejam atingidos de variadas formas em sua posição individual ou conjunta na companhia, todavia, diante da necessária prevalência do princípio majoritário requerido pela dinâmica que pauta as sociedades de capitais, o que se procura são os remédios necessários para conciliar os interesses daqueles que determinam sua vontade, com aqueles que a ela devem se sujeitar, de sorte a garantir a existência de equilíbrio interno.

Marcelo Vieira von Adamek[158] assevera que o paradoxo imanente entre o princípio majoritário e a proteção à minoria deve ser solucionado de forma equacionada e equilibrada: o fortalecimento unilateral do princípio majoritário conduziria à perda dos minoritários como financiadores da sociedade, enquanto a unilateral elevação da proteção à minoria teria fatalmente a paralisia da sociedade como consequência. Isso não significa dizer que a decisão majoritária deva ser intocável, ao revés, deve ser sempre contrastável, seja pelo mérito ou pela legitimidade.

---

[157] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009, p. 14.

[158] ADAMEK, Marcelo Vieira von, Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, f. 36.

A própria jurisprudência pátria reconhece os limites do respeito à vontade da maioria, mediante o resguardo dos direitos da minoria[159]:

> Nem teria sentido o sistema legal deixar ao capricho de eventual acionista dissidente determinar as resoluções que afetam a vida da empresa e seu desenvolvimento comercial. Há que se predominar sempre o respeito à vontade da maioria, na condução dos negócios sociais, observada a necessidade inafastável de se resguardarem os direitos das minorias discordantes.

No clássico estudo sobre a proteção das minorias, Waldirio Bulgarelli[160] também reconhece que "não pode, portanto, a minoria ficar a mercê da maioria. Daí porque alguns limites são opostos aos poderes da maioria, sem, entretanto, reitere-se, romper o princípio majoritário, que é fundamental nas sociedades de capital (hoje, estendendo-se até às sociedades de pessoas)". O autor complementa ponderando que, "contudo, há que se estabelecer limites ao poder da maioria a fim de preservar os direitos fundamentais da minoria, criando-se o necessário equilíbrio".

Ao contrário de Bulgarelli, Joaquín Garrigues[161] entende que a defesa da minoria implica suspender o princípio majoritário, de modo que se conceda ao minoritário o direito de declinar do acordo majoritário, sem que seja necessário se socorrer dos argumentos de excesso de poderes na Assembleia Geral ou de violação da lei ou, ainda, dos estatutos da companhia.

Dominique Schmidt[162], por sua vez, advoga que os direitos da minoria não se propõem a limitar o poder majoritário, mas sim, instituem um poder concorrente, o qual atua como um contrapeso fundamental para o bom funcionamento da companhia.

A realidade societária revela que o *cômputo* da maioria não deriva da atribuição de um voto a cada investidor. No universo das pessoas jurídicas, apenas as cooperativas poderiam ser reputadas como sociedade democráticas propriamente ditas, pois nas assembleias gerais, a cada cooperativado, atribui-se sempre um voto, independentemente da quantidade de quotas-partes tituladas[163]. Isso se dá porque nas cooperativas os sócios não têm como finalidade a partilha de lucros gerados pelos

---

[159] TJSP, Ap. 48.335-1, 5ª CC., Rel. Des. Márcio Bonilha, v. u., j. 30.10.1985.
[160] BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*: de acordo com a reforma Lei nº 6.404/76. p. 43.
[161] GARRIGUES, Joaquín. *Hacia un nuevo derecho mercantil*. Madrid: Tecnos, 1971. p. 149.
[162] SCHMIDT, Dominique. *Les droits de la minorité dans la société anonyme*. Paris: Sirey, 1970. p. 15.
[163] Lei nº 5.764/1971, art. 41.

investimentos comuns, mas sim, usufruir de certos serviços prestados resultantes da união de esforços de seus participantes.

Nas sociedades empresárias, de outro modo, o objeto geral consiste no desenvolvimento das atividades sociais e o objetivo na distribuição de lucros entre seus participantes. Assim é que cada investidor terá numero de ações proporcional ao valor investido na sociedade e, quanto maior a parcela detida no capital da sociedade, mais alto terá sido o investimento e maiores serão os riscos suportados pelo acionista; daí decorre que a extensão do poder que titula cada acionista corresponde à monta do risco por ele assumido.

Ainda que na maior parte das relações intrassocietárias o acionista com maior investimento no capital acabe figurando como o titular do controle – dado que o tamanho do risco que assumiu supera o dos demais integrantes do quadro social –, a realidade das relações societárias clama pela flexibilização dessa regra, isso porque um acionista com participação minoritária no capital da companhia pode agregar-lhe outros valores (*e.g.*, um acionista minoritário pode ser estratégico e contribuir para o desenvolvimento da companhia com sua sólida imagem institucional, *know-how* de segmento ou atividade específica e outros), sendo os motivos apontados suficientes para que o minoritário (estratégico) possa influenciar no comando da companhia, a despeito da menor participação no seu capital social.

Nessa perspectiva é que surgem as discussões relacionadas ao direito de voz dos minoritários como fator limitador dos poderes de controle, assunto que será tratado com mais profundidade no próximo capítulo deste estudo, no entanto, antecipa-se que conferir direito de voz aos não controladores pode significar certo incremento à boa reputação da companhia, especialmente para que se torne atraente a investidores, facilitando capitalizações futuras.

Logo, caso a companhia fechada pretenda se capitalizar futuramente, deve transparecer, desde logo, uma boa reputação no que diz respeito ao tratamento conferido nas relações entre minoritários (estratégicos ou não) e controladores.

A falta de boas práticas de governança também faz que a companhia encontre atualmente dificuldades para se financiar, o que reduz suas fontes de recebimento de

investimentos; com isso, acaba por recorrer a instituições financeiras, tendo que arcar com juros altos pela falta de oportunidade.

Na realidade, o tema não deve ser posto como uma benesse do controlador, mas sim, como uma alocação justa de poder com aquele que, embora não tenha feito contribuição substancial para o capital da sociedade, a beneficia como um acionista estratégico, acrescendo-lhe novos valores, os quais, possivelmente, também lhe trarão bons resultados financeiros no futuro, razão suficiente para que o minoritário também possa exercer certa influência sobre os comandos da companhia.

2.5.2 Fundamentos Gerais de Proteção aos Direitos Minoritários

As reflexões a respeito do direito das minorias na sociedade anônima se atêm não apenas ao cerne jurídico-formal da questão – como proteger o direito das minorias – mas também, e principalmente, na sua acepção jurídico-funcional, em que se procura compreender as razões pelas quais referidos direitos devem ser protegidos[164].

A propósito da disciplina, é preciso abrir um breve parêntese com relação à terminologia – minoria –, que apresenta certas confusões na abordagem doutrinária, dadas as suas variadas facetas.

A noção de minoria está alijada de um fator meramente quantitativo, que corresponda a um número de pessoas ou de ações, uma vez que está intimamente relacionada à figura do poder, ou seja, são aqueles acionistas que não integram a cúpula de poder da companhia.

A considerar essa percepção, a maioria, de outra parte, configura-se naqueles que efetivamente comandem a companhia. Esse entendimento já foi exarado na doutrina de

[164] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das minorias na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 25, n. 63, p. 106.

Rubens Requião[165], segundo o qual, "Em síntese, entendemos por acionista majoritário o acionista controlador, que desfruta do poder sobre a sociedade, determinando a composição de sua administração". Já por acionista minoritário, ainda de acordo com o autor, "concebemos o acionista desprovido de poder que efetivamente se opõe ao controle, tornando-se acionista dissidente".

O jurista italiano Tullio Ascarelli[166], por sua vez, utiliza de modo indiferente os termos *economizadores*, *especuladores* e *aplicadores*.

Na clássica definição de Claude Champaud[167], distinguem-se duas categorias de acionistas: (i) *actionnaires-bailleurs de fonds* e (ii) *actionnaires de contrôle*. Essa classificação está calcada nas intenções do acionista, isto é, aquele que adquire ações com o simples intuito de aplicar seu capital deve ser classificado na categoria *actionnaires-bailleurs de fonds*; no entanto, se tem como intenção assumir a administração da sociedade quando se tornar seu acionista, deve ser inserido na categoria *actionnaires de contrôle*.

Na tentativa de conferir definição mais precisa, sobretudo no que tange ao problema da proteção das minorias, Dominique Schmidt[168] adotou a mesma denominação atribuída por Champaud – *bailleur de fonds* –, no entanto, os distingue de acionistas minoritários, já que aqueles seriam meros aplicadores de capital, e estes almejam ter voz na companhia, valendo-se do critério *comportamento na sociedade*, em vez das intenções dos acionistas ao adquirirem as ações.

Outras classificações podem ser encontradas na doutrina[169], contudo, para os fins do presente estudo, o mais importante é notar que as categorizações realizadas trouxeram para primeiro plano o reconhecimento da existência de um tipo de acionista que participa – ou pode participar – da vida da sociedade, sem ser o controlador.

---

[165] REQUIÃO, Rubens. O conceito técnico de maioria e de minoria. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*, p. 67.
[166] ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. p. 398-499.
[167] CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, p. 29-30.
[168] SCHMIDT, Dominique. *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, p. 10-15.
[169] No plano nacional, Waldirio Bulgarelli, no marcante estudo sobre a proteção das minorias nas sociedades anônimas, procura simplificar as intrincadas terminologias aventadas pela doutrina estrangeira mediante a explicação das minorias como uma posição que o acionista atravessa, *i.e.*, "pode-se dizer que o acionista não é minoria, mas está em minoria", isso porque ele pode, "por aquisição de novas ações, por acordo de votos ou mesmo por pressão contratual (fornecimentos, financiamentos etc.) – tornar-se maioria ou dela participar" (BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*: de acordo com a reforma Lei nº 6.404/76, p. 40).

Nesses termos, nada obstante a existência de diversas definições e classificações, para efeitos de proteção, a lei alcança todos os acionistas que estejam na condição de minoria, sejam eles especuladores, rendeiros, capitalistas ou de qualquer outra ordem. Para os fins do presente estudo, o termo minoria assume a noção de não controlador, uma vez que não se está a tratar de um critério quantitativo, mas sim, qualitativo da posição jurídica do acionista[170].

Nessa perspectiva, invocam-se as ideias de um dos maiores juristas e filósofos do Direito Brasileiro, Clóvis Bevilaqua[171], para quem o interesse que o direito protege deve sempre estar de acordo com as necessidades sociais, e, como essas necessidades variam com a civilização, o valor jurídico do indivíduo cresceria com o desenvolvimento cultural da sociedade.

O autor traz no bojo do conceito de direito subjetivo aquilo que compreende como o principal elemento justificador da proteção conferida a determinada classe de indivíduos. Para Bevilaqua, direito subjetivo "é um interesse do indivíduo que, por se achar em harmonia com a vida social, o direito protege"[172].

Com esteio nessas ideias, o professor José Alexandre Tavares Guerreiro[173] assevera que a proteção às minorias na sociedade anônima resulta da verificação de uma utilidade social e funcional, no sentido de que a companhia, como um agente da vida econômica, deve ser conduzida pela lei a dar cumprimento ao seu objeto de modo harmonioso e eficiente. De acordo com o Professor, está claro que a sociedade anônima possui uma função, não existe apenas como um modo de organização e separação patrimonial, mas, sobretudo, como um instrumento de desenvolvimento de atividade econômica.

Infere-se daí que a proteção das minorias no direito positivo resulta do pressuposto fundamental de que a sociedade anônima, enquanto agente econômico que é,

---

[170] Ao tratar da terminologia ora em análise, Osmar Brina Corrêa-Lima alerta: "minoria não exprime, como pode parecer a princípio, uma relação numérica de inferioridade em assembleia geral de acionistas, mas traduz, sobretudo, uma situação jurídica, uma correlação de direitos e deveres, um status em relação à sociedade. [...] Não apenas repudiamos as expressões 'majoritário' e 'minoritário', como também preconizamos o seu total abandono e substituição por 'controlador' e 'não controlador'" (CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994. p. 11-12).
[171] BEVILAQUA, Clóvis. *Opúsculos*. Rio de Janeiro: Pongetti, 1941. 3ª série, p. 91.
[172] Ibidem, p. 91.
[173] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das minorias na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 25, n. 63, p. 106.

influencia sobremaneira as relações entre os demais agentes, cabendo ao Direito positivo coibir qualquer forma de abuso que seja capaz de causar desequilíbrios na organização da empresa.

Em estudo realizado no ano 2000, os professores Henry B. Hansmann e Reinier H. Kraakman[174], respectivamente, das Universidades de Yale e Harvard, procuram demonstrar que apesar da aparente divergência nas instituições de governança, participação acionária, mercados de capitais e da cultura de negócios em economias desenvolvidas, as leis básicas que regem as sociedades já alcançaram um elevado grau de uniformidade em seus aspectos mais relevantes. Atestam os autores que a principal razão para essa convergência está calcada no consenso generalizado de que os administradores das sociedades devem atuar exclusivamente nos interesses econômicos dos acionistas, incluindo acionistas não controladores.

Os estudiosos em questão sustentam que embora existam certas diferenças entre algumas jurisdições de países desenvolvidos, a ideia de primazia do acionista tem sido adotada de forma similar por esses países e destacam que "nos últimos anos, entretanto, verificaram-se fortes indícios de um crescente consenso sobre estas questões (referindo-se ao que chamam de 'as cinco características básicas das companhias')"[175]. A primeira delas se refere à personalidade jurídica da sociedade distinta da de seus membros; a segunda trata da responsabilidade limitada dos acionistas e administradores; a terceira diz respeito ao capital social dividido em partes proporcionais ao investimento de capital feito pelo acionista; a quarta se relaciona à gestão da companhia por um órgão de administração; e a quinta faz menção à circulabilidade das ações.

Reinier H. Kraakman e Henry B. Hansmann[176] destacam, ainda, que

---

[174] HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. *The end of history for corporate law*. New Haven: Yale Law School Working Paper, n. 235. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=204528>. Acesso em: 10 out. 2011.

[175] Ibidem.

[176] Tradução livre do original: "The principal elements of this consensus are that ultimate control over the corporation should be in the hands of the shareholder class; that the managers of the corporation should be charged with the obligation to manage the corporation in the interests of its shareholders; that other corporate constituencies, such as creditors, 3 employees, suppliers, and customers should have their interests protected by contractual and regulatory means rather than through participation in corporate governance; that noncontrolling shareholders should receive strong protection from exploitation at the hands of controlling shareholders; and that the principal measure of the interests of the publicly traded corporation's shareholders is the market value of their shares in the firm." (ibidem).

> Os principais elementos deste consenso são de que o controle final sobre a companhia deve estar nas mãos de determinada classe de acionistas; que dos administradores devem atuar com vistas aos interesses dos acionistas; que os interesses dos *stakeholders* possam ser protegidos por disposições contratuais e regulatórias específicas; que acionistas não controladores devem receber uma forte proteção contra a exploração dos acionistas controladores; e que a principal medida dos interesses dos acionistas de companhias abertas seja o valor de mercado de suas ações na empresa.

A LSA sanciona, por exemplo, o abuso do poder de controle, pois as disfunções do controle societário podem resultar na instabilidade e, muitas vezes, na inviabilidade do prosseguimento das atividades sociais. É por isso que o parágrafo único do art. 116 da LSA preconiza que o controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e que tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade na qual atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Com o propósito de assegurar o equilíbrio funcional da empresa, o legislador deixa claro que o acionista controlador responderá pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder, conforme previsão do art. 117 da LSA.

A resposta para o questionamento – por que se busca a proteção do direito das minorias nas sociedades anônimas – deve, assim, ser perquirida na própria finalidade social da empresa, como agente econômico, dotada de relações complexas que atingem não apenas seus acionistas, mas também aqueles que nela trabalham, credores, fornecedores e a comunidade na qual se insere – os *stakeholders*[177].

É preciso pontuar que a proteção à minoria vai muito além dos mandos ético-sociais[178], uma vez que se trata de uma exigência do próprio funcionamento das sociedades, *i.e.*, seria inócuo o papel de captação de recursos para a exploração da atividade social, caso o direito dos sócios não fosse tutelado de maneira adequada.

---

[177] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das minorias na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 25, n. 63, p. 111.

[178] Ao tratar das diversas regras de proteção aos acionistas, Joaquín Garrigues pondera: "Por que esta abundância de direitos para os acionistas? Porque na sociedade anônima tudo se ordena para a atração e defesa do capital, e como os acionistas são os fornecedores do capital a eles vai retribuir, ou estimular, com um feixe de direitos subjetivos, uns de índole econômica (o direito ao dividendo, o direito à quota de liquidação), outros de índole política (o direito de voto, o direito de informação etc.)" (GARRIGUES, Joaquín. *Problemas atuais das sociedades anônimas*. Tradução de Norberto da Costa Caruso MacDonald. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 1982. p. 22-23).

Nesse ponto, importantes se fazem as palavras de Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca[179], para quem:

> [...] eleger a maioria como o único e todo poderoso juiz da conveniência e da oportunidade das deliberações tomadas pelos sócios, especialmente quando se tem em vista que, muitas vezes, a regularidade aparente de tais decisões encobre fim contrário aos interesses da sociedade.

Segue nessa mesma linha o entendimento de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, para os quais

> [...] é evidente que ninguém participaria de uma sociedade em que a maioria pudesse tudo, inclusive deliberar no seu exclusivo interesse, ou contra o interesse da sociedade, ou em que imperasse a lei da selva, tão bem enunciada pelos italianos no "soltanto Il mio denaro é sacro, Il resto all'inferno"[180].

Os estudos de Herbert Wiedemann[181] também indicam mais um fundamento lógico para se proteger a minoria. Parte-se da ideia de que todos os sócios devem perseguir o mesmo fim, pautados pelo interesse social; a sujeição à vontade da maioria constitui regra acordada logo no início da relação; e existem mecanismos de autodesvinculação, de modo que não haveria sentido em se falar na necessidade de regras de proteção. O autor menciona que esse tipo de questionamento apenas teria razão de ser se o processo de tomada de decisões se desse de forma *alternada*; no entanto, dado que no Direito Brasileiro vige o princípio majoritário, em que a formação da vontade não ocorre por cabeça, mas sim, pela participação no capital, uma vez estando a maioria dos votos nas mãos de uma maioria *estável*, essa maioria sempre prevalecerá – daí a necessidade de uma especial proteção à minoria.

---

[179] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A exclusão de sócio da sociedade por quotas de responsabilidade limitada no direito brasileiro. In: FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da; BOTALLO, Eduardo Domingos (Coord.). Sociedades *por quotas de responsabilidade limitada*. São Paulo: AASP, 1987. p. 77.

[180] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 161.

[181] As ponderações assinaladas neste item seguem os ensinamentos ministrados pelo professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França na disciplina DCO-5886 – Teoria Geral do Direito Societário II, cursada pela pesquisadora em 2010 e 2012 no doutorado em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Além disso, as ferramentas de autodesvinculação dos acionistas em caso de desacordos não constitui razão suficiente para negar a necessidade de regras que protejam as minorias. Isso porque, conforme pondera Marcelo Adamek[182], "o regular funcionamento de uma coletividade não pode ser pautado pela regra infatilóide segundo a qual 'os incomodados que se retirem'". Isso porque as coletividades são criadas para perseguir a satisfação de interesses igualmente coletivos, e não individuais do grupo controlador.

Não se pode olvidar, contudo, que todos os acionistas, em princípio, são iguais e possuem os mesmos direitos, e que a proteção à minoria não se justifica apenas por estar ela nessa condição, mas sim, quando houver violação de seus direitos pela maioria. Quer isso dizer que a balança da proteção não deve pender para nenhum dos lados, seja da maioria ou da minoria, pois uma visão unilateral pode privar o controlador de direitos ou desproteger a minoria. Nesse contexto, são salutares as observações de Waldirio Bulgarelli[183], para quem "é consabido que tanto os limites impostos ao poder do controlador como do administrador, assim como o próprio poder concorrente atribuído às minorias servem ao interesse geral como freio ao exercício do poder abusivo e como meio de proteção às minorias e dos credores".

Desse modo, para assegurar um equilíbrio razoável nos quadros sociais, mitigando tensões e evitando abusos, é que se justifica falar em proteção às minorias ou mesmo em direito das minorias, ao lado dos direitos dos acionistas em geral, os quais devem proteger e salvaguardar todos os acionistas, tendo como fundamento tão somente a sua condição de acionista na companhia.

---

[182] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias, p. 35.
[183] BULGARELLI, Waldirio. *O conselho fiscal nas companhias abertas*. São Paulo: RT, 1988. p. 68.

2.5.3 As Especificidades das Companhias Fechadas que Fundamentam Proteções Especiais aos Acionistas Minoritários

Muito embora o modelo de companhia tenha sido criado como instrumento de captação da poupança pública, inicialmente, somente a companhia que não negociava valores no mercado de capitais foi difundida.

O Estado passou a intervir no mercado de capitais apenas a partir do século XX, mediante a regulação da distribuição de títulos em oferta pública e da circulação dos valores mobiliários.

O objetivo primordial das leis que passaram a regular a companhia como instituto de direito privado era o de proteger os interesses dos acionistas e a ordem pública, tanto que o Código de Comércio Francês de 1807[184] estabeleceu a exigência prévia de autorização administrativa para a constituição de companhia. A *législation commerciale* de 1956, por sua vez, coibia abusos na constituição de sociedades em comandita por ações, já que essas sociedades não dependiam de autorização administrativa para funcionar. A lei societária francesa de 1867, a qual instituiu a liberdade de constituição da companhia, atribuiu a estas, com certos acréscimos, as regras que já valiam para as comanditas por ações.

A legislação brasileira retratou a evolução da lei francesa ao instituir a Lei nº 3.150/1982, a qual conferia liberdade de constituição de companhia. Nesse passo ainda não havia qualquer delineamento em lei a respeito de oferta pública. O primeiro texto normativo que tratou de publicidade em prospecto foi o Decreto nº 1.362/1891, posteriormente consolidado pelo Decreto nº 434/1891, cujos dispositivos foram refletidos no Decreto-Lei nº 2.627/1940.

Dado que o tema central desta tese de doutoramento consiste no estudo das companhias fechadas, primeiro impende ressaltar que os acionistas dessas companhias em

[184] *Code de Commerce* (1807) – § 20-2 – a autorização para a constituição de companhia surgiu num contexto em que fraudes e erros na constituição e gestão da companhia poderiam causar prejuízos aos acionistas e credores da companhia.

geral realizam seus investimentos tendo em vista benefícios encontrados nessa forma societária. Quando comparadas às companhias abertas, as companhias fechadas podem apresentar menores custos de transação e menor número de obrigações de ordem legal e administrativa. Ao se comparar às sociedades limitadas, embora estas possuam mais flexibilidade, menores custos e estrutura jurídica simplificada, é possível assinalar que as sociedades por ações muitas vezes são criadas por permitirem acesso ao mercado de valores mobiliários, *i.e.*, a qualquer momento a companhia poderá abrir seu capital para angariar investidores no mercado ou, mesmo que fechada, poderá emitir títulos de dívida (*e.g.*, debêntures) como alternativa ao financiamento de suas atividades. Além disso, há o elemento do *status*, uma vez que usualmente a forma de sociedade anônima é associada às empresas de maior porte. Por fim, ainda há a facilidade na transferência das ações, sem que ocorra a necessária alteração na estrutura da companhia ou em seu estatuto social, mediante o simples preenchimento de livros societários.

Cumpre também observar que as expectativas dos investidores de companhias fechadas diferem daquelas assumidas pelos acionistas de companhias abertas, os quais procurariam, prioritariamente, obter o retorno dos investimentos realizados, não havendo envolvimento com questões do dia a dia da companhia.

Em contraste, os acionistas de companhias fechadas, comumente possuem mais envolvimento nas atividades decorrentes dos negócios desenvolvidos pela companhia, uma vez que grande parte da riqueza desses acionistas foi investida nesse único negócio, e os retornos são esperados, no mais das vezes, para a própria subsistência do acionista[185].

Ainda, os investidores de companhias fechadas têm, com recorrência, como perfil investir a maior parte de sua riqueza apenas na própria companhia e são avessos aos riscos provenientes do mercado de capitais[186]. Em termos econômicos[187], são investidores

---

[185] O'NEAL, F. Hodge; THOMPSON, Robert B. *O'Neal's oppression of minority shareholders*: protecting minority rights in squeeze-outs and other intracorporate conflicts, p. 78.

[186] "Investidores de companhias fechadas muitas vezes colocam grande parte de sua riqueza em jogo e a falta de diversificação (comparada aos investidores de companhias abertas) os induzem a ter mais cuidados". Tradução livre do original: "Investors in close corporation often put a great deal of their wealth at stake, and the lack of diversification (compared with investors in publicly held firms) induces them to take care". (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Close corporations. In: _____. *The economic structure of corporate law*. London: First Harvard University Press, 1996. p. 237).

[187] Os estudos de Daniel Kahneman, psicólogo e Nobel de Economia em 2002, induzem a crer que os investidores não são racionais. Por meio de estudos com simulações de situações reais de investimento, o economista percebeu que o ser humano supervaloriza o risco e deprecia o retorno em suas escolhas, decidindo ora pela opção mais arriscada (quando o prêmio é maior), ora por aquela de menor utilidade

menos eficientes no que tange à assunção de riscos, quando comparados aos investidores de companhias abertas, os quais, em rigor, adotam a diversificação como fator de diminuição de risco de um portfólio composto por ativos financeiros, confirmando o adágio de "não colocar todos os ovos dentro de uma única cesta". Dessa forma, quando um investimento não estiver indo muito bem, os outros poderão compensar, de modo que, na média, não terá perdas mais expressivas.

Em breve síntese, pode-se dizer que as companhias fechadas possuem determinadas características que lhes diferenciam das companhias abertas e das sociedades limitadas e justificam a existência de regramentos próprios, sobretudo no que diz respeito à proteção oferecida a seus acionistas não controladores.

Nessa perspectiva, já se chegou a definir a companhia fechada como uma companhia (i) com pequeno número de acionistas; (ii) com ampla participação dos controladores na administração e reduzido número de membros em sua composição; e (iii) desprovida de mercado para negociação de suas ações[188].

Com relação à primeira característica, de acordo com a legislação brasileira, uma companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários (LSA, art. 4º, e art. 22 da Lei nº 6.385/1976), o que significa dizer que o critério estabelecido pelo legislador não leva em conta a quantidade de acionistas para determinar a aptidão da companhia em negociar ou não seus valores mobiliários publicamente.

No que se refere ao segundo ponto, a administração das companhias fechadas usualmente é integrada por alguns, senão por todos os membros que a controlam. A bem dizer, a linha que divide a administração da propriedade das ações é quase indistinguível, dado que os acionistas geralmente ocupam cargos de diretores, conselheiros e muitas vezes são empregados da companhia. Nas companhias abertas, por sua vez, há uma nítida tentativa de assegurar que o conselho não constitua uma extensão do controlador.

(quando já ganhou algum dinheiro, mas tem risco de perder tudo). Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Entrevista.shtml>. Acesso em: 15 jan. 2013.

[188] Donahue *v.* Rodd Electrotype Co., 367 Mass. 578; 328 N.E.2d 505; 1975 Mass. LEXIS 875 (Supreme Judicial Court of Massachusetts).

Nesse plano foi que a BM&FBovespa criou obrigações específicas de nomeação de conselheiros independentes nos regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa. Com isso, as companhias abertas que quiserem listar seus valores mobiliários nesses segmentos especiais de negociação precisam ter conselhos de administração compostos por pelo menos cinco membros, dos quais, no mínimo, 20% deverão ser independentes.

Note-se que a confusão da figura do administrador com a do controlador e o pequeno número de integrantes na administração, inicialmente vista como característica negativa das companhias fechadas, pode ser observada sob outro enfoque, qual seja, quanto mais ações da companhia forem detidas pelos administradores, mais incentivos terão para trabalhar em favor da maximização dos ganhos da companhia, já que essa postura favorecerá um incremento em seus próprios ganhos. Desta sorte, não apenas os administradores, mas os demais participantes da companhia, de modo geral, poderão auferir rendimentos. No tocante à composição reduzida da administração, verifica-se que quanto menor o número de administradores, menores também serão os custos de monitorar os problemas de agência.

A terceira característica – ausência de liquidez – carrega consigo profundas implicações. A ausência de liquidez das ações detidas pelos minoritários alavanca as possibilidades de os controladores praticarem atos que os oprimam, o que forçaria a venda das ações dessas acionistas a um preço vil para os próprios controladores.

A dificuldade de venda das ações pode ser piorada se na companhia existir acordo de acionistas que restrinja a transferência das ações – *e.g.*, cláusulas de *lock up period*. Com efeito, a ausência de mercado para essas ações também acarreta na consequência lógica da inexistência de precificação a mercado, o que geralmente conduz à alienação das ações por um preço inferior ao seu real valor econômico.

Outra implicação que resulta da inexistência de mercado está relacionada à ausência de monitoramento da conduta do controlador e dos administradores dessas companhias por potenciais investidores e pelos chamados *stakeholders.* Isso ocorre porque as regras de divulgação de informações no âmbito das companhias fechadas são muito menos rigorosas do que aquelas prescritas para as companhias abertas.

Já se faz sentir pelas características até aqui esboçadas a necessidade de regramento especial, destinada à proteção dos acionistas que integrem companhias fechadas, no entanto, a análise de referida proteção é marcada em boa medida pela própria individualidade que encerra as sociedades anônimas sob essa modalidade.

Um importante estudo sobre a necessidade de elaboração de normas específicas dirigida para as companhias fechadas foi realizado pelo professor da Universidade de Stanford, Gary C. Ivey. Nele, o autor tece críticas acirradas à aplicação de regras criadas originalmente para as companhias abertas e, em outros casos, ao uso de normas direcionadas para as sociedades de pessoas no âmbito das companhias fechadas, vez que essas sociedades possuem particularidades tais que não comportam a submissão às regras estipuladas para um ou outro caso. Gary Ivey propõe o que chamou de *transactional approach* para que os minoritários de companhias fechadas sejam efetivamente protegidos em face dos potenciais abusos a que estão sujeitos por determinadas práticas dos controladores. Essa *abordagem transacional* significa a criação de regras especiais, destinadas à tutela específica das companhias fechadas, sem que sejam aproveitados conceitos criados em especial para as companhias abertas ou para as sociedades tradicionalmente de pessoas. Nesses termos, Gary Ivey[189] sustenta:

> Os legisladores devem ter uma abordagem transacional ao formular e aplicar padrões de conduta, tendo como foco as características particulares da companhia fechada, bem como as transações específicas nas quais ocorra opressão. Apenas quando a prática de padrões está endereçada a problemas particulares, haverá padrões que efetivamente funcionem.

Indispensáveis também são os estudos realizados por Robert Clark[190], segundo o qual "O direito empresarial não pode ser inteligentemente compreendido, a menos que os problemas peculiares às companhias fechadas sejam reconhecidos separadamente". O autor assinala que "um aspecto importante da minha tese é a crença de que as regras adequadas para companhias abertas são com frequência mais categóricas por natureza, enquanto as

[189] Tradução livre do original: "Legislatures should take a transactional approach in formulating and applying standards of conduct, focusing narrowly on the peculiar characteristics of the close corporation and the particular transactions in which oppression occurs. Only when practical standards address particular problems are there any workable standards at all" (IVEY, Gary C. Standards of management conduct in close corporations: a transactional approach. *Stanford Law Review*, v. 33, 1981, p. 1.160).

[190] Tradução livre do original: "Corporate law cannot be intelligently understood unless the problems peculiar to close corporations are separately recognized" (CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986. p. 24-29).

regras adequadas para as companhias fechadas são muitas vezes mais seletivas"[191]. E explica o que compreende por *categorical rule*: Uma regra categórica significa uma regra aplicável de modo uniforme – não permite muitas escusas ou exceções ou 'fatos e circunstâncias relevantes' sem especificação – e ainda são bastante precisas e objetivas em sua aplicação[192]. Em seguida, releva o seu entendimento acerca da *selective rule*:

> Já a regra seletiva constitui regra sem precisão, a qual é apenas aplicável de modo uniforme quando indicada de maneira ampla e geral. Essas regras, em rigor, deixam espaço para o exame casuístico de fatos e circunstâncias relevantes, incluindo os entendimentos e expectativas razoáveis das partes envolvidas[193].

No momento da instituição de uma sociedade anônima, a contribuição pecuniária de cada participante destinada para a formação do capital social constitui expressão máxima que marca o tipo societário, sendo de diminuta relevância os fatores de ordem pessoal em relação aos acionistas que a integrarão, motivo pelo qual prepondera a livre cessibilidade das ações.

Em rigor, são identificadas como sociedades de capital (*intuitu pecuniae*), em detrimento das sociedades de pessoas (*intuitu personae*), cujo conceito determina maior acento nas relações pessoais dos sócios e na confiança em suas qualificações e aptidões pessoais. Isso tem razão de ser em face das determinantes que revestiam a própria elaboração da lei de sociedades por ações, tendo por base predominantemente o modelo institucional das companhias, incluindo as fechadas[194].

Ocorre que a dinâmica e a complexidade das relações negociais encetadas nos dias atuais acabam por afastar o rígido enquadramento das sociedades em uma ou outra categoria. Prova disso pode ser observada na prática, em que diversos empresários optam

---

[191] Tradução livre do original: "an important aspect of my thesis is the belief that the proper rules for public corporations are frequently more categorical in nature, while the proper rules for close corporations are often more selective" (CLARK, Robert Charles. *Corporate law*, p. 24-29).

[192] Tradução livre do original: "By a categorical rule I mean one that is uniformly applicable – it doesn't permit many excuses or exceptions or unspecified 'relevant facts and circumstances' – and yet is fairly precise and objective in its application" (ibidem, loc. cit.).

[193] Tradução livre do original: "By selective rule, I mean one that is not precise and that is uniformly applicable only when stated in a vague and general way. It usually leaves room for results to turn on an open-ended class of relevant facts and circumstances, including the reasonable understandings and expectations of the particular parties involved" (ibidem, loc. cit.).

[194] Cf. Exposição de motivos n.196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda, *Diário do Congresso Nacional*, 7 ago. 1976, Seção I, Suplemento, p. 53-54.

pela constituição de sociedades que adotam a forma de sociedades por ações, porém, revestidas de caracteres tipicamente contratuais[195].

Com isso se quer dizer que a sociedade anônima apresenta múltiplas facetas, não podendo ser vista sob o enfoque estanque de uma mera sociedade capitalista, na qual a figura pessoal dos acionistas não deva ser considerada de nenhuma perspectiva[196].

Ao analisar a questão da existência e da originalidade das sociedades anônimas de pessoas, Fábio Konder Comparado muito bem elucida a figura da sociedade anônima personalista:

> Se ainda é aceitável classificar a companhia aberta na categoria das sociedades de capitais, pelo seu caráter marcadamente institucional, a companhia fechada já apresenta todas as características de uma sociedade de pessoas, animada por uma "affectio societatis" que se funda no "intuito personae". Ao contrário da simples consideração dos capitais, na companhia fechada prepondera, tanto entre acionistas, quanto perante terceiros, a confiança e a consideração pessoal[197].

Em semelhante trilha já caminhava, nos idos de 1952, a posição consignada por Tullio Ascarelli[198], para quem:

> Mesmo as sociedades anônimas têm uma individualidade própria, e podem, elas também, possuir uma tradição de correção e integridade – naturalmente baseada na dos homens que as compõem – de sorte que, ao se celebrar um contrato social com uma companhia, podem assumir um peso decisivo nas considerações tiradas da individualidade do sócio, além das ligadas ao montante de sua contribuição social.

A professora Priscila Maria Corrêa da Fonseca[199] também expôs em seus estudos que,

---

[195] "Nem sempre, pois, a sociedade sob a forma anônima se forma em atenção ao mercado financeiro, podendo repousar toda a sua organização, funcionamento e desenvolvimento no interesse 'fechado' de um grupo de acionistas imbuídos do *intuitus personae*" (REQUIÃO, Rubens. O "*intuitus personae*" nas sociedades anônimas. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*, p. 56).

[196] A esse respeito, Pontes de Miranda explica que "A sociedade por ações é sociedade que fica em frente das sociedades de pessoas. A distinção, que se há de fazer, é entre sociedades por ações e sociedades de pessoas, e não entre sociedades de pessoas e sociedades de capitais; nem se há de repetir o que, através de tanto tempo, se tem dito: que a sociedade por ações é, necessariamente, sociedade capitalística, em que se exclui qualquer *intentos personae*" (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972. t. L, p. § 5.279).

[197] COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 120.

[198] ASCARELLI, Tullio. Confusione del patrimonio della società e del socio; società con una società anonima e società anonima simulata. In: _____. *Studi in tema di società*. Milano: Giuffrè, 1952. p. 57.

[199] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 70.

> Entre estas, em especial as companhias fechadas, podem-se entrever sociedades tipicamente de pessoas, nas quais o papel dos acionistas não se resume ao aporte de capital, mas vai mais além, já que a colaboração deles na administração de tais sociedades pode se mostrar fundamental.

Nessa mesma linha, começam a emergir alguns julgados que chegam a igualar as companhias fechadas às sociedades limitadas, em razão de características presentes nas duas modalidades societárias, como "a afinidade e identificação pessoal entre os acionistas, marcada pela confiança mútua"[200]. No mesmo julgado, o Tribunal de Justiça de São Paulo[201] pronuncia-se no sentido de que, "via de regra, as sociedades anônimas são sociedade de capital, em que a pessoa dos acionistas não tem papel preponderante na sua constituição". Ressalta, no entanto, que "há casos, contudo, em que, não obstante a intrínseca natureza capitalista, sobrelevam-se as características pessoais dos sócios, este é o caso das companhias de capital fechado". Deixa claro que nada obstante se tratar de sociedades preponderantemente de capitais, a figura da *affectio societatis* não deve ser relegada a segundo plano, sobretudo quando se alude a companhias fechadas.

A aproximação das companhias fechadas às sociedades de pessoas disciplinadas pelo Código Civil também é feita por Renato Ventura Ribeiro[202], ao discorrer sobre as necessidades de regulação própria das chamadas sociedades anônimas de pessoas e defender a aplicação subsidiária das normas relativas às sociedades tipicamente de pessoas a esse modelo societário, até que um conjunto normativo específico seja editado.

A figura das sociedades *circunstancialmente anônimas* ganha especial contorno nas discussões relativas à possibilidade de dissolução parcial dessas sociedades. Assim foi que se pronunciou o Ministro Relator do Superior Tribunal de Justiça, Luis

---

[200] "Agravo de Instrumento – Execução – Companhia de capital fechado – As sociedades anônimas de capital fechado, em sua essência, se assemelham às sociedades limitadas, vez que concentram na pessoa de seus sócios um de seus elementos preponderantes, isto é, são constituídas 'intuito personae'. Nelas, o fator dominante em sua formação é a afinidade e identificação pessoal entre os acionistas, marcada pela confiança mútua ('affectio societatis')" (TJSP, AI. 0004783-89.2010.8.26.0000, 19ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Mauro Conti Machado, v. u., j. 14.12.2010).

[201] TJSP, AI. 0004783-89.2010.8.26.0000, 19ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Mauro Conti Machado, v. u., j. 14.12.2010.

[202] RIBEIRO, Renato Ventura. A Lei de Sociedade por Ações e as companhias intuitus personae. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima* – 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 218-219.

Felipe Salomão, em julgado que versava, dentre outros, sobre a análise da possibilidade de dissolução parcial em sociedades anônimas[203].

Muito embora o assunto atinente à dissolução de sociedades anônimas seja abordado em capítulo próprio no presente estudo, convém ressaltar no plano doutrinário a extensa pesquisa realizada por Paula Andrea Forgioni e Paulo de Lorenzo Messina[204], fundada no estudo de decisões proferidas entre os anos de 1986 e 1997, os quais consolidam o entendimento acerca do reconhecimento da existência de vínculo pessoal nas sociedades anônimas fechadas:

> Aqui nota-se uma certa tendência de aproximação entre as sociedades anônimas fechadas e as sociedades de pessoas, vendo-se com certa tolerância a situação do acionista que se encontra enclausurado em uma sociedade por ações cujos títulos não possuem qualquer liquidez no mercado.

Ao trazer a questão especificamente para a realidade da economia brasileira, o Ministro Castro Filho[205], do STJ, esclarece que, no País, prepondera a "existência, em sua grande maioria, de sociedades anônimas de médio e pequeno porte, em regra, de capital fechado, que concentram na pessoa de seus sócios um de seus elementos preponderantes, como sói acontecer com as ditas sociedades ditas familiares". Nessas sociedades, explica o Ministro, "as ações circulam entre seus membros, e que são, por isso, constituídas *intuitu personae*. Nelas, o fator dominante em sua formação é a afinidade identificação pessoal entre os acionistas, marcadas pela confiança mútua". Nesses casos, remata a questão explicando que, na prática, o que se tem "é uma sociedade limitada travestida de sociedade anônima, sendo, por conseguinte, equivocado querer generalizar as sociedades anônimas em um único grupo, com características rígidas e bem definidas".

Malgrado o Ministro reconheça que no plano brasileiro, dentre as sociedades de capital, preponderam as companhias fechadas de pequeno e médio portes, acaba por se prender ao fator família para determinar se a companhia possui ou não o elemento da *affectio societatis.* Todavia, cumpre notar que é possível identificar esse elemento mesmo

---

[203] "O instituto da dissolução parcial erigiu-se, em sua gênese, voltado às sociedades contratuais e personalistas, como alternativa à dissolução total e, portanto, como medida mais consentânea ao princípio da preservação da sociedade e sua função social, contudo, deve-se reiterar que a complexa realidade das relações negociais hodiernas potencializa a extensão daquele instituto às sociedades 'circunstancialmente' anônimas" (STJ, Resp. 917.531, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 17.11.2011).

[204] FORGIONI, Paula Andrea; MESSINA, Paulo de Lorenzo. *Sociedades por ações*: jurisprudência, casos e comentários. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999. p. 36.

[205] STJ, EResp. 111.294/PR. Rel. Min. Castro Filho, j. 28.6.2006.

naquelas sociedades capitalistas que não sejam arquitetadas sob o cunho familiar. De acordo com os ensinamentos de Fran Martins[206]:

> Admite-se doutrinariamente a presença do elemento *intuitu personae* nas sociedades de forma jurídica capitalista típica, como é o caso das anônimas. *Tal situação pode ser percebida através de cláusulas restritivas da livre circulação das ações elaboradas com fundamento no art. 36 da Lei 6.404/76*. Efetivamente, cláusulas estatutárias dessa natureza imprimem caráter familiar *ou fechado à sociedade*, e onde as qualidades pessoais dos sócios podem adquirir relevância no desenvolvimento das atividades sociais. (sem grifo no original)

Assim é que se associa o conceito da *affectio societatis* não apenas às sociedades que estejam sob o manto dos membros de uma mesma família ou de algumas famílias, mas também daquelas que de alguma maneira estabeleçam disposições que, por si só, deixem transparecer o intento dos seus participantes em conferir tratamento personalista à companhia, como, *e.g.*, (i) a limitação à circulação das ações estabelecida em estatuto ou acordo de acionistas; (ii) o estabelecimento de *quorum* mais elevado do que o legal para a deliberação de certas matérias, o que pode ocorrer tanto no âmbito das assembleias gerias como em reuniões do conselho de administração; (iii) o estabelecimento de poder de veto à minoria sobre determinadas questões; e (iv) a distribuição equitativa de cargos de administração para os grupos participantes da companhia.

A corroborar esse ensinamento, o STJ[207] pronuncia-se no sentido de que "não se exige seja a sociedade familiar ou mesmo tenha composição social reduzida, bastando que o fator principal para sua constituição seja a existência de afinidade e identificação pessoal entre os acionistas, marcadas pela confiança mútua".

O entendimento aqui sumariado a respeito das sociedades de capitais personalistas, as quais podem estar fundadas nos vínculos pessoais existentes entre seus diversos integrantes, serve ao importante propósito de fundamentar a proteção aos acionistas dessas companhias, sobretudo com base na *affectio societatis* que conduziu a criação da sociedade como expressão de fidelidade e confiança entre as partes.

Nessas sociedades é possível que os acionistas possuam vínculo contratual entre si; disso decorre que a aquisição ou transferência de suas participações no capital causem reflexos para a companhia e para seus integrantes. Não se quer afastar com isso a

---

[206] MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 866.
[207] STJ, Resp. 917.531, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 17.11.2011.

condição de livre circulação das participações societárias e a livre substituição dos acionistas, mas apenas ressaltar a possibilidade de que os acionistas possuem respaldo na própria lei societária para levar a efeito o interesse de comedir a composição dos quadros societários da companhia.

> Essa sociedade, nessas condições, com seu personalismo à mostra, pouco difere na essência, nesse particular, de outros tipos de sociedades, a que convencionamos denominar sociedades de pessoas. Nessas condições, repousa ela, na sua estruturação técnica e jurídica, sobre o contrato[208].

A esse respeito, a professora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca assim se manifesta: "No que tange ao invocado *intuitus pecuniae* – tal como já se elucidou de início –, as sociedades anônimas fechadas são, via de regra, sociedades de pessoas, sedimentadas em bases tipicamente contratuais"[209].

Infere-se daí que a razão de ser dessas sociedades está calcada justamente na confiança, harmonia, fidelidade e respeito mútuo entre seus acionistas, de tal sorte que o afastamento de qualquer acionista da base que sustenta essa estrutura, mediante a busca de extração de benefícios particulares, capazes de romper com esses valores, deve ser imediatamente sanado.

Para tanto, os demais acionistas devem estar munidos de mecanismos capazes de garantir a permanência da ordem social ou até mesmo de ferramentas que permitam àqueles que perderem o interesse em permanecer nos quadros sociais, de se desfazer de sua participação.

No contexto das transferências de controle, dado que os minoritários não possuem nenhuma ingerência acerca da realização da operação, bem como sobre suas condições e, mais ainda, para as mãos de quem o controle será repassado, é certo que existe a possibilidade de a conduta do controlador pautar-se por certos desvios – *e.g.*, privação dos acionistas de informações sobre a transferência do controle, transferência para controlador que prejudique de pronto a companhia e/ou seus acionistas etc.. Nas circunstâncias apontadas, o fundamento da proteção dos acionistas está justamente na

---

[208] REQUIÃO, Rubens. O "*intuitus personae*" nas sociedades anônimas. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*, p. 56.

[209] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A dissolução parcial inversa nas sociedades anônimas fechadas. Temas atuais sobre direito comercial. *Revista do Advogado*, São Paulo: AASP, ano XXVIII, n. 96, p. 107-114, 2008.

confiança mútua, consideração, respeito, lealdade e fidelidade que conduziram à contratação da sociedade e não em institutos como o da oferta pública obrigatória (LSA, art. 254-A)[210], consoante ponderam alguns autores já citados neste estudo. Ressalte-se, pois, que esse mecanismo protetivo tem como função precípua promover a devida compensação a certos acionistas que não fizerem parte do controle.

A esse propósito, bem postas são as observações do professor Comparato:

> Finalmente, a proteção aos interesses dos acionistas não-controladores da adquirente só se dá quando esta é companhia aberta, o que completa a configuração da companhia fechada, no sistema legal, como organização quase-doméstica, na qual predomina a garantia dos interesses acionários em simples lealdade e confiança mútuas, e na qual todo investimento de acionista não-controlador constitui um risco inassegurável[211].

Com isso se quer dizer que nas companhias abertas, sociedades por excelência de capital, nas quais há propriamente uma vinculação de capitais e não de pessoas, uma vez transferido o controle da companhia a terceiros, o coerente a fazer é priorizar o capital em detrimento da pessoa dos acionistas[212].

Desta sorte, a lei determina ao adquirente do controle a obrigação de promover simultânea oferta pública aos acionistas minoritários detentores de ações votantes como um instrumento de compensar em termos financeiros aqueles que deixarão de receber o mesmo valor que o controlador pela venda de suas ações, assegurando-lhes o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle.

---

[210] "No que se refere aos acionistas minoritários, a Lei 6.404/76 aborda de forma diferenciada a sua proteção. As relações entre os sócios estão fincadas em bases contratualistas e aos acionistas em geral compete perseguir o interesse comum dos sócios, enquanto sócios" (MATIAS, João Luis Nogueira. *A função social da empresa e a composição de interesses na sociedade limitada*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. f. 157).

[211] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 315.

[212] Na defesa da teoria da empresa em si, Alberto Asquini relata o caso de acionistas que, ao reclamarem acerca da não distribuição de dividendos pela companhia, receberam a explicação de seu diretor que a companhia não se prestava a distribuir dividendos, mas, sim, a fazer navegar seus barcos sobre o Rio Reno. As grandes corporações adquirem tamanha dimensão que passam a ter interesse próprio, que não é o interesse dos seus membros (ASQUINI, Alberto. I battelli del Reno. *Rivista delle società*, n. 4, 1959, p. 617 ss.). A teoria da "empresa em si" foi introduzida por Walther Rathenau, na Alemanha, ao final da Primeira Guerra Mundial, e preconizava que o poder de controle detido pelo empresário se prestava ao interesse público representado pela empresa e não ao interesse de seus acionistas (cf. RATHENAU, Walther. *Vom Aktienwesen* – Eine geschäftliche Betrachtung. Berlin, 1917; tradução italiana La realtà della società per azioni – riflessioni suggerite dall' esperienza degli affari. *Rivista delle Società*, anno V, fasc. 4-5, luglio-ott. 1960, p. 912 e ss.).

Deve-se reconhecer, no entanto, que esse mecanismo também propicia ao acionista que não tenha interesse em permanecer nos quadros sociais, após a transferência do controle, a possibilidade de se desfazer de sua participação, no entanto, essa não constitui a função primeira do instituto, vez que os acionistas de companhias abertas já possuem diversos mecanismos de saída, como, *e.g.*, mediante a venda de suas ações em bolsa de valores ou mercado de balcão.

Não se pode descurar, no entanto, do fato de que nem todas as companhias fechadas são necessariamente revestidas de caráter *intuitu personae*. As companhias são classificadas como fechadas apenas em face da não admissão de seus valores mobiliários em bolsa ou mercado de balcão. O caráter personalista é ditado pelos elementos indicados há pouco – *e.g.*, restrição à circulação das ações, elevação de *quorum*, exigências de qualidades específicas dos acionistas etc..

Também é preciso abrir um parêntese para reiterar que as chamadas companhias familiares não devem ser confundidas com as companhias fechadas, constituídas por pessoas com vínculos familiares, na forma de sociedades por ações. Na realidade, o conceito de sociedade familiar deve ser construído com base na composição do controle e não nos membros que integram a companhia, devendo ser considerada familiar a sociedade controlada exclusivamente (ou em sua maioria) por pessoas com vínculos familiares. A razão de ser reside no fato de que mesmo nas sociedades fechadas, formadas exclusivamente por familiares, pode se permitir o ingresso de terceiros, dado que nessas sociedades também se vislumbra o princípio da livre cessibilidade das ações.

O ingresso de terceiro estranho ao quadro familiar não constitui fato suficiente para descaracterizar a sociedade familiar, pois o elemento central deve ser a figura ocupante do controle social. Poderia se argumentar a respeito da possibilidade de restrições à circulação das ações nas companhias fechadas; no entanto, a limitação da transferência de ações pode configurar apenas um traço personalista nas sociedades por ações, o que não coincide, necessariamente, com a sociedade de família.

Impende ainda notar que não foram banidas do sistema jurídico as companhias fechadas dotadas estritamente de características capitalistas. Isso porque é facultado aos acionistas, no exercício da liberdade estabelecida em lei, definir o perfil – capitalista ou

personalista – da sociedade anônima que melhor se adapta aos seus interesses, dispondo no estatuto social, de modo específico, sobre a alienação das ações.

A livre regulação admite o acolhimento de disposição que restrinja a livre circulação das ações – *e.g.*, determinação de direitos de preferência – com a finalidade de preservar a *affectio societatis*, característica das sociedades anônimas de perfil personalista. Na omissão do estatuto social, vigora a liberdade de cessão a qualquer acionista, sem audiência dos demais.

Somado a isso, não é possível se furtar ao reconhecimento do fenômeno do fechamento de capital de diversas companhias. É indiscutível o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos. Entretanto, estrategicamente, a companhia pode, por iniciativa de seu grupo controlador ou de sua administração, optar pela interrupção da negociação de seus valores mobiliários no mercado, mediante o cancelamento de seu registro como companhia aberta. Em regra, empresas geradoras de caixa, sem grandes ambições de crescimento e com ações de baixa liquidez, são candidatas ao cancelamento de registro. Essas companhias acabam permanecendo, após o cancelamento do registro, como sociedades anônimas fechadas, no entanto, sob a vertente do perfil capitalista das companhias fechadas – e esse constitui um significativo exemplo de companhia fechada em que as características dos acionistas geralmente são postas em segundo plano, prevalecendo os traços financeiros que pautam as relações entre seus participantes.

Infere-se que, muito embora o *intuitu personae* tenda a ser mais acentuado nas sociedades anônimas fechadas, essa característica não deve ser tomada como verdade absoluta em todas as companhias dessa natureza.

O que se defende neste estudo é a existência de regras próprias para as sociedades anônimas fechadas, sobretudo para aquelas revestidas de características personalistas, em vez de mantê-las sob o mesmo regramento das companhias abertas ou das forçosas tentativas de interpretação que buscam elementos das sociedades limitadas para fundamentar a proteção dos minoritários nessas companhias.

Mesmo aqueles que advogam que a função da sociedade anônima é organizar as grandes companhias não podem deixar de lado o papel fundamental e a preponderância das pequenas e médias companhias fechadas no desenvolvimento econômico do País, o

que, por si só, constitui razão suficiente para se pensar na promoção de tratamento especial para acionistas que integrem os quadros dessas companhias.

O exame da atual legislação societária demonstra a existência de basicamente duas únicas exceções que estabelecem regramentos especiais para as sociedades anônimas. Ambas estão previstas nos arts. 176, § 6º, e 294 da LSA e se relacionam a companhias com patrimônio líquido inferior a um milhão de reais. O art. 176, § 6º, versa sobre a simplificação de procedimentos contábeis, ao passo que o art. 294 traz regras que simplificam a convocação de assembleias, a publicidade e o pagamento de remunerações aos administradores, sendo limitada a sua aplicação a companhias com até vinte acionistas.

Nesses termos, este é o momento de se cogitar da instituição de normas específicas para as companhias fechadas, levando-se em conta, inclusive, as próprias subdivisões que podem ocorrer nesse tipo societário – sociedades anônimas fechadas personalistas e sociedades anônimas fechadas capitalistas –, de modo que se promova a real eficácia na proteção dos acionistas, especialmente quando o assunto é a transferência de controle, cujas regras atuais deixam apenas ao crivo dos acionistas o estabelecimento de proteções especiais. As referidas proteções, muitas vezes, não são pactuadas pelos acionistas e, quando o são, nem sempre se mostram aptas a alcançar o real objetivo de proteger de maneira adequada todas as partes envolvidas na transação.

Deve-se reconhecer que uma lei que não estabeleça proteções efetivas aos minoritários, mas que lhes garanta o direito de estipular regras nesse sentido – seja no estatuto, seja em acordo de acionistas –, é substancialmente diferente de uma lei que estipule tais proteções e que faculte aos acionistas removê-las por meio de contratos.

2.5.4 Proteção Individual e da Minoria

O direito societário deve ser enfrentado por meio de princípios estruturais, consubstanciados no ordenamento societário e patrimonial da empresa, bem como nos

princípios valorativos, que consistem nos direitos individuais, direitos de minoria e direitos dos investidores, bem como nos interesses dos credores e dos trabalhadores.

O desenvolvimento do presente tópico deter-se-á na análise dos direitos individuais e de minoria, sobretudo da marcante diferenciação que os acompanha e que não permite que sejam utilizados como expressões sinônimas[213].

Como consequência lógica das significativas diferenças existentes entre os direitos de minoria e os direitos individuais, a matéria pertinente à proteção de cada qual também deve ser examinada sob essa ótica.

Conforme explica Herbert Wiedemann, citado por Marcelo Vieira von Adamek[214], os direitos individuais orientam-se em uma coletividade atomizada, em que o agente seja ouvido e possa influir na decisão social. Isso ocorre porque nesse modelo novas maiorias podem ser formadas de modo reiterado.

De modo diverso, perante uma maioria estável, os minoritários são meros acompanhantes, assistentes, uma vez que dificilmente poderão contar com a efetiva possibilidade de influenciar a política societária, fator esse que justificaria se estipularem regras próprias de proteção para aqueles nessa situação.

Uma das funções da proteção à minoria é evitar os riscos de desigualdade de tratamento quando a relação de supremacia e subordinação se torna uma relação estável de domínio.

A proteção individual, por sua vez, garante proteção mínima, mediante a defesa dos interesses dos sócios, consubstanciada na concessão de direitos subjetivos, instrumentalizados por meio de direitos irrenunciáveis e intangíveis. Essa proteção se dá independentemente da relação de maioria e minoria. Pode-se dizer que esses direitos vão além dos direitos de minoria, que, ao invocá-los, não se subjugam a essa qualidade, mas

---

[213] Rubens Requião sintetiza as principais diferenças de acordo com o seguinte: "Sustentamos que os direitos essenciais são imanentes à situação do acionista, independentemente de seus interesses personalistas. Constituem normas a, de ordem pública, visceral no sistema das sociedades por ações. Independente dos interesses da maioria ou da minoria, esses direitos essenciais são assegurados pelo Estado, na ordenação legal. Mas os direitos da minoria, estabelecidos na lei, constituem tutela específica de que pode valer, ou não, o acionista, quando tiver seu direito individual violado. Se não promover sua proteção o Direito não o socorre" (REQUIÃO, Rubens. A oclusão da representação da minoria por manobra da maioria. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*, p. 80).

[214] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias, p. 39.

sim, o fazem por estarem imbuídos de prerrogativa outorgada por lei, que não pode ser suprimida.

Por sua vez, a proteção à minoria tem como escopo a busca pela defesa da proteção do agente em uma relação que envolva maioria e minoria, dando-se essa proteção precipuamente mediante a imputação de deveres à maioria (*e.g.*, dever de investigar o potencial adquirente do controle, dever de lealdade, dever de consideração, deveres fiduciários etc.) –, podendo, no entanto, dar-se complementarmente via direitos subjetivos (*e.g.*, direito de preferência, direito de venda conjunta, direito de opção de compra ou de venda de ações, ações de reponsabilidade etc.) –, de modo que se restrinja o poder da maioria[215].

Nessa perspectiva, diversos são os deveres e princípios que relativizam o exercício do poder da maioria e coíbem os seus desvios. Cada um desses deveres e princípios serão analisados ao longo deste estudo, pois, conforme aventado por António Menezes Cordeiro,

> A descoberta de princípios exige um acentuado grau de abstração, mas a utilidade desta empreitada é notável: os princípios asseguram a intercomunicação entre os tipos societários e assumem um papel de ordenador, que facilita a confecção implicada de um sistema de exposição capaz[216].

Mais ainda, o direito individual é concedido em razão do sujeito, ao passo que o direito de minoria é concebido tendo em vista o dever de consideração da maioria para com a minoria.

De todo modo, é necessário reconhecer que a minoria é protegida tanto por normas endereçadas especificamente a elas, como por dispositivos destinados à proteção dos chamados direitos individuais dos acionistas. Não por outro motivo, a construção dos direitos essenciais dos acionistas resultou da necessidade premente de se determinarem limites aos poderes quase absolutos da Assembleia Geral, compreendendo-se que muito

---

[215] "Na Alemanha, procurou-se inicialmente atingir tal desiderato – a imposição de deveres à maioria par aa proteção à minoria – através de cláusulas gerais; em um segundo momento, chegou-se ao desenvolvimento do dever de lealdade" (cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias, p. 39). Conforme será possível verificar no item 3.3.1.3 deste estudo, os deveres de lealdade e de investigação do potencial adquirente do controle constituem alguns dos principais mecanismos de limitação do poder do controlador em operações de transferência de controle de companhias fechadas.

[216] MENEZES CORDEIRO, António. *Manual de direito das sociedades*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007. v. I, p. 235.

embora fosse indispensável o princípio da maioria para a formação da vontade social, não poderia chegar ao cume de frustrar a posição do acionista.

Ao estudar o tema, Waldirio Bulgarelli[217] assinala que a instituição dos direitos essenciais "impregnada de forte cunho individualista, visou preservar uma certa liberdade à minoria e, conquanto esteja em geral sujeita às decisões da maioria, subtraiu-se uma parcela do seu poder, compreendendo certos direitos, por isso, ditos intangíveis".

A noção dos chamados direitos próprios foi concebida pela doutrina e jurisprudência alemãs, tendo por base os direitos individuais ou especiais (*sonderrechte*), os quais não podem ser modificados por decisão da assembleia, sem o consentimento da unanimidade de sócios, ou seja, trata-se de direitos que não podem ser retirados ou diminuídos pela vontade coletiva, como, *e.g.*, a manutenção da condição de sócio, direito de informação, de igualdade etc.. Em outros termos, os direitos especiais são todos aqueles que para o sócio médio têm tal importância, que sem eles não teria ingressado na sociedade.

Entretanto, o que se pretendia era criar um conceito menos vago e mais concreto, pois apenas com a tipificação correta dos direitos tidos indiscutivelmente como essenciais poderiam emergir as consequências jurídicas esperadas para fins da proteção individual. Dessa forma foi que o conceito de *sonderrechte* passou a se limitar a direitos que conferissem algum privilégio – *e.g.*, ações preferenciais, direito de indicação de membros da administração, direito a dividendos privilegiados etc. – e não mais direitos gerais, conforme os exemplificados aqui.

A teoria alemã influenciou sobremaneira outros países, como a França, cuja jurisprudência fez introduzir no mundo jurídico a teoria das bases essenciais, a qual procurou flexibilizar o critério da unanimidade exigido no ordenamento alemão, permitindo que a maioria pudesse alterar o estatuto da companhia apenas nas cláusulas tidas como acessórias, sendo a unanimidade exigida tão somente para aquelas consideradas essenciais. No entanto, tal como ocorreu na Alemanha, dadas as dificuldades de se delimitar o conceito de bases essenciais, passou-se a invocar os direitos fundamentais, os quais mantiveram as mesmas dificuldades anteriores.

---

[217] BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*: de acordo com a reforma Lei nº 6.404/76, p. 46.

No Brasil, esses direitos são tratados como essenciais e podem ser encontrados de maneira esparsa na LSA, em especial, no art. 109. Nesse ponto, insta salientar que em decorrência da grande variedade de classificações dos direitos individuais, há uma gama de terminologias que buscam tratar desses direitos com roupagens distintas – direitos individuais, direitos próprios, direitos essenciais, direitos intangíveis, direitos adquiridos etc..

A par disso, quando determinado indivíduo ingressa em uma organização societária, limita imediatamente sua liberdade de ação, em face do fim social, isto é, tanto a pessoa quanto parte de seu patrimônio ficam submetidas a uma organização alheia, surgindo, assim, uma relação de supremacia e de sujeição, que é legitimada pela declaração de vontade do ingressante na sociedade, seja no momento da sua constituição, seja no ingresso posterior, observado o fim que deve ser atingido pela organização societária.

Dessa perspectiva, os direitos essenciais emergem no contexto do questionamento acerca de onde deve terminar o poder da coletividade e em que medida deve ser concedido ao acionista pleno direito de ação.

O direito das minorias, por sua vez, surge em um quadro em que se busca assegurar o equilíbrio do poder concorrente travado com os controladores, de modo que os pratos da balança possam alcançar o máximo de seu alinhamento no curso do desenvolvimento das atividades sociais.

2.5.5 Proteção Formal e Substancial da Minoria

A proteção às minorias pode se dar basicamente por duas categorias de direitos: (i) direitos formais; e (ii) direitos substanciais.

Os direitos previstos na primeira classificação são aqueles que exigem para o seu exercício um *quorum* mínimo de votação ou de capital – *e.g.*, pedir a exibição de livros da companhia (LSA, art. 105); requerer a adoção do voto múltiplo para a eleição de

membros do conselho de administração (LSA, art. 141); propor ação de dissolução da companhia que não possa preencher o seu fim (LSA, art. 206, II, *b*); propor ação social de responsabilidade *uti singuli* contra os administradores, caso a assembleia delibere por não promover a ação (LSA, art. 159, § 4º); etc..

Os direitos substanciais, por seu turno, englobam, além dos direitos que não estão atrelados a nenhum *quorum*, aqueles que exigem maiorias qualificadas para deliberar matérias de maior relevo para a companhia. Estão também nessa classificação as proibições de voto, a representação das minorias nos órgãos de administração e fiscalização da companhia e, por fim, o controle judicial e administrativo dos atos praticados pela maioria[218].

Com relação aos ditos direitos formais, Herbert Wiedemann, citado por Marcelo Vieira von Adamek[219], assinala que, muito embora tenham como finalidade promover a proteção da minoria, acabam por efetivamente reforçar a posição da maioria, uma vez que a outorga de direitos difíceis de serem exercidos, sobretudo em face da necessidade de reunir um número mínimo de acionistas que estejam alinhados em seus interesses, o que, em última instância, inibe o seu efetivo exercício e enfraquece a sua utilidade como ferramenta de proteção.

No caso dos direitos substanciais, ao dispensarem qualquer exigência de *quorum* mínimo para o seu exercício, viabilizam *de per si* proteção efetiva das minorias. Acrescente-se a isso o fato de que os direitos que exigem *quorum* qualificado para que sejam exercidos, também categorizados como direitos substanciais, acabam por propulsar a minoria à participação das decisões. Mais ainda, caso não se alcance o *quorum* determinado, o direito ainda estará apto a proteger a minoria, pois funcionará como veto.

Ainda na órbita dos direitos substanciais, fala-se na proibição do direito de voto, que pode ser efetivo na proteção da minoria quando a maioria estiver impedida de votar. No que tange à representação da minoria nos órgãos de fiscalização e administração da companhia, conforme será discutido no item 3.3.3.1.1 deste estudo, a LSA confere

---

[218] Sobre o assunto, vide: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias, p. 39-40.

[219] As ponderações assinaladas neste item seguem os ensinamentos ministrados pelo professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França na disciplina DCO-5886 – Teoria Geral do Direito Societário II, cursada pela pesquisadora em 2010 e 2012 no doutorado em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

possibilidades para que isso ocorra, no entanto, especificamente no tocante às companhias fechadas, as possibilidades para tal são extremamente limitadas.

Por fim, existe ainda a possiblidade de fiscalização da atuação dos controladores pela administração e pelo Judiciário. No primeiro caso, apenas as companhias abertas passam pelo crivo da fiscalização da CVM, ficando as fechadas apenas sob o manto do Poder Judiciário e das câmaras de arbitragem, caso esta tenha sido a forma escolhida para a solução de conflitos.

Em face da abordagem predominante deste estudo, direcionado à análise das operações de transferência de controle de companhias fechadas, discutir-se-á no Capítulo 3, as seguir, alguns mecanismos capazes de limitar o poder do controlador como forma de proteção das minorias. Para tanto, optou-se por dividir os referidos mecanismos em três ordens: (i) primeiro, tratar-se-á dos deveres determinados aos controladores e de alguns princípios que devem ser seguidos com vistas à promoção da proteção à minoria; (ii) em seguida, serão discutidas ferramentas que proteção que impliquem a saída do minoritário da companhia; e (iii) por fim, examinar-se-ão os direitos de tutela dos minoritários que não impliquem a saída da companhia.

É pertinente adiantar, contudo, que a imposição de certos deveres aos controladores, associada ao estabelecimento de determinadas regras no estatuto ou em acordos de acionistas no momento do ingresso do acionista na sociedade, constitui os mecanismos mais eficazes de proteção aos minoritários de companhias fechadas em face da alienação de controle.

3 LIMITAÇÕES DO PODER DO CONTROLADOR COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO DOS MINORITÁRIOS DE COMPANHIAS FECHADAS EM CASO DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE

3.1 Os Contornos da Opressão no Direito Norte-Americano

Em meados dos anos 1970, vários Estados promulgaram leis na tentativa de codificar os principais elementos que pudessem legitimar a propositura de ações por minoritários considerados oprimidos pela atuação dos controladores.

Os Estados da Pensilvânia e de Illinois, já em 1933, estabeleceram a opressão como uma das causas de dissolução de sociedade.

Nenhum dos Estados, contudo, trouxe a definição do que deveria ser entendido por opressão[220], tampouco estabeleceu medidas que pudessem remediar o problema, deixando grandes lacunas para resolução dos tribunais.

A legislação de Nova Jersey adotou a ideia de que acionistas minoritários, pertencentes a companhias fechadas, necessitavam de proteções adicionais àquelas dispensadas aos acionistas de grandes conglomerados. Com a alteração da legislação do Estado, no ano de 1972, outros remédios, além da dissolução, foram instituídos, evitando-se o uso da dissolução como única ferramenta corretiva.

Também foi criado um conjunto especial de regras destinadas às companhias fechadas – tais companhias eram entendidas como aquelas que tivessem até vinte e cinco acionistas. Ficou ainda definido que a dissolução deveria ser utilizada para remediar

[220] FOLK, Ernest L. *Folk on the Delaware general corporation law*: a commentary and analysis. 2. ed. Delaware: Little Brown & Co Law & Business, 1987. p. 344.

apenas os atos então entendidos como opressão, não devendo mais se prestar a remediar todo e qualquer ato considerado meramente injusto ao minoritário.

Os tribunais da Califórnia, anos após, começaram a adotar o conceito de *expectativas razoáveis* como mecanismo de constrangimento da opressão aos minoritários. Diversos outros Estados passaram então a endereçar a questão seguindo esse mesmo direcionamento.

O Estado de Nova Jersey, contudo, foi o primeiro a tratar de alternativas[221] à dissolução da sociedade, uma vez que essa medida acabava por prejudicar a fluidez dos negócios encetados pelas organizações, gerando grande insegurança aos investidores e credores das sociedades. Uma das principais alternativas introduzidas no Estado, posteriormente seguida pelos demais, diz respeito à obrigatoriedade de recompra pela companhia ou pelos controladores das ações dos acionistas descontentes com a companhia, evitando-se, assim, a medida drástica da dissolução[222].

Os três principais estágios pelos quais a questão da opressão passou ao longo dos anos estão sintetizados nos estudos de Timothy Storm[223]. De acordo com os estudos do autor,

---

[221] A legislação do Estado de Minnesota foi ainda mais direta ao indicar na subdivisão I do 302A.751, Minnesota Statutes 2006, intitulada "Judicial Intervention; Equitable Remedies or Dissolution", que é permitido ao juiz dissolver a sociedade ou "conceder qualquer reparação equitativa que considere justa e razoável nas circunstâncias" (tradução livre do original:"grant any equitable relief it deems just and reasonable in the circumstances"). Interessante também se faz a leitura da exposição de motivos do referido artigo, a qual explica que "remédios equitativos menos severos exigem um padrão menos elevado para se descobrir que os controladores agiram de forma fraudulenta, ilegal, ou de uma forma persistentemente injusta para com um acionista não controlador. Tendo em vista o poder do tribunal para pedir reparação menos severa, o limiar de 'injustiça persistente', necessário para tanto, deve ser proporcionalmente menor do que as rigorosas normas que são necessárias para evitar a dissolução". Tradução livre do original: "less severe equitable remedies call for a lower standard for finding that the controlling persons acted fraudulently, illegally, or in a manner persistently unfair to a non-controlling shareholder [...] In view of the power of the court to order lesser equitable relief, the threshold of 'persistent unfairness' required for a lesser remedy should be proportionately less than the stringent standards which are required, quite properly, for the ultimate relief of dissolution".

[222] Nesse sentido: Alaska Statute § 10.06.630(a) (2004) – a lei permite aos controladores a compra das ações dos minoritários descontentes com a companhia, evitando-se a dissolução; California Corporation Code §2000(a) (1990) – a lei permite à companhia a compra das ações dos minoritários descontentes, evitando-se a sua dissolução.

[223] As conclusões do autor têm como base o desenvolvimento do conceito de opressão no Estado de Illinois: "Oppression began its life in Illinois primarily as a means of assuring that the 'drastic' dissolution remedy was employed only in egregious situations in which was truly wanted. In the second stage, the oppression concept came to be applied more as a substantive wrong that included conduct essentially amounting to breach of the controlling shareholder's fiduciary duties. Finally, when BCA was amended to make remedies other than dissolution available to shareholders, the oppression concept changed again. The analysis in the

> [o termo] opressão foi utilizado inicialmente como meio de garantir que a solução drástica da dissolução apenas poderia ser utilizada em situações extremas, que justificassem o rigor da medida. Numa segunda etapa, a quebra do dever de fidúcia entre os acionistas passou a ser entendida como 'opressão'. Por fim, na terceira etapa, o foco deixou de ser a conduta ilícita dos controladores, passando a ser enfatizada a questão das expectativas razoáveis dos minoritários como métrica de análise da existência e seu grau de desenvolvimento nas relações entre os acionistas de companhia fechada.

As principais visões dos tribunais norte-americanos sobre a opressão dos minoritários não apontam para uma solução que efetivamente possa resolver os problemas dessa categoria de acionistas.

A primeira delas, conhecida como *The Bad Faith Approach*, parte da premissa de que nas companhias fechadas, assim como em qualquer outra organização, os acionistas têm plena liberdade de contratar todas as cláusulas que regerão o relacionamento formado entre eles e, por essa razão, aquele que se sentir prejudicado com atos praticados por controladores ou administradores deverá comprovar que esses são fraudulentos ou providos de conflitos de interesses. Isso significa dizer que não há nenhuma forma de presunção de que os minoritários, apenas por terem esta qualidade na companhia, constituem parte hipossuficiente, que necessite de proteção especial[224].

---

third stage focused on the wrongful conduct of the shareholder, but whether the controlling shareholder's governance of the corporation fulfilled the non-controlling shareholder's reasonable expectations for his participation in the corporation" (STORM, Timothy J. Remedies for oppression of non-controlling shareholders in Illinois closely-held corporations: an idea whose time has gone. *Loyola University Chicago Law Journal*, Chicago, v. 33, n. 2, p. 388-389, 2002).

[224] Um caso emblemático, que firmou essa posição, é o clássico Nixon *v.* Blackwell, no qual a Suprema Corte de Delaware considerou que o dever de fidúcia existente entre os acionistas se pauta pelo tratamento de igualdade entre eles, sem que os minoritários sejam tidos ou tratados como partes hipossuficientes: "A stockholder who bargains for stock in a closely-held corporation and who pays for those shares […] can make a business judgment whether to buy into such a minority position, and if so, on what terms […]. Moreover, in addition to such mechanisms [in Delaware Corporate Law], a stockholder intending to buy into a minority position in a Delaware corporation may enter into definitive stockholder agreements, and such agreements may provide for elaborate earnings tests, buy-out provisions, voting trusts, or other voting agreements […]. The tools of good corporate practice are designed to give a purchasing minority stockholder the opportunity to bargain for protection before parting with consideration. It would do violence to normal corporate practice and our corporation law to fashion an ad hoc ruling which would result in a court-imposed stockholder buy-out for which the parties had not contracted". Tradução livre do original: "Um acionista que barganha por ações em uma companhia fechada e que paga por tais ações [...] pode fazer o julgamento se deve comprar tal posição minoritária e, em caso afirmativo, em que termos [...]. Além disso, adicionalmente a tais mecanismos [no direito Societário de Delaware], um acionista que deseje comprar ações que o levem à condição de minoritário em companhias de Delaware, pode celebrar acordos de acionistas definitivos e, tais acordos, podem prever a elaboração de testes de ganho, cláusulas de recompra, trust no voto ou outros acordos de voto [...]. As ferramentas de boas práticas corporativas são designadas para proporcionar ao adquirente de posição minoritária a oportunidade de barganhar por proteção antes de qualquer outra coisa. Seria violento à prática empresarial e à nossa legislação societária a forma de uma regra ad hoc que resultasse em uma imposição do tribunal ao acionista de proceder à recompra de algo que não foi contratado entre as

A principal crítica que se faz a esse posicionamento reside na atribuição aos minoritários da obrigação de colher informações e provas da má conduta dos controladores, o que, muitas vezes, acaba por impedi-los de mover qualquer medida judicial, prestigiando o comportamento repreensível daqueles que comandam a companhia.

Outro posicionamento relevante, conhecido como *The Fiduciary Duty Approach*, destaca ser o dever de fidúcia dos controladores para com os demais acionistas de tal forma elevado, que deve, inclusive, impedir a realização de determinados negócios que, embora legítimos, possam prejudicar os minoritários[225]. Aqui, ao contrário do *The Bad Faith Approach*, parte-se da premissa de que a condição de minoritário numa companhia já é suficiente para que o acionista seja considerado hipossuficiente[226].

A principal crítica que se faz a essa visão reside nas incertezas geradas a respeito da própria conduta dos controladores: com base no dever de fidúcia, devem os controladores conduzir os negócios da sociedade sob o espectro das diretrizes de *companhia* ou devem se pautar por um comportamento de servidão aos interesses dos *minoritários*? Nesse passo, é importante mencionar que o poder não pode ser confiado, indistintamente, a todos os membros do corpo social; o reconhecimento de que todo poder tende à concentração é feito por Fábio Konder Comparato, o qual explica que o poder, no entanto, "deve, em qualquer hipótese, ser exercido em benefício de todos, e não apenas de alguns; muito menos em proveito exclusivo dos detentores do poder"[227].

---

partes" (Nixon *v.* Blackwell, N. 246, 1992, Supreme Court of Delaware, 626 A.2d 1366; 1993 Del. Lexis 270, November 17, 1992, Submitted on Oral Argument before a panel of the Court, June 22, 1993, Decided, Rehearing denied July 28, 1993. Mandate issued July 30, 1993. Released for Publication July 30, 1993).

[225] "O melhor entendimento é que os acionistas controladores, mediante o controle e a operação do conselho, têm deveres fiduciários para com a minoria, mesmo em uma companhia aberta". Tradução livre do original: "The better view is that controlling shareholders, through control and operation of the board, owe fiduciary duties to the minority even in a public corporation" (MEANS, Benjamin. A voice-based framework for evaluating claims of minority shareholder oppression in the close corporation. *Georgetown Law Journal*, v. 97, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1285204>. Acesso em: 21 jan. 2012). Sobre o assunto, vide: Southern Pacific Company *v.* Henry L. Bogart, Supreme Court of the United States, 1919 ("A maioria tem o direito de controlar, mas ao fazê-lo, o controlador ocupa uma relação fiduciária para com a minoria". Tradução livre do original: "The majority has the right to control; but when it does so, it occupies a fiduciary relation toward the minority"); e Ernest J. Nagy *v.* Riblet Products Corporation. United States Court of Appeals, 1996 ("Para ter certeza de que os acionistas majoritários também têm deveres fiduciários para com Nagy, na qualidade de acionistas minoritários". Tradução livre do original: "To be sure, the Majority Stockholders may well owe fiduciary duties to Nagy as a minority stockholder").

[226] "As empresas desse tipo são, na verdade, pouco mais do que sociedades privadas". Tradução livre do original: "Corporations of this kind are in truth little more than private partnerships" (Miner *v.* Belle Isle Ice Company. Supreme Court of Michigan, 1997).

[227] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 65.

Contudo, a posição que cada vez mais tem sido adotada pelos tribunais funda-se no conceito de *expectativas razoáveis*[228], o qual mede a opressão mediante o exame, no caso concreto, de se o minoritário possuía expectativa na concessão do benefício que lhe fora expropriado. No direito norte-americano determina-se a existência ou não de opressão pelo chamado teste das expectativas razoáveis[229]. As expectativas mais comuns identificadas no ordenamento em questão referem-se ao acionista ser contratado como empregado da companhia, ser envolvido na administração e receber parcela dos lucros distribuídos, seja na forma de dividendos ou como salário. Caso os controladores tomem qualquer medida que prejudique ou impeça a realização dessas expectativas, naturalmente estarão oprimindo os minoritários. Nessas situações, alguns remédios são conferidos aos minoritários, como a possibilidade de dissolução da companhia ou a obrigação de que a companhia adquira as ações do minoritário a um preço justo.

A dificuldade que se estabelece nesse ponto está relacionada ao que se entende por *razoável*. O conceito denota vir das decisões proferidas pelos tribunais em cada um dos casos julgados, o que força as partes, de certo modo, a incorrer em altos custos com ações judiciais para que possam discutir em seu caso específico o que deve ser compreendido por razoável e, ao mesmo tempo, afoga os tribunais com os inúmeros e repetitivos casos.

---

[228] MOLL, Douglas K. Reasonable expectations v. implied-in-fact contracts: is the shareholder oppression doctrine needed?. *Boston College Law Review*, v. 42, p. 989, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1663487>. Acesso em: 25 mar. 2013 ("Os tribunais podem estar dispostos a encontrar expectativas razoáveis com base em um padrão mais amplo e refinamento de prova específica, porque eles entendem a economia por trás do compromisso de um investidor em uma companhia fechada. Em outras palavras, os tribunais denotam entender que um acionista minoritário racional não investiria em uma companhia fechada sem chegar a um entendimento compartilhado de continuidade no emprego e participação dos administradores com o acionista majoritário". Tradução livre do original: "Courts may be willing to find reasonable expectations based on a broader pattern and thin specific evidence because they understand the economics behind an investor's commitment of capital to a close corporation. In other words, courts seem to appreciate that a rational minority stockholder would not invest in a close corporation without reaching a shared understanding of continued employment and management participation with the majority stockholder").

[229] Os tribunais norte-americanos geralmente determinam que o minoritário comprove que o controlador estava ciente das expectativas razoáveis daqueles acionistas. Sobre o assunto, vide o caso Meiselman *v.* Meiselman, no qual se afirmou que as expectativas razoáveis devem ser conhecidas ou reconhecidas pelos acionistas que estarão a elas sujeitos. Expectativas privadas que não chegam ao conhecimento dos demais participantes não são razoáveis. Apenas as expectativas "conhecidas pelos participantes, seja de forma tácita ou explícita, devem ser reconhecidas pelos tribunais". Tradução livre do original: "[reasonable expectations] must be known to or assumed by the other shareholders and concurred in by them. Privately held expectations which are not made known to the other participants are not 'reasonable.' Only expectations embodied in understandings, express or implied, among the participants should be recognized by the court" (Meiselman *v.* Meiselman. Supreme Court of North Carolina, 1983).

3.2 Recursos de que Podem se Valer os Controladores para Oprimir os Não Controladores no Brasil

Para assegurar a realização do interesse social, enquanto interesse comum da realização do escopo social – produção de lucros com a sua repartição entre os acionistas –, a lei costuma estabelecer limites à atuação do controlador. No âmbito da *common law*, a limitação legal imposta ao exercício do controle consubstancia-se na vedação da prática de atos que excedam o objeto social (*ultra vires*). Nos demais sistemas jurídicos, como o brasileiro, esses limites gravitam em torno de certos direitos compreendidos como essenciais à condição de acionista, bem como de direitos próprios da minoria.

A manifestação do abuso de poder pode se mostrar ambivalente, conforme haja desvio ou excesso. No primeiro caso, uma via direta deixa de ser seguida para que se atinja determinado resultado. No excesso, por sua vez, muito embora o agente persiga os fins consagrados pelo ordenamento jurídico, interfere mais do que seria necessário na esfera jurídica alheia.

O abuso do poder de controle gerador de conflitos entre controladores e não controladores, no mais das vezes, tem início quando os controladores tomam medidas que de alguma forma resultem na apropriação de riquezas dos não controladores, configurando o que a prática norte-americana designa como *incorporate oppression, freezing out* ou *squeezing out minority shareholders*. No direito inglês, a expressão utilizada para denominar essa prática é *fraud on the minority.*

Essa situação pode ocorrer de diversas formas, as quais foram exploradas em importante *working paper* produzido por Tatiana Nenova[230]. Nesse estudo, a autora procurou resumir alguns dos principais benefícios que derivam do poder de controle: (i) influenciar na escolha da administração da companhia; (ii) influenciar na capacidade de implementar políticas administrativas mais lucrativas para a empresa, imprimindo na futura gestão maior eficiência e, com isso, gerar mais lucros para si e para todos os

[230] NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003.

acionistas; (iii) apropriar-se do valor econômico do poder de controle; (iv) apropriar-se de todo o *status* pessoal de controlar uma companhia economicamente relevante; (v) determinar certas estratégias relacionadas a derivativos; (vi) exercer manobras que influenciem no preço das ações e, por consequência, nos ganhos pessoais de curto prazo; e (vii) estabelecer diretrizes relacionadas à distribuição de dividendos que beneficiem determinados acionistas em particular.

Insta lembrar, no entanto, que a opressão pode se dar no intuito de obter tanto benefícios privados pecuniários como vantagens não econômicas. É o que ocorre com o desejo de obter destaque social ou poder político. A demonstrá-lo, vale observar que, mesmo nos Estados Unidos, onde prevalece o sistema de controle pulverizado, algumas grandes companhias apresentam estrutura de controle concentrado, verificando-se maior frequência desse fenômeno justamente em companhias que exercem atividades que conferem aos seus líderes posições de destaque na vida social e política, como é o caso das empresas de comunicação (jornais, rádio, televisão etc.)[231].

A condução do assunto ao longo do presente estudo induziu à noção de que, no âmbito das companhias fechadas, muito embora em um primeiro momento a falta de aplicabilidade do art. 254-A da LSA denote constituir o verdadeiro motivo originador da opressão à minoria, o cerne da problemática está inserido não propriamente dito nesse fator, mas sim, na possibilidade de extração de benefícios privados pelos controladores dessas companhias.

Esta tese, no entanto, não se presta à análise genérica de cada uma das inúmeras possibilidades que a posição de controle permite ao seu titular abusar ou desviar das suas prerrogativas, mas sim, da hipótese específica destinada à prática de atos de possam prejudicar os minoritários em caso de alienação de controle de companhias fechadas. Isso porque, como é sabido,

> [...] quem adquire poder de controle societário deve exercê-lo dentro dos limites legais e sempre com respeito aos múltiplos interesses que gravitam no entorno da

[231] MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: ARAGÃO, Leandro Santos de; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Org.). *Direito societário* – desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 142.

> sociedade, mas, primordialmente, de modo a determinar deliberações e ações capazes de tornar a sociedade mais eficiente[232].

No entanto, nem sempre isso ocorre.

Por força de determinantes do próprio sistema de controle concentrado, do qual fazem parte as companhias fechadas, é possível identificar uma série de custos a ele inerentes, dentre os quais interessa, para as operações que impliquem a transferência do controle da companhia, a negociação direta entre o titular do controle e o potencial adquirente. Isso porque o acionista controlador terá em suas mãos o domínio da definição do preço e das condições do negócio, podendo obter para si todo o sobrevalor que derivar do poder de comandar a companhia.

Isso não constituiria nenhum problema, se a realidade brasileira estivesse inserida em um ambiente saudável de mercado, em que as ações de controle não valessem muito mais do que as demais ações, isto é, no qual o sobrevalor das ações de controle fosse determinado tão somente pelos maiores deveres e responsabilidades assumidos pelo controlador perante a companhia. Nesse caso, o valor adicional pago pelas suas ações constituiria mera compensação pelos deveres e responsabilidades adicionais a ele atribuídos.

Entretanto, a realidade brasileira apresenta contornos diversos, assentados em um ambiente no qual há distorção desses valores. Isso significa dizer que o sobrevalor embutido nas ações de controle não diz respeito apenas aos deveres e responsabilidades assumidos em maior grau pelos controladores, mas sim, à possibilidade de extraírem benefícios privados da companhia, à custa dos demais acionistas que a integram.

Mostra-se induvidoso que ante a impraticável interferência dos minoritários nas operações de transferência de controle, em um ambiente marcado pelas amplas possibilidades de obtenção de benefícios privados pelo controlador, a minoria possa ser prejudicada, não apenas por deixar de receber alguma parte do sobrevalor pago ao controlador, mas, principalmente, pela expressiva chance de ingressar nos quadros societários um novo controlador que continue a extrair esses benefícios. Isso porque, em

---

[232] WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge. Os poderes manifestos no âmbito da empresa societária e o caso das incorporações: a necessária superação do debate pragmático-abstracionista. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 66.

princípio, apenas estará disposto a pagar um elevado prêmio de controle, que extrapole a justificativa das maiores atribuições e responsabilidades do controlador, aquele que tiver interesse em tirar proveito do excedente pago[233].

Ainda no contexto de negociação direta do controle entre o seu titular e o potencial adquirente, é possível que o controlador articule a compra prévia, em momento imediatamente anterior à venda do controle, das ações de determinados minoritários, a preço irrisório, com o fim de revendê-las, na sequência, pelo preço das ações de controle. Essa postura conduz a um quadro não menos preocupante de afastamento da possibilidade de que os minoritários pudessem vender suas ações por valor superior ou até mesmo que deixassem de vendê-las, caso fosse mais interessante permanecer na companhia após a transferência do controle para um terceiro em quem depositasse confiança.

É preciso também dedicar atenção para as mãos de quem o controle é transferido, de modo que se afastem as possibilidades de ingresso de novo controlador com propósitos espúrios, aptos a prejudicarem a companhia e seus acionistas.

De partida, é possível aventar a possibilidade de venda do controle para pessoas de má reputação, que possam prejudicar a imagem da companhia e o andamento de seus negócios no mercado. A problemática não está arquitetada apenas na reputação do adquirente enquanto agente inapto a exercer de maneira adequada as atividades sociais, mas especialmente na sua imagem enquanto profissional idôneo, que não tenha sua figura associada a escândalos atinentes a fraudes, violação da lei ou descaso para com os negócios assumidos.

A toda evidência, não se pode descurar das possibilidades de que o adquirente do controle, ainda que em um primeiro momento não evidencie máculas em sua reputação, utilize o patrimônio social para saldar seus débitos, isto é, existe a possibilidade de que o agente adquira o controle de dada companhia com o mero intuito de utilizá-la como moeda de troca em outros negócios nos quais tenha contraído débitos, seja na forma de repasse de suas ações para um credor, seja até mesmo dos próprios ativos da companhia, os quais também podem ser onerados se oferecidos em garantia a essas mesmas dívidas.

---

[233] Reconhece-se também a possibilidade de que o adquirente do controle, com maior aptidão empresarial do que o vendedor, esteja disposto a pagar o sobrevalor atribuído às ações de controle, no entanto, na prática, aquele que possui maior aptidão dificilmente desejará ver o seu nome associado a uma operação que sempre despertará dúvidas a respeito dos reais motivos que conduziram ao pagamento de elevado prêmio de controle.

Outra situação suscetível a afetar os acionistas que permanecerem na companhia, cujo controle tiver sido transferido, é aquela que implicar a promoção de mudanças organizacionais pelo comprador do controle, mediante a inserção da companhia em um grupo de empresas que lhe consuma as riquezas e o potencial de geração de valores. Nesse caso, a companhia pode ser inserida em determinado grupo com patrimônio deficitário, o que faz supor uma possível alteração da perspectiva de lucro dos acionistas, atingindo gravemente os seus interesses.

Ainda, não se pode olvidar da situação em que o controle de determinada companhia é adquirido com o único propósito de extingui-la, na tentativa de eliminar um concorrente do mercado. Em decorrência de a liquidação de uma companhia constituir fato de tamanha gravidade, dado que afeta não apenas as relações societárias, mas também as trabalhistas, fiscais e consumeristas (*stakeholders* em geral), a lei prevê de modo expresso essa hipótese e a enquadra como inconteste modalidade de abuso de poder do controlador (LSA, art. 117, § 1º, *b*).

A esse propósito, imprescindível se faz o destaque ao parecer elaborado por Alfredo Lamy Filho[234], no intuito de responder ao seguinte questionamento: "Pode o controlador de uma empresa aberta vender suas ações, ou parte de suas ações, a um comprador, cujo domínio dessas ações resultaria na imposição à empresa controlada, por força de lei, de graves restrições (atuais ou potenciais) ao prosseguimento de suas atividades?". O parecerista é preciso ao sustentar sua conclusão:

> A resposta, por todo exposto, é necessariamente negativa. Nem o controlador pode alienar parte de suas ações a um comprador que vai competir com a empresa, pelo fato de ter o mesmo objeto social, nem o comprador pode pretender a aquisição, se com ela vai causar prejuízo à sociedade. Como mero investidor, o comprador estaria necessariamente impedido de votar nas deliberações sociais, dado o conflito de interesses: como controlador, seria responsabilizado por faltar ao seu dever de lealdade à sociedade e aos demais sócios.

Por fim, é pertinente lembrar que algumas alienações de controle têm sido contestadas com êxito no âmbito do ordenamento norte-americano por traduzirem verdadeira usurpação de oportunidades comerciais. Para ilustrar, ressalte-se que no *leading*

[234] LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.*: exposições: pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 436.

case Commonwealth Title Ins. & Trust Co. v. Seltzer[235], todo o capital da companhia foi investido em um único bem imóvel. O presidente da companhia então recebeu uma proposta de um terceiro para a aquisição do referido bem imóvel por um preço bastante atrativo, no entanto, o presidente recusou a oferta e ofereceu como contraproposta o controle da companhia. Para tanto, o presidente comprou de alguns sócios ações suficientes para que atingisse o numerário negociado com o terceiro. A venda do controle se implementou e, assim que o terceiro ingressou na companhia, tratou de arranjar a compra e venda do mencionado bem imóvel a preço fora de mercado e, em seguida, dissolveu a companhia. O debate no âmbito do tribunal desenrolou-se em torno da análise da seguinte circunstância: a venda do controle com a subsequente venda do bem imóvel para o adquirente das ações da companhia constituíram a mesma transação ou se tratou de negócios distintos? O tribunal entendeu que se tratou de negócio único e condenou o réu ao pagamento de indenização aos demais acionistas da companhia.

3.3 Mecanismos de Proteção a Minoria em Operações de Transferência de Controle de Companhias Fechadas

Em razão da própria estrutura formal da sociedade, há limites ao exercício de quaisquer poderes que emanem da maioria, que consiste no atendimento da lei e na observância do interesse social, *conditio sine quibus non* para que as deliberações por maioria, tomadas nos termos do art. 129 da LSA, sejam tidas como válidas. Nesse espectro de limites aos poderes do controlador, devem-se reconhecer as hipóteses em que o próprio legislador assinala casos que configuram verdadeiros dosadores de poder.

A lei societária assegura a qualquer acionista, ainda que detenha uma única ação, e mesmo sem voto, o direito de convocar assembleia geral, quando os

[235] Commonwealth Title Ins. & Trust Co. *v.* Seltzer, No. 150, Supreme Court of Pennsylvania, 227 Pa. 410; 76 A. 77; 1910 Pa. LEXIS 676, January 18, 1910, Argued, March 14, 1910.

administradores a retardarem por mais de sessenta dias, nos casos previstos em lei ou no estatuto[236].

Ademais, qualquer acionista titular de ações com ou sem direito a voto, que represente no mínimo 0,5% do capital social, possui o direito de obter relação de endereços dos acionistas para os quais a companhia tenha enviado pedido de procuração, cuja finalidade seja remeter novo pedido (LSA, art. 123, § 6º).

Ainda, no que tange às sociedades de economia mista, assegura-se à minoria o direito de eleger um dos membros do conselho de administração, se maior número não fizer jus pelo processo do voto múltiplo (LSA, art. 239).

Acionistas que titularizem pelo menos 5% do capital social têm o direito de pedir judicialmente a exibição de livros da companhia, condicionado ao apontamento de atos violadores da lei ou do estatuto, ou desde que haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer órgão da companhia (LSA, art. 105). Com esse mesmo percentual, igualmente faculta-se ao acionista: (i) propor ação social de responsabilidade *uti singuli* contra os administradores, caso a assembleia delibere por não promover a ação (LSA, art. 159, § 4º); (ii) obter informações do conselho fiscal a respeito de matérias de sua competência; (iii) propor ação de dissolução da companhia que não possa preencher o seu fim (LSA, art. 206, II, *b*); e (iv) ajuizar ação *uti singuli* de perdas e danos contra sociedade controladora por danos causados à controlada em decorrência de abuso de poder (LSA, art. 246, § 1º, *a*).

Com 5% do capital sem direito a voto, ou 10% do capital votante, o acionista tem o direito de obter a instalação do conselho fiscal nas companhias em que o seu funcionamento não seja permanente (LSA, art. 161, § 2º).

Se titulares de ao menos 5% do capital social, os acionistas podem convocar assembleia geral, quando os administradores não o fizerem, no prazo de oito dias, contados do seu pedido, desde que o pleito seja fundamentado com a indicação das matérias a serem tratadas (LSA, art. 123, parágrafo único, *c*).

[236] LSA, art. 123, parágrafo único. "O direito é conferido ainda que o acionista tenha uma única ação, mesmo sem voto.".

Com 10% do capital votante, poderão os acionistas: (i) requerer a adoção do voto múltiplo para a eleição de membros do conselho de administração (LSA, art. 141); e (ii) eleger, separadamente, um membro do conselho fiscal e respectivo suplente (LSA, art. 161, § 4º, *a*).

Nesse esteio, conforme discorrido ao longo do presente estudo, a proteção às minorias é assegurada precipuamente por duas ordens de direitos: (i) direitos formais; e (ii) direitos substanciais.

Em breve síntese, com relação aos direitos formais, os quais consubstanciam direitos que exigem para o seu exercício um *quorum* mínimo de votação ou de capital, verificou-se que muito embora se trate, na origem, de direitos destinados à proteção dos acionistas minoritários – *e.g.*, pedido de exibição de livros sociais, propositura de ações de responsabilidade, promoção de dissolução da sociedade mediante ação judicial etc. –, na prática, o que se observa é um verdadeiro reforço da posição da maioria, dadas as dificuldades de reunião de número mínimo de acionistas para que o *quorum* legal seja atingido.

Em particular no caso de operações de transferência de controle de companhias fechadas, os referidos direitos são ainda mais difíceis de serem invocados para fins de proteção da minoria, uma vez que transações dessa natureza não estão sujeitas à aprovação em assembleia, *i.e.*, tanto as negociações quanto as condições em que a operação se efetivará são acertadas apenas entre o titular do controle e o terceiro interessado em adquiri-lo, sem a interferência dos demais acionistas, nos termos da LSA.

Na outra ponta situam-se os direitos substanciais, os quais conduzem a um quadro não menos preocupante, muito embora tratem de direitos que não estão atrelados a nenhum *quorum*. Dentre os referidos direitos, conforme se viu, estão também os que exigem maiorias qualificadas para deliberar matérias de maior relevo para a companhia. Encontram-se ainda nessa categoria as proibições de voto, a representação das minorias nos órgãos de administração e fiscalização da companhia e, por fim, o controle judicial e administrativo dos atos praticados pela maioria.

Saliente-se que, assim como se verificou no caso dos direitos formais, os direitos substanciais não estão aptos a dar guarida aos minoritários no âmbito de operações de transferência de controle; isso porque, muito embora digam respeito a direitos que não

requerem *quorum* mínimo para o seu exercício – *e.g.*, participar dos conclaves sociais –, fato é que a letra da lei não trata de nenhum direito substancial que possa ser clamado pelo minoritário em operações dessa natureza. No tocante aos direitos que exigem *quorum* qualificado para o seu exercício, muito embora tenha como função precípua promover o diálogo entre maioria e minoria para que a deliberação possa ser tomada em determinado sentido, uma vez que as operações de transferência de controle não estão sujeitas à aprovação em assembleia, a proteção conferida por esse direito sucumbe. O mesmo comentário vale para as vertentes de proibição de voto ou de representação nos órgãos de fiscalização e administração da companhia. Por fim, com relação ao controle administrativo, já é sabido que as companhias fechadas não devem passar pelo crivo da CVM. No que diz respeito ao controle judicial, tratar-se-á desse direito sob a ótica do poder de propositura pela minoria de ações judiciais de responsabilidade do controlador, já sabendo, no entanto, que a dinâmica societária acaba por se valer do Poder Judiciário como último recurso destinado à solução de eventuais controvérsias, não apenas em razão da morosidade que permeia os tribunais pátrios, mas também da ainda incipiente experiência das câmaras empresariais na variada gama de assuntos societários que possam ser objeto de discussão.

Por tudo isso é que se chegou ao direcionamento central desta tese de doutoramento: à míngua de legislação que ampare efetivamente os minoritários de companhias fechadas em caso de transferência de controle, cabe aos acionistas, no momento do ingresso na companhia, estabelecer determinadas posições jurídicas subjetivas ativas, bem como deveres aos controladores, no intuito de limitar seus poderes[237] como meio de conferir efetiva proteção aos minoritários em transações dessa natureza.

Dentre as principais posições jurídicas subjetivas ativas – direito subjetivo, direito potestativo, faculdade e expectativa jurídica – invocar-se-á precipuamente as duas primeiras modalidades e far-se-á sua subdivisão em mecanismos de proteção às minorias (i) que impliquem sua permanência ou saída da companhia e (ii) que não tenham nenhuma influência sobre o seu prosseguimento, ou não, na companhia.

---

[237] "E formula René David o princípio de que uma disposição não protege a minoria senão na medida em que ela limita a aplicação do princípio majoritário [...]. Não é possível admitir, sem reservas, a predominância da maioria" (REQUIÃO, Rubens. O acionista minoritário (acionista dissidente) "*intuitus personae*" nas sociedades anônimas. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*, p. 77).

Nesse ensejo é importante salientar que muito embora se possa falar em um rol muito mais extenso de direitos que confiram proteção à minoria, além daquele enumerado nos itens seguintes, o presente estudo visa tratar daqueles direitos que possam proteger os acionistas minoritários exclusivamente em operações de alienação de controle de companhia fechada e não dos direitos gerais de minoria enquanto tal. Nessa mesma linha, tem-se por finalidade tratar não dos abusos em geral que possam ser cometidos pelos controladores, mas tão comente daqueles que guardem relação com as operações de transferência de controle de companhias fechadas.

3.3.1 Mecanismos de Proteção Mediante Princípios e Deveres Limitadores da Atuação do Controlador

3.3.1.1 Deveres Laterais dos Participantes de Contratos Associativos sob a Ótica dos Contratos Relacionais

A discussão acerca do modelo mais eficiente de disciplina das relações entre os acionistas – mediante contrato ou positivação pelo legislador – decorre predominantemente da tentativa de investigar aquele que melhor acomoda os interesses dos acionistas e que confere proteção em boa medida aos acionistas não controladores.

O item 2.4.3 deste estudo adotou a feição contratual como mecanismo genuinamente eficaz na propagação das informações de que necessitam aqueles que decidam investir no capital de uma companhia fechada.

A celebração de contrato como mecanismo de proteção adicional ao anteparo legal pode ser vantajosa ou eficiente, sempre que os custos advindos de sua formalização sejam menores do que aqueles que possam ser enfrentados na submissão do acionista apenas ao regramento legal.

Ante a conjuntura brasileira, em que o sistema jurídico nem sempre é eficaz no tocante a impedir que os benefícios privados sejam aproveitados pelo controlador, os custos serão tão maiores quanto mais escassas forem as regras de proteção estabelecidas pelos próprios acionistas em acordos ou no estatuto da companhia.

Alie-se a isso a característica imanente das relações societárias que consiste na longa duração; e é neste ponto que a teoria dos contratos relacionais, ou de longa duração, ganha importância, justamente por se referir àquelas relações jurídicas complexas que perduram por tempo alongado, típicas da sociedade atual moderna e globalizada. Essa complexidade e prolongamento no tempo resultaram na inafastável necessidade de que essas relações não sejam relegadas apenas ao alvedrio das normas jurídicas, sob pena de que os acionistas tenham de recorrer às soluções engendradas pelos tribunais todas as vezes que não encontrar a solução para um dado impasse nos textos legais, o que, no ordenamento pátrio, costuma ser recorrente.

Ao discorrer acerca do contrato de sociedade como contrato de constituição de comunhão, Marcelo Adamek[238] assim se manifesta:

> [referido contrato é de] comunhão de escopo, de cooperação e, pois, duradouro – o que facilmente explica a relevância do fim comum na sociedade e a maior intensidade dos deveres acessórios ou laterais de conduta (*Nebenpflichten*) decorrentes da boa-fé objetiva, no âmbito da relação jurídica societária.

A teoria dos contratos relacionais está associada ao nome de Ian Macneil, jurista e professor da escola de Direito da Universidade Northwestern, de Chicago, a quem coube sistematizar uma série de estudos desenvolvidos por autores que sinalizaram entendimento similar às suas conclusões sobre o assunto. No plano do direito norte-americano, destaquem-se os estudos de John R. Erickson e Victor P. Goldberg[239], William Whitford[240], Robert E. Scott[241], Duncan Kennedy[242], Oliver

---

[238] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias, p. 25.

[239] ERICKSON, John R.; GOLDBERG, Victor P. Quantity and price adjustment in long-term contracts: a case study of petroleum coke. *Journal of Law and Economics*, v. 30. n. 2, p. 369-398, 1987.

[240] WHITFORD, William C. Ian Macneil's contribution to contracts scholarship. *Wisconsin Law Review*, n. 3, p. 545-560, 1985; WHITFORD, William C. Contract law and the control of standardised terms in consumer contracts: an American report. *European Review of Private Law*, n. 2, 1995, p. 193-210; e Contracts and the new formalism: commentary. *Wisconsin Law Review*, n. 2, p. 631-643, 2004.

[241] SCOTT, Robert E. Conflict and cooperation in long-term contracts. *California Law Review*, v. 75, n. 6, p. 2.005-2.054, 1987.

[242] KENNEDY, Duncan. Distributive and paternalist motives in contract and tort law, with special reference to compulsory terms and unequal bargaining power. *Maryland Law Review,* v. 563, p. 566-568, 1982.

Williamson[243]. No direito europeu, os trabalhos mais relevantes foram produzidos por Christian Joerges[244], Thomas Wilhelmsson[245] e David Campbell[246].

No Brasil, o tema foi estudado com profundidade pelo filósofo Ronaldo Porto Macedo Junior, para quem, "Apesar da tendência mundial apontar para o incremento das formas de cooperação econômica fundadas na confiança, os estudos empíricos disponíveis revelam que no Brasil ainda domina uma cultura empresarial bastante antagonista e conflitiva"[247].

O tema aplica-se, mormente, nas contratações de longo prazo e complexas (*relational contracts*), as quais se encontram em ponto diametralmente oposto ao dos contratos autônomos, instantâneos ou descontínuos (*discrete contracts*).

As características marcantes dos contratos *descontínuos* fundam-se na roupagem das relações *impessoais* por eles reguladas, além de trazerem para o *presente* situações futuras, bem como constituírem elemento de *barganha* entre partes instrumentalmente orientadas, devendo haver *mútuo consentimento* das partes para que o negócio seja entabulado.

Assim, o fator *descontinuidade* associa-se à ideia de que cada ato contratual é considerado um ato isolado, independente e autônomo, tendo como critério orientador a *impessoalidade*, que se consubstancia em um simples ato de reciprocidade, o qual se mede pelo equivalente em dinheiro, por meio de um mínimo de breves contatos.

Não é de surpreender que pouco importa a qualidade das partes contratantes, a *performance* contratual ou o planejamento futuro da relação, o que dá forma à característica *presentificadora* desse contrato, *i.e.*, todos os seus elementos são constituídos

---

[243] WILLIAMSON, O. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.

[244] JOERGES, Christian. Relational contract theory in a comparative perspective: tensions between contract and antitrust law principles in the assessment of contract relations between automobile manufacturers and their dealers in Germany. (Symposium: Law, private governance and continuing relationships). *Wisconsin Law Review*, n. 3, p. 581-613,1985.

[245] WILHELMSSON, Thomas. Questions for a critical contract law and a contradictory answer: contract as social cooperation. In: _____. (Ed.). *Perspectives of critical contract law*. Aldershot: Dartmouth, 1993. p. 9 e ss.

[246] CAMPBELL, David. Relational contract and the nature of private ordering: a comment on Vincent-Jones. *Indiana Journal of Global Legal Studies*, v. 14, p. 279-300, 2007.

[247] MACEDO JR., Ronaldo Porto Macedo. Contratos relacionais no direito brasileiro. Disponível em: <http://lasa.international.pitt.edu/LASA97/portomacedo.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2013.

apenas no presente, não havendo que se cogitar em detalhar a *performance* das partes ou despender maior atenção com tratativas prévias para acerto dos pormenores do contrato.

Os contratos descontínuos ainda assumem um contorno predominantemente de *barganha instrumental*, uma vez que se adota como premissa a existência de relação entre as partes que impulsiona os termos da troca com a finalidade de atingir os próprios, exclusivos e individuais. Fala-se, portanto, em uma postura essencialmente egoísta, individualista e instrumental de cada participante da negociação contratual. Em outros termos, cada uma das partes procurará, pelos meios de que dispõe, buscar a maior vantagem econômica para si. Associada a essa característica, os contratos descontínuos também não devem prescindir do mútuo consentimento, uma vez que se presume que os termos da troca configuram resultado da barganha instrumental estabelecida livremente entre as partes.

Conforme bem sintetiza Ronaldo Porto Macedo Junior, "A função do contrato descontínuo é a troca ou transferência da inteira responsabilidade de benefícios e de ônus particulares de uma parte para a outra"[248], ou seja, na venda e compra de um bem, o proprietário do dinheiro se desfaz dos benefícios e ônus envolvidos na propriedade da pecúnia em favor dos ônus e benefícios inerentes ao bem, seguindo o mesmo trilhar o então proprietário do bem.

Na outra ponta, situam-se os contratos relacionais, que possuem como principal característica a *longa duração* das relações por eles disciplinadas. Esses contratos, de modo geral, integram relações complexas entre *diversas partes*, nas quais são determinantes os vínculos pessoais, de confiança, solidariedade e cooperação.

Dessa característica deflui outro fator predominante nos contratos relacionais, que diz respeito à *mutabilidade constante*, dado não ser possível que todos os seus termos sejam prévia e definitivamente estipulados, o que significa dizer que, no curso da sua *performance*, diversos ajustes poderão ser realizados. Essa estrutura possui o objetivo declarado de promover a justiça contratual, não apenas no ato da celebração, mas também durante a sua execução e até mesmo após o seu término, encerrando uma postura dinâmica que se projeta para além do prazo de vigência contratual.

---

[248] MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 137.

Disso decorre que o contrato relacional vai muito além do que apenas garantir margem de ajustes ao longo de sua execução, na medida em que ele estabelece um verdadeiro processo de *cooperação* entre os contratantes, levando a efeito uma maior *intensificação da troca de informações*, divisão de atribuições e negociações sobre a distribuição de lucros.

Assim é que tanto a doutrina contratual neoclássica quanto o pensamento liberal neoclássico, que se fundam na premissa de que os agentes racionais agem no mercado de modo a maximizar as vantagens individuais[249], têm dado lugar à edificação de relações pautadas pela *solidariedade, confiança* e *cooperação*.

O fenômeno da cooperação é definido por Ronaldo Porto Macedo Junior[250] como "a associação com outra para benefício mútuo ou para a divisão mútua de ônus". No conceito de solidariedade, por sua vez, existe a "idéia de uma unidade que produz ou está baseada na comunidade de interesses, objetivos, valores e padrões". O autor ainda explica que a solidariedade "pode estar baseada numa relação cooperativa, mas o importante a destacar é o fato de que reporta-se a uma comunidade de valores e interesses e, neste sentido, ela tem um caráter necessariamente moral".

Os princípios ora apontados assumem ainda maior expressão no contexto das relações entre os acionistas de companhias fechadas, nos quais a confiança, a colaboração e a solidariedade, bem como o reconhecimento das desigualdades de poder, constituem verdadeiros pilares que sustentam a concepção de que essa ainda é uma forma de associação atrativa ao investimento.

Muito embora o estudo em torno do tema *contratos relacionais* esteja direcionado, no mais das vezes, para as relações consumeristas, e até mesmo para as relações entre empresas, é no contrato de sociedade que ele se mostra mais eloquente. Assim é que para Ronaldo Porto Macedo Junior[251], "os contratos relacionais aproximam-se mais do ideal de contrato de sociedade do que da compra e venda clássica".

---

[249] POSNER, Richard. The ethical and political basis of the efficiency norm in common law adjudication. *Hofstra Law Review*, v. 8, p. 488-497, 1980.
[250] MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. Contratos relacionais no direito brasileiro. *Revista USP*, São Paulo, v. 1, n. 1, 1999, p. 110.
[251] Ibidem, loc. cit..

Nas sociedades, as regras estabelecidas nos contratos relacionais assinalam uma postura menos substantiva e mais processual no sentido de que se regula a forma pela qual a revisão e os ajustes de planejamento que deverão se operar no seu curso, de modo que se aproxime muito da ideia de um acordo.

No clássico ensaio sobre contratos plurilaterais, de Tulio Ascarelli, muito embora ainda não se pudesse falar em uma teoria dos contratos relacionais propriamente dita, é possível identificar elementos que se harmonizam com a concepção dos contratos relacionais ora tratados.

De acordo com as lições do estudioso italiano, "os contratos plurilaterais prestam-se, pois, necessariamente e sempre, como contratos de execução continuada e, portanto, estão sempre sujeitos às normas próprias desta categoria de contratos"[252]. Assim é que, conforme já anotado, a principal característica dos contratos relacionais é justamente o seu prolongamento no tempo, o que se coaduna de modo inconteste com os contratos de sociedade – estes últimos sempre têm como objeto o exercício de uma atividade econômica e, como objetivo, a distribuição de lucros, isto é, os acionistas investem na companhia para que possam obter retorno financeiro mediante a distribuição de dividendos e essa não pode constituir uma relação *spot*, mas sim, um elo que se estende por um período continuado.

Outra característica relacional dos contratos de sociedade encontrada na doutrina de Ascarelli diz respeito à existência de diversas partes. É oportuno lembrar que a parte se caracteriza como um centro de interesses, capaz de assumir direitos e obrigações em uma dada relação jurídica. As pessoas ou os sujeitos, por seu turno, são nada mais do que os entes participantes do contrato, considerados em sua individualidade, de sorte que em um contrato tradicional não se admitem mais do que duas *partes*, podendo cada qual ser composta por diversos *sujeitos*, ao passo que, nos contratos plurilaterais, é possível a participação de mais de duas *partes*, podendo cada uma, igualmente, ser composta por diversas *pessoas*.

Disso resulta que, do mesmo modo como ocorre nos contratos de associação, em que há a possibilidade de existência de mais de duas partes, nos contratos relacionais "é comum o surgimento de verdadeiras redes de agentes e participantes, o que aumenta

[252] ASCARELLI, Tullio. O contrato plurilateral. In: _____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, p. 399.

substancialmente a complexidade interna das relações"[253]. Já nos contratos descontínuos puros "há apenas duas partes (isto em boa medida porque a própria presença de outras partes automaticamente começa a criar circunstâncias geradoras de características relacionais"[254]. Verifica-se, então que "o oposto ocorre com os contratos relacionais, especialmente aqueles estabelecidos no interior da grande empresa ou corporação"[255].

Outro fator que aproxima os contratos relacionais dos contratos plurilaterais de Ascarelli diz respeito ao fato de que em ambos os contratos não necessariamente haverá antagonismo entre as partes. Desse modo é que na dicção do autor italiano se sustenta que no momento da formação do contrato de sociedade, as partes têm interesses distintos e, no mais das vezes, antagônicos, tal como ocorre nos contratos de escambo[256]. Entretanto, uma vez constituída, a sociedade se presta a uma finalidade comum a todos os sócios, o que não significa o afastamento absoluto da possibilidade de conflitos durante a vida da sociedade.

Mais uma característica que denota a similitude dos contratos relacionais com os contratos de sociedade está ligada ao período de duração. De modo geral, é possível afirmar que "as transações descontínuas se iniciam abruptamente, duram pouco e terminam rapidamente, seja em razão do cumprimento contratual, seja em razão do rompimento em função da resolução ou resilição contratual"[257]. Além disso, nos contratos descontínuos, "o início e término da transação são produzidos num momento definido e único"[258], ao passo que nos contratos relacionais a situação difere por completo, dado que o início e término não são tão claramente definidos. Na realidade dos contratos de associação, a função do contrato não finda quando executadas as obrigações das partes, como tradicionalmente sói acontecer com os demais contratos, "a execução das obrigações das partes constitui a premissa para uma atividade ulterior; a realização desta constitui a finalidade do contrato; este consiste, em substância, na organização de várias partes no desenvolvimento de uma atividade ulterior"[259].

---

[253] MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*, p. 129.
[254] Ibidem, p. 128-129.
[255] Ibidem, p. 129.
[256] As posições antagônicas podem ser vislumbradas, dentre outros, no âmbito da avaliação das contribuições realizadas pelos sócios, na ingerência da administração da companhia e na distribuição de lucros e perdas.
[257] MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. Op. cit., p. 131.
[258] Ibidem, p. 132.
[259] ASCARELLI, Tullio. O contrato plurilateral. In: _____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, p. 396.

A aproximação dos contratos relacionais com os contratos de associação ainda pode ser vista na característica de contratos abertos, apontada por Ascarelli[260]. Dizer que um contrato é aberto significa que há uma oferta permanente de adesão de novas partes, desde que satisfaçam a determinadas condições. Do mesmo modo, há a plena possibilidade de que os seus participantes se retirem do negócio. Essa hipótese é inconcebível nos demais contratos, os quais ficam limitados a apenas duas partes.

É indubitável que outras comparações poderiam ser feitas entre os contratos associativos e os contratos relacionais com base na doutrina dos contratos plurilaterais de Ascarelli, no entanto, das características aqui apresentadas já é possível extrair a ilação de aproximação entre um e outro, sobretudo dos preceitos que gravitam em torno das relações entre seus participantes, como a confiança, a colaboração e a solidariedade.

Em princípio, evidencia ser possível afirmar que em todo contrato existe alguma forma de cooperação, seja em maior ou menor grau, no entanto, é na relação societária que esse dever ganha particular relevo, assumindo-se o conceito mais estrito de que cooperar "é associar-se com outro para benefício mútuo"[261]. Interessante notar a complementação feita por Ronaldo Porto Macedo Junior a essa definição, ao dizer que cooperar "é associar-se com outro para benefício mútuo ou para divisão mútua dos ônus"[262]. Isso porque nos contratos relacionais há uma divisão de ônus e benefícios entre as partes contratantes. O caráter instrumental da cooperação foi bem assimilado na teoria de Ascarelli, para quem:

> Com efeito, podem, as normas jurídicas, visar quer uma "repartição" de bens, quer, porém, ao contrário, uma "cooperação" na utilização deles. Na primeira hipótese o aproveitamento, sucessivo, do bem por parte do sujeito fica, em princípio, no âmbito geral do lícito jurídico; na segunda hipótese, ao contrário, é ele, objeto de disciplina jurídica, e, portanto, o contrato assume um cunho "instrumental" quanto à disciplina das sucessivas relações jurídicas das partes[263].

Nesse sentido é que se pode afirmar que o contrato de cooperação cria vínculos mais estreitos do que uma mera relação descontínua e, nesse ensejo, se discute a importância do dever de colaboração das partes, sobretudo do acionista controlador, no tocante à negociação de proteções a serem inseridas no estatuto social ou em acordo de

---

[260] ASCARELLI, Tullio. O contrato plurilateral. In: _____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, p. 411.
[261] WEBSTER'S Ninth New Collegiate Dictionary. Massachusetts: Merriam-Websters Inc., 1991. p. 228.
[262] MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*, p. 140.
[263] ASCARELLI, Tullio. Op. cit., p. 375.

acionistas, de modo a acomodar as expectativas e os interesses daqueles que investem na companhia.

Impende salientar que a cooperação não deve ser vista como um sinônimo de solidariedade, uma vez que esta se conjuga por um múltiplo de regras mais amplo e complexo, aptas a impor um grau mais elevado de vinculação entre as partes que integrem a relação. Esse fenômeno pode ser observado especialmente no âmbito das sociedades anônimas, em que se vislumbra a presença marcante da teoria institucionalista, conforme consolidada na teoria de Walter Rathenau[264].

Nesses termos é que o art. 116 da LSA adota um viés predominantemente institucionalista à legislação pátria, ao determinar que 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.

Infere-se, assim, que a vertente da solidariedade se prende à ideia de que não se pode descurar da comunidade externa à relação contratual. Isso não impede que se reconheça a existência de solidariedade interna, em que os próprios participantes considerem a composição de interesses de seus pares – o *e.g.*, o dever de consideração do acionista controlador para com os não controladores. Trata-se, por assim dizer, da responsabilidade não apenas no sentido jurídico, mas também sob o senso moral de um agente ou de um grupo para com pessoas unidas por um interesse comum. A temática está bem esboçada nas ponderações de Clóvis V. do Couto e Silva[265], que ao tratar das relações jurídicas em que a cooperação se manifesta em sua mais ampla plenitude "(*nostra res agitur*), como nas de sociedade [...], cuida-se algo a mais do que a mera consideração, pois existe dever de aplicação à tarefa suprapessoal, e exige-se disposição ao trabalho conjunto e a sacrifícios relacionados com o fim comum".

Percebe-se, da profusão de conceitos ora esboçados, que é possível vislumbrar os deveres laterais ou de conduta sob diversas ordens e que os fenômenos da cooperação e da solidariedade podem assumir um caráter central no contrato, constituindo o seu objeto principal, e, nesse caso, não devem ser postos na posição de deveres acessórios, mas sim,

---

[264] Estudos publicados em 1917, sob o título *Vom Aktienwesen – Ein geschaftliche Betrachtung*.
[265] COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo do. *A obrigação como processo*. São Paulo: Bushatsky, 1976. p. 31.

como deveres principais da relação. De outro modo, esses mesmos deveres podem ser vistos sob o enfoque do preenchimento de lacunas, como princípios subsidiários de interpretação dos contratos. Ainda, especialmente no que toca ao dever de solidariedade, impõe-se a obrigação legal e moral de atuar em consonância com certos valores comunitários e não de acordo com uma lógica individualista de maximização da própria riqueza em detrimento da prática de atos abusivos para com os demais agentes da relação.

Os contratos relacionais, então, apesar da concepção *antagonista* e *conflitiva* que ainda predomina no País, devem ser pautados pelos princípios adrede consignados de forma que se mantenha a mutualidade e o equilíbrio de interesses das partes, mormente no estatuto social ou em acordo de acionistas firmado no âmbito de sociedades anônimas fechadas.

Ressalte-se, todavia, que não se tem por finalidade negar o reconhecimento das relações de poder nos contratos relacionais, tampouco eliminá-las, mediante o nivelamento de poder seus participantes; o que se quer é rememorar a existência de alguns preceitos básicos embutidos na própria essência dos contratos relacionais e, portanto, de sociedade, de modo que sua aplicabilidade possa ver invocada independentemente de constituírem letra escrita nos contratos de associação ou na lei.

3.3.1.2 O Princípio da Coordenação – Correspondência entre Poder e Responsabilidade

Conforme será demonstrado no item 3.3.1.3, o dever de lealdade lança luz sobre outros preceitos que constituem parte do seu conceito, dentre eles, o princípio geral de que o poder e a responsabilidade devem corresponder-se.

O princípio em questão afigura-se segundo uma noção de justiça, em que todo poder concedido deve estar acompanhado da exata medida de responsabilidade que lhe corresponda.

Em rigor, o seu conceito está associado à determinação de limites ao poder do controlador como mecanismo de proteção da minoria. Isso porque o controle societário se assenta no poder de influir na esfera jurídica alheia, mais precisamente, no poder de dispor do patrimônio alheio, fator esse que torna latente o dever de lealdade do seu agente, sobretudo na vertente que implica a responsabilidade como consequência lógica desse poder.

A transposição da concepção traduzida no princípio em questão para as operações de transferência de controle de companhias fechadas encerra a ideia de que uma vez sendo o controlador o principal agente capaz de decidir sobre os rumos sociais, sobretudo quando decide transferir a sua participação no capital da companhia para terceiros, não deve deixar ao desamparo aqueles que permanecerem na companhia. Isso significa dizer que não se pode descurar a posição da minoria na companhia, ainda que o controlador resolva deixar os quadros sociais, cabendo a ele, *e.g.*, o dever de investigar se o potencial adquirente do controle apresenta condições de seguir com as atividades sociais.

Desse jaez, é certo que o acionista controlador, salvo disposição em contrário, não está sujeito a nenhuma condicionante para que transfira sua participação a terceiros nas companhias fechadas. Uma operação dessa natureza, no entanto, não implica a mera transferência de ações, mas sim, o poder de decidir sobre o destino da companhia e, por consequência, da destinação que será dada aos investimentos realizados pelos minoritários, razão essa suficiente para que a esse poder seja atribuída a responsabilidade de agir com a mais absoluta lealdade, sobretudo mediante a investigação daquele que passará a ocupar a sua posição originária na companhia.

Animado pela crença de que "a correlação entre poder, de um lado, e responsabilidade, de outro, deveria corresponder a um dado da realidade, no plano normativo"[266] foi que o legislador de 1976 procurou exprimir na letra do § 1º do art. 117 as formas mais contundentes de abuso do poder de controle e, simultaneamente, arquitetou no *caput* do referido artigo a responsabilidade do acionista que praticasse aqueles ou outros atos considerados abusivos e tratou de impor-lhe, consentaneamente, um padrão de conduta no art. 116, tendo como aparato a função social da empresa.

---

[266] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 29, n. 77, 1990. p. 54.

Decerto que o poder do acionista controlador deve ser reconhecido da perspectiva da arquitetura sociológica, presente nas relações internas da companhia, foi que a lei societária procurou racionalizar esse poder[267], sob a escritura de diretrizes comportamentais aptas a legitimar o poder de controle. No entanto, em decorrência da constatação prática de que nem sempre os preceitos ora exarados nos ditames legais se verificam nas relações entre os acionistas, o presente estudo se propôs a tratar dos principais mecanismos que os próprios acionistas devem estabelecer em acordo ou no próprio estatuto para que possam se desvencilhar com mais facilidade dos auspiciosos distúrbios sociais decorrentes do exercício abusivo do poder de controle.

3.3.1.3 O Dever de Lealdade Societário e o de Investigar Compradores Previamente à Alienação do Controle

Os direitos e deveres dos acionistas são atribuídos e valorados da ótica do grupo do qual fazem parte por meio do contrato de sociedade. A simples vinculação de uma pessoa a um grupo organizado justifica a subordinação dos interesses individuais ao interesse comum do grupo.

Com efeito, vislumbra-se que o acionista tem perante a companhia, e para com os demais membros que a integram, deveres de consideração, sintetizados em deveres de colaboração e de proteção – salvaguarda.

Na doutrina alemã, a boa-fé objetiva e a subjetiva são designadas por expressões distintas: a boa-fé subjetiva é denominada *guter Glaube* ou *guter Glauben*, traduzida como boa crença, ao passo que a boa-fé objetiva é designada como *Treu und Glauben*, traduzida por lealdade e crença.

---

[267] Expressão utilizada por José Alexandre Tavares Guerreiro ao tratar da organização de competências na companhia (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 29, n. 77, p. 52).

O dever que deriva da boa-fé é dever de consideração para com o *alter*. Nas relações jurídicas em que a cooperação se manifesta em sua plenitude, como nas de sociedade, em parte nas de trabalho e, principalmente, na comunidade familiar, cuida-se de algo mais do que a mera consideração, pois exige dever de aplicação à tarefa suprapessoal, e se exige disposição ao trabalho conjunto e a sacrifícios relacionados com o fim comum[268].

Os deveres que integram o dever de lealdade denotam constituir parte não escrita do direito societário; trata-se de deveres intrínsecos àqueles que se associam por um contrato de sociedade.

Para Herbert Wiedemann[269], o dever de lealdade constitui parte cogente de qualquer ética coletiva. O eminente jurista trata do dever ora examinado sob o ponto de vista da proteção da minoria no direito societário e propõe a seguinte indagação: qual seria a razão de ser da proteção aos não controladores no direito societário, similarmente ao que se dá no direito público, (i) se todos os membros da coletividade, diversamente do que ocorre no direito público, perseguem o mesmo fim, (ii) se a sujeição à vontade da maioria é previamente acordada e (iii) se existe a previsão de direito de recesso (direito de se retirar da sociedade)?

O próprio doutrinador responde, afirmando que o questionamento estaria correto, se, nas organizações, uma maioria alternada decidisse as questões da sociedade, de modo que a homogeneidade de interesses prevalecesse, o que não costuma ocorrer no dia a dia das sociedades. Isso porque a formação da vontade não ocorre por cabeça, mas sim pela participação no capital, e disso decorre que, uma vez estando a maioria dos votos nas mãos de um acionista ou de um grupo estável, as assembleias perdem o sentido, já que essa maioria sempre prevalecerá, *i.e.*, o conclave constituirá uma mera formalidade, pois os demais acionistas sempre sairão vencidos e deverão se sujeitar às vontades da referida maioria como um ato unilateral de vontade.

---

[268] COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo do. *A obrigação como processo.* São Paulo: FGV, 2006. p. 29-31.

[269] As ponderações assinaladas neste item seguem os ensinamentos ministrados pelo professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França na disciplina DCO-5886 – Teoria Geral do Direito Societário II, cursada pela pesquisadora em 2010 e 2012 no doutorado em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Segundo o autor, a vinculação da minoria à maioria tem por base a noção de composição de interesses, a exemplo do que ocorre no âmbito de negociações contratuais. Entretanto, quando há uma maioria estável, o resultado da deliberação torna-se semelhante a uma negociação consigo mesmo – a maioria não delibera, ordena. Explica ainda que nesses casos somente aparece a forma de uma deliberação ou alteração contratual, pois o conteúdo é de um ato unilateral de vontade.

Dessa teoria é reflexo que se as decisões são sempre tomadas por uma mesma maioria, esta tem o poder de dispor de tudo que faça parte da companhia, mormente do patrimônio investido pela minoria[270] e, dessa forma, é coerente que o poder de controle sempre esteja acompanhado de deveres daquele que o exerce para com aqueles que são por ele afetados.

Nessa linha, um dos maiores estudiosos sobre o poder de controle nas sociedades – o professor Fábio Konder Comparato[271] – pondera que, em relação aos acionistas não controladores, "o controle não se manifesta como comando hierárquico, exigindo obediência e cominando sanções, *mas como o poder de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial desses não controladores*" (sem grifo no original).

Prova disso está na jurisprudência alemã, no reconhecido julgado Victoria Urteil[272], proferido pelo Tribunal do Reich (1931), que assim se manifesta:

> Do poder de decidir, através de deliberação majoritária, ao mesmo tempo também para a minoria e, com isso, indiretamente dispor dos seus direitos patrimoniais na sociedade, resulta, sem dúvida, o dever societário da maioria de levar em conta, nos limites do interesse coletivo, também os legítimos interesses da minoria, sem restringir desmesuradamente os seus direitos.

---

[270] Conforme explicam Easterbrook e Fischel, "existe uma linha tênue que divide os deveres de diligência e lealdade, constituindo o primeiro o dever de empregar, no exercício das funções desempenhadas no âmbito da companhia, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios e, o segundo, o dever de maximizar a riqueza dos investidores ao invés da própria riqueza". Tradução livre do original: "It is conventional to draw a sharp distinction between the duty of care (to act as a prudent person does in the management of his own affairs of equal gravity) and the duty of loyalty (to maximize the investors' wealth rather than one's owm)" (EASTERBROOK, Frank H; FISCHEL, Daniel R. *The fiduciary principle.* Chicago: The University of Chicago Press, 1993. v. 36, p. 103).

[271] Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 136.

[272] WIEDEMANN, Herbert. Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, p. 158.

Com isso se diferencia o direito subjetivo como prerrogativa de tutelar o próprio interesse, do que se compreende por poder, consubstanciado na prerrogativa de tutelar também o interesse alheio.

A administração do patrimônio alheio, ainda de acordo com as lições de Wiedemann[273], tem como base o princípio geral segundo o qual a influência e a responsabilidade devem corresponder-se (*keine Herrschaft ohne Haftung*). Assim sendo, o dever de lealdade sustenta-se no poder adicional que os controladores possuem e que lhes permite dispor sobre o patrimônio próprio e alheio na assembleia geral de acionistas e na administração da sociedade.

A doutrina de Fábio Konder Comparato também aborda o tema e se expressa no sentido de que a "antiga vinculação entre responsabilidade e poder de gestão transmudou-se numa relação entre responsabilidade e poder de controle"[274].

Em breve síntese, o fundamento de validade do dever de lealdade do controlador se baseia no acréscimo de poder que obtém e que lhe permite, tanto na assembleia quanto na administração, dispor sobre o patrimônio próprio e alheio, além de influenciar na cessão de sua participação societária.

Nessa acepção é que se enquadram diversas categorias de deveres quando o assunto é a alienação de controle – (a) deveres do adquirente do controle para com (i) aquele que o alienou, (ii) os acionistas que remanescerem na companhia, (ii) a própria companhia; (b) deveres do que alienar o controle para com (i) o que o adquirir, (ii) os acionistas que remanescerem na companhia, (ii) a própria companhia; e (c) deveres dos acionistas que remanescerem na companhia para com (i) aquele que alienar o controle, (ii) aquele que adquirir o controle e (iii) a própria companhia.

Infere-se daí que a alienação de controle, como operação que resulta em profundas alterações, pode trazer à companhia e seus acionistas não controladores reflexos significativos, o que justifica imputar aos controladores uma rigorosa observância do dever de lealdade para com seus pares. Esse dever de lealdade é capaz de limitar os poderes da

---

[273] As ponderações assinaladas neste item seguem os ensinamentos ministrados pelo professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França na disciplina DCO-5886 – Teoria Geral do Direito Societário II, cursada pela pesquisadora em 2010 e 2012 no doutorado em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

[274] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 435.

maioria[275] no exercício de sua influência fática ou jurídica, que fica obrigada a tomar todas as diligências necessárias para verificar a idoneidade do adquirente do controle, suas pretensões diante do comando da companhia, seu histórico enquanto investidor e gestor de empresas e outras características que possam promover a maximização do valor das ações dos acionistas não controladores. Insta salientar que isso deve ocorrer, sobretudo, nas companhias fechadas, nas quais, por definição, não há um mercado em que se possam negociar publicamente as ações, tornando a posição dos não controladores extremamente vulnerável.

Nesse sentido, bem postas são as palavras de Erasmo Valadão Novaes e França[276], para o qual

> [...] é por demais óbvio que, na alienação de controle de uma companhia – uma operação que tantas alterações pode trazer à sociedade e à empresa, com significativos reflexos para os acionistas não controladores – os interesses e direitos destes devam ser considerados e atendidos.

O mestre das Arcadas fecha sua linha de raciocínio com o posicionamento irretocável de que "não pode haver, portanto, nenhuma dúvida plausível de que o acionista controlador tem o dever de maximizar o valor das ações dos acionistas não controladores, precipuamente, aliás, na hipótese de cessão de controle"[277]. O professor fundamenta o entendimento esposado no "leal comportamento daquele que tem o poder de determinar os destinos da empresa a quem entregamos, a fundo perdido, o nosso dinheiro"[278].

A importância de se observar para as mãos de quem o controle será transferido já constituía uma das preocupações de Berle[279], segundo o qual, previamente à transferência de controle, o vendedor deveria inquirir o comprador acerca de sua aptidão, autoridade e responsabilidade para assumir o comando da companhia.

---

[275] Ao tratar das principais funções do dever de lealdade, passando pelo dever de cada sócio levar em consideração os interesses da organização societária e dos demais sócios, bem como pela necessária confiança que deve existir entre os sócios, Marcelo Adamek coloca como uma de suas principais funções a "de servir de limitação do direito da maioria no exercício de sua influência jurídica ou fática sobre a sociedade ou a sua empresa" (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias, p. 100).

[276] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle – dever de maximização do valor das ações dos acionistas não controladores – interpretação de estatuto de companhia aberta – possibilidade de cumulação de OPAS. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 158, abr./jun. 2011, p. 256.

[277] Ibidem, p. 257.

[278] Ibidem, loc. cit..

[279] BERLE, Adolf. "Control" in corporation law. *Cornell Law Review*, n. 58, 1958, p. 1.212-1.257.

O que se quer, na realidade, é evitar que o controle passe para as mãos de acionistas definidos como especuladores por Walther Rathenau, os quais compram as ações não para ter a propriedade, mas sim, para revendê-las. "Não interessa para o acionista oportunista o que ocorre depois. Se a situação piora para a empresa, fica aliviado, pois não vendeu muito cedo a sua participação"[280].

O mesmo raciocínio era seguido por Hodge O'Neal[281], segundo o qual "Os acionistas controladores, ainda que não façam parte da administração da companhia, possuem a obrigação de tomar todas as medidas necessárias para proteger a companhia, credores e demais acionistas em face da transferência do controle". O autor complementa o entendimento com a menção de que:

> [...] o vendedor será responsável não apenas nos casos em que tenha ciência ou condições de *saber* que o adquirente pretende expropriar a companhia, mas também nas situações em que atue com negligência, isto é, quando a operação for implementada sem que o vendedor tenha investigado se o comprador estará apto a não prejudicar a companhia, seus acionistas e *stakeholders*[282].

Esse também é o entendimento de Robert W. Hamilton, para quem "A exceção da expropriação baseia-se em um dever criado judicialmente e imposto aos acionistas vendedores de investigar o *bona fides* do potencial comprador quando as circunstâncias indicarem que os compradores podem planejar expropriar a companhia"[283].

Na visão de Paul Davies e Klaus Hopt[284], ainda que o desejo do adquirente não seja propriamente o de expropriar a companhia adquirida, outras medidas que também são

---

[280] RATHENAU, Walther. Do sistema acionário – uma análise negocial. Tradução e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil*, ano XLI, n. 128, out./dez. 2002, p. 210.

[281] Tradução livre do original: "Controlling shareholders, even if they are not directors or officers, are obligated, whenever they transfer corporate control, to take reasonable measures to protect the corporation, its creditors and shareholders against fraud and misappropriation by the transferees. (O'NEAL, F. Hodge. Sale of a controlling corporate interest: bases of possible seller liability. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 38, 1976, p. 36).

[282] Tradução livre do original: "Obviously, sellers of a controlling interest in a corporation are subject to liability if they become parties to a conspiracy to loot the corporation or if they turn control of the corporation over to persons they *know* intend to loot the corporation's treasury by heedlessly resigning their offices or causing their nominees to resign. Furthermore, they become liable to the corporation if they *negligently* turn control over to irresponsible purchasers who proceed to loot the corporation or its subsidiaries" (ibidem, p. 36).

[283] Tradução livre do original: "the looting exception is based entirely on a judicially created duty imposed on selling shareholders to investigate bona fides of potential purchasers when circumstances indicate that the purchasers may plan to loot the corporation" (HAMILTON, Robert W. Private sale of control transactions: where we stand today. *Canada-United States Law Journal*, v. 13, 1988, p. 242).

[284] No original: "The acquirer, even if it does not intend to loot the company, may embark upon a different and less successful strategy; may be less respectful of the minorit's interests and rights; or may just simply used the acquired control systematically for implementing a group strategy at the expense of the new group

extremamente prejudiciais à companhia e a seus acionistas, especialmente aos minoritários, podem ser pretendidas por aqueles que a inserem em um grupo de sociedades previamente existente. Assim, segundo os autores,

> O adquirente, mesmo que ele não tenha a intenção de roubar a empresa, pode embarcar em uma estratégia diferente e menos bem-sucedida; pode ser menos respeitoso no que diz respeito aos interesses e direitos dos minoritários; ou pode simplesmente usar o controle adquirido sistematicamente para implementação de uma estratégia do grupo à custa da nova empresa que se tornou membro do grupo e de seus acionistas minoritários[285].

A primeira questão que se coloca é atinente à possibilidade de imposição de restrições ao controlador em relação à alienação do controle por ele pretendida[286]. Se a imposição de alguma restrição for apropriada, qual deverá ser o seu racional e como ela deverá ser estruturada[287]? Haverá alguma diferença entre a alienação de controle que resulte no pagamento de um prêmio ao controlador ou não?

Uma série de teorias foi criada para fundamentar a imposição de restrições aos que pretendem alienar o controle de determinada companhia. O que todas elas têm em comum é o fato de não levarem em conta os aspectos da propriedade, mas sim, das relações formadas entre os acionistas e entre estes e a companhia no momento da alienação do controle.

Os tribunais superiores norte-americanos, ao longo de muitos anos, procuraram justificar restrições impingidas aos que se propunham a alienar o controle da companhia de que faziam parte. Nas palavras de Fábio Konder Comparato[288],

> [...] a jurisprudência norte-americana veio, aos poucos, completar essa tutela do acionista não-controlador. Os tribunais fixaram, desde há vários anos, o princípio de que os acionistas que não forem partes, numa transferência de controle, têm o

---

member company and its minority shareholders" (DAVIES, Paul; HOPT Klaus. Control transactions. In: KRAAKMAN, Reinier H. et al. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2006. p. 185).

[285] DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. Control transactions. In: HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach, p. 185.

[286] A doutrina americana chega a afirmar que, no momento do investimento, o acionista deve assinar um acordo no qual declare que não haverá qualquer restrição em uma possível alienação de controle. Na falta desse documento, o controlador estará obrigado a deveres mais rígidos de divulgação de informações no momento da venda e o minoritário poderá exercer seu direito de retirada, recebendo um valor justo por suas ações. Sobre o assunto, vide: SANTONI, Roland J. The developing duties of controlling shareholders and appropriate restraints on the sale of corporate control. *The Journal of Corporation Law*, n. 2, v. 4, p. 320.

[287] Para Menezes Cordeiro, o dever de lealdade "manda, em geral: [...] que não se levem a cabo atuações laterais que prejudiquem o núcleo da situação" (CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito das sociedades*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007. v. II, n. 221, p. 572).

[288] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 299.

> direito de obter perdas e danos do ex-controlador, quando ele cede a empresa a pessoas que passam a defraudar seus bens.

E o Professor exemplifica: "em particular, já se julgou que essa situação ocorre toda vez que o cessionário do controle se utiliza dos fundos sociais para pagar o preço da cessão, estando o cedente ciente desse resultado, ou devendo razoavelmente supô-lo"[289].

Em geral os tribunais determinam limitações em operações de alienação de controle na medida necessária à proteção dos objetivos sociais. Essa premissa é esboçada já no ano de 1937, no caso *Roby v. Dunnett*[290], cuja sentença deixa claro que "todo acionista, incluindo o controlador, tem liberdade de dispor de suas ações a qualquer tempo e por qualquer valor, desde que os demais acionistas possuam esse mesmo direito".

No caso *Benson v. Braun*[291] (1956), a Suprema Corte americana reconheceu que regras que restrinjam a livre alienação do controle devem ser desenvolvidas, sobretudo, para evitar danos e injustiças para com a companhia e acionistas que não integrem o seu controle, *i.e.,* "o propósito de regras que restrinjam transferências de controle é prevenir transações dotadas de má-fé, dolo ou negligência por aqueles que detenham o controle".

Nessa linha evolutiva, em 1973, demonstrando preocupação não apenas com a posição dos minoritários, cujos investimentos poderiam ser afetados como reflexo de uma má alienação do controle, mas também com credores de companhia que tenha seu controle alienado, a Suprema Corte americana expôs, na decisão do caso *Swinney v. Keeber Co.*, que "a lei deve acomodar dois interesses: a livre transferência da participação societária pelo seu titular e a garantia de proteção a todos aqueles que investiram na companhia ou que possuam crédito contra ela"[292]. Entendeu-se ainda que os controladores têm o dever de

---

[289] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 299.

[290] Tradução livre do original: "[E]very stockholder, including a majority holder, is at liberty to dispose of his shares at any time and for any price to which he may agree without being liable to other stockholders under circumstances such as we have here as long as he does not dominate, interfere with, or mislead other stockholders in exercising the same rights" (Roby *v.* Dunnett, no. 1428, Circuit Court of Appeals, Tenth Circuit, 88 F.2d 68; 1937 U.S. App. Lexis 3036, January 19, 1937).

[291] Tradução livre do original: "The purpose of the rules restricting transfers of controlling interests is to prevent transactions tainted with bad faith, intent to defraud or negligence on the part of those possessing control" (Benson *v.* Braun, [no number in original], Supreme Court of New York, Special Term, Nassau County, 8 Misc. 2d 67; 155 N.Y.S.2d 622; 1956 N.Y. Misc. Lexis 1666, July 31, 1956).

[292] Tradução livre do original: "the law must accommodate two interests, that of free transfer of the ownership of the corporate entity and that of providing protection for all parties with investment in, or accounts with, the corporation" (Swinney v. Keebler Co., N. 72-1968, 72-1969, United States Court of

investigar quem são os compradores do controle e, mais do que isso, caso o vendedor do controle identifique que a operação poderá resultar em fraude aos credores ou aos acionistas que remanescerem na companhia, deverá abster-se de vendê-lo. Assim decidiu-se: "Acionistas majoritários que assumem a gestão da empresa possuem deveres fiduciários para com os minoritários em determinadas circunstâncias"[293]. Com base nessa premissa,

> [...] dado que a maioria não é garantidora absoluta de que erros não serão cometidos em detrimento da companhia após a transferência do controle ou de que as decisões dos novos proprietários atendam os interesses da minoria, se os vendedores do controle estiverem em posição que possam prever a probabilidade de fraude na companhia, incluindo fraudes contra credores ou contra os acionistas remanescentes, seu dever fiduciário impõe um dever positivo de investigar as razões e a reputação dos potenciais compradores (ou compradores)[294].

A Suprema Corte remata a questão ao concluir: "e, a menos que uma investigação razoável demonstre que a operação não é fraudulenta ou não possa resultar em fraude, seguindo-se o padrão do homem médio, os vendedores devem abster-se da transferência do controle"[295].

No mesmo sentido se decidiu no caso Estate of Hooper *v*. Virgin Islands, no foi determinado que "aquele que aliene o bloco majoritário de ações de uma companhia tem o dever perante a sociedade e os seus acionistas de identificar o adquirente, de modo a divulgar tanto as suas informações individuais como a utilização que pretenda atribuir ao bloco de controle de ações que adquira"[296].

Appeals for the Fourth Circuit, 480 F.2d 573; 1973 U.S. App. Lexis 9168, March 7, 1973, Argued, June 26, 1973).

[293] Tradução livre do original: "Majority stockholders who assume the management of the corporation can be said to stand in fiduciary relation to the minority under certain circumstances (Swinney *v.* Keebler Co., N. 72-1968, 72-1969, United States Court of Appeals for the Fourth Circuit, 480 F.2d 573; 1973 U.S. App. Lexis 9168, March 7, 1973, Argued, June 26, 1973).

[294] Tradução livre do original: "Thus, while the majority is not an absolute insurer against any wrongs which may be done to the corporation after the transfer of control upon the sale of their stock or against any decisions by the new owners that may not be in the best interest of the minority, if the sellers of control are in a position to foresee the likelihood of fraud on the corporation, including its creditors, or on the remaining stockholders, at the hands of the transferee, their fiduciary duty imposes a positive duty to investigate the motives and reputation of the would-be purchaser" (ibidem).

[295] Tradução livre do original: "and unless such a reasonable investigation shows that to a reasonable man no fraud is intended or likely to result, the sellers must refrain from the transfer of control" (ibidem).

[296] Tradução livre do original: "Whoever sells the majority block of stock of a corporation has the duty to it and the shareholders to fully identify the purchaser in order to discover his background and the use to which the control stock is to be put in its management" (Estate of Van Buren Hooper *v.* Government of the Virgin Islands. No. 17599. United States Court of Appeals, Third Circuit. June 1, 1970).

No *leading case Insuranshares Corp. v. Northern Fiscal Corp.*[297], a companhia ajuizou ação de indenização contra seus ex-funcionários, diretores e acionistas fundadores no intuito obter reparação dos danos que sofreu em decorrência da alienação do seu controle. O adquirente do controle, imediatamente após a conclusão da operação, liquidou os mais valiosos ativos de propriedade da companhia.

O tribunal decidiu que o elevado valor pago pelo controle já oferecia indícios de que havia inconsistências na sua alienação e que os controladores deveriam ter investigado os compradores antes da venda, em observância aos deveres de investigar e de diligência que possuem perante a companhia e seus acionistas[298]. A decisão prolatada foi a seguinte:

---

[297] Insuranshares Corp. of Delaware *v.* Northern Fiscal Corp., No. 10041, District Court, E.D. Pennsylvania, 35 F. Supp. 22; 1940 U.S. Dist. Lexis 2455, September 10, 1940.

[298] Tradução livre do original: "Those who control a corporation, either through majority stock ownership, ownership of large blocks of stock less than a majority, officeholding, management contracts, or otherwise, owe some duty to the corporation in respect of the transfer of the control to outsiders. The law has long ago reached the point where it is recognized that such persons may not be wholly oblivious of the interests of everyone but themselves, even in the act of parting with control, and that, under certain circumstances, they may be held liable for whatever injury to the corporation made possible by the transfer. Without attempting any general definition, and stating the duty in minimum terms as applicable to the facts of this case, it may be said that the owners of control are under a duty not to transfer it to outsiders if the circumstances surrounding the proposed transfer are such as to awaken suspicion and put a prudent man on his guard – unless a reasonably adequate investigation discloses such facts as would convince a reasonable person that no fraud is intended or likely to result. Thus, whatever the extent of the primary duty may be, circumstances may be sufficient to call into being the duty of active vigilance and inquiry. If, after such investigation, the sellers are deceived by false representations, there might not be liability, but if the circumstances put the seller on notice and if no adequate investigation is made and harm follows, then liability also follows. […] the inflated price paid by the Boston group for the banks' shares has already been considered as evidence that they were primarily interested in buying control, but I do not think it can be disregarded as being also some indication that they had an improper purpose in view. Why were the purchasers willing to pay so much for control? I should think this question might well have occurred to one who was selling it. No doubt if this corporation had been an industrial, mining, or commercial enterprise, whose physical assets and business might have potentialities which a purchaser might believe he could develop if given control, the price would not mean very much. It was, however, merely an investment company, and the ultimate assets – what was really being sold – were nothing but the ready equivalent of cash in marketable securities. […] That being so, there plainly was a duty upon the sellers to make a genuine effort to obtain and verify such information as they reasonably could get about the means by which the purchase was to be financed and the character, aims and responsibility of the purchasers, or, in the absence of adequate information, to refrain from making the sale" (ibidem). No caso Gerdes et al. *v.* Reynolds o tribunal expôs que nada obstante a transferência do controle tenha sido legal, o fato de os vendedores não investigarem a idoneidade dos compradores torna a operação ilegal. Ademais, o pagamento de valor elevado pelo controle já constitui indício suficiente para que os vendedores investiguem os potenciais compradores antes da venda (Gerdes *v.* Reynolds, [no number in original], Supreme Court, Special Term, New York County, 28 N.Y.S.2d 622; 1941 N.Y. Misc. Lexis 1928, March 28, 1941). Sobre o assunto, vide: Roby *v.* Dunnett, No. 1428, Circuit Court of Appeals, Tenth Circuit, 88 F.2d 68; 1937 U.S. App. Lexis 3036, January 19, 1937; Isaac Ryder *v.* J. E. Bamberger et al., L. A. No. 3519, Supreme Court of California 172 Cal. 791; 158 p. 753; 1916 Cal. Lexis n. 608, 1916; Samuel N. Levy et al. *v.* American Beverage Corporation, [no number in original], Supreme Court of New York, Appellate Division, First Department, 265 A.D. 208; 38 N.Y.S.2d 517; 1942 N.Y. App. Div. Lexis n. 5719, 1942.

> Os detentores do controle, seja por titularidade da maioria das ações ou não, possuem deveres para com a companhia no que diz respeito à sua transferência para terceiros. A lei, há muito tempo, já reconheceu que *essas pessoas não podem ficar totalmente alheias a todos, mesmo no momento que estão se desligando do controle, e, sob certas circunstâncias, elas poderão ser responsabilizadas por qualquer prejuízo causado à companhia que tenha sido originado pela transferência do controle. Sem tentar se chegar a uma definição geral, pode-se dizer que os titulares do controle têm o dever de não transferi-lo a terceiros se as circunstâncias da proposta de transferência despertarem desconfiança* – a menos que uma razoável e adequada investigação permita constatar estes fatos e possam convencer o homem médio de que não se pretende incorrer em alguma fraude. Assim, qualquer que seja a extensão do dever primário, as circunstâncias do caso podem ser suficientes para que sejam disparados os deveres de vigilância e investigação. Se, mesmo com a investigação, os vendedores forem enganados por falsas representações, poderá não haver responsabilidade, mas *se as circunstâncias indicarem algo que gere dúvidas e o vendedor não se propuser a realizar uma investigação adequada, este poderá ser responsabilizado diante da ocorrência de danos*. […] o preço inflado, pago pelo Boston Group em razão da aquisição das ações dos bancos, já constituía uma evidência de que eles estavam interessados em comprar o controle, mas não acredito que se possa desconsiderar que também se tratava de indicação de que eles tinham um propósito impróprio em vista. Por que os compradores estariam dispostos a pagar tanto pelo controle? Eu considero que essa pergunta poderia muito bem ter ocorrido a quem o alienou. Não haveria dúvidas se o elevado valor pago se justificasse pela existência na companhia de ativos que pudessem maximizar as potencialidades de ganhos futuros do comprador. No caso em questão, tratava-se apenas de uma companhia que tinha como objeto a realização de investimentos e que tinha como ativos apenas o equivalente em títulos negociáveis. [...] Assim sendo, *deveria haver um interesse genuíno dos vendedores em envidar seus esforços para obter informações do comprador antes de realizar a venda*. (sem grifo no original)

Infere-se, assim, que caberá ao controlador investigar a aptidão dos potenciais compradores para seguir com o negócio sem prejudicar a companhia e os acionistas que nela permanecerem. Com base no dever de lealdade, o controlador não deve adotar comportamentos que possam, de alguma maneira, frustrar os interesses legítimos e as expectativas dos demais acionistas da companhia. Referidas expectativas cingem-se à proteção da tutela da confiança que atua como causa do contrato de sociedade.

Do julgado aqui transcrito extrai-se que o tribunal considerou o elevado valor pago pelo controle um forte indício de que o adquirente não tinha boas intenções ao realizar a operação, isso porque a companhia objeto de negociação não possuía ativos de monta que justificassem o valor pago pelo seu controle.

Estudo realizado por David Cowan Bayne[299] constatou que o pagamento de elevados prêmios também pode corromper o dever daquele que alienar o controle de

[299] BAYNE, David Cowan. Sale-of-control premium: the intrinsic illegitimacy. *Texas Law Review*, n. 215, 1969, p. 221.

apontar o sucessor que seja mais competente. Na visão crítica de Bayne, o pagamento do prêmio constituiria, inclusive, uma propina, suscetível a corromper o discernimento do alienante do controle, o qual se sentiria atraído pela proposta que oferecesse maior recompensa pelo controle em detrimento daquela oferecida pelo adquirente com maior aptidão para o exercício do comando da empresa. O autor então propõe que o controlador divulgue amplamente aos acionistas os termos e as razões consubstanciados na proposta de venda do controle, devendo, necessariamente, existir uma oferta a todos os acionistas, o que retiraria da transação qualquer mácula de ilegalidade[300].

É evidente que nem sempre o pagamento de valor elevado pelo controle deverá ser considerado fator determinante para que se identifique um adquirente prestes a prejudicar a companhia ou os acionistas remanescentes; no entanto, em países nos quais se confere proteção insuficiente aos não controladores, como no Brasil, o grau de discrepância entre o que está vendido e o receptivo valor pago pelo comprador tende a ser maior, dado que o adquirente pagará tanto mais pelo controle quanto maiores forem as possibilidades de extrair benefícios privados da companhia emissora da participação por ele adquirida.

Com base nos julgados analisados, é possível verificar que o dever de investigar o adquirente do controle aplica-se a qualquer caso em que haja transferência do controle a terceiros, sobretudo àqueles em que as circunstâncias da operação requeiram uma investigação mais acurada.

Mas como identificar os fatores envolvidos na transação que possam despertar a atenção do vendedor, de modo a não deixar de proceder à investigação? No caso *Harman v. Willbern*[301], o tribunal identificou sete circunstâncias que deveriam indicar ao vendedor

---

[300] BAYNE, David Cowan. Investment value of control stock. *Minnesota Law Review,* n. 54, 1969, p. 1.265.

[301] "O tribunal identificou sete circunstâncias que poderiam ter indicado ao vendedor que o comprador não tinha a intenção de operar a empresa de doces: (1) nenhum funcionário tinha experiência no negócio de doces; (2) no momento da venda, o contrato foi executado sem que nenhum comprador tivesse inspecionado a operação de empresa de doces; (3) no momento do fechamento só o contador do comprador tinha examinado a empresa de doces em qualquer medida e ele estava interessado principalmente em seus livros e inventário; (4) a empresa de doces não tinha mercado próprio e o lucro apresentado não poderia ser aceito pelo valor de face por um estranho; (5) o comprador fechou o contrato sem antes conduzir as negociações com os funcionários-chave da empresa de doces para assegurar a sua continuidade nos negócios; (6) a venda tinha sido realizado com expedição; e (7) o comprador havia indagado sobre a disponibilidade de fundos da empresa de doces para o pagamento do preço de compra." Tradução livre do original: "The district court identified seven circumstances which might have indicated to the seller that the purchaser did not intend to operate the candy company: (1) no one from the purchaser had any experience in the candy business; (2) at the time the sale contract was executed no one from the purchaser had inspected the candy company

a intenção do adquirente do controle de seguir com o negócio desenvolvido pela companhia. Esses mesmos fatores foram utilizados no caso *Swinney v. Keebler*[302], no qual o tribunal decidiu pela inexistência do dever de investigar em razão da ausência desses elementos:

> [...] (1) nenhum profissional do adquirente tinha experiência no ramo da companhia; (2) na ocasião da celebração do contrato de venda e compra as operações da companhia não foram examinadas; (3) no momento do fechamento o contador do comprador apenas tinha interesse em analisar os livros e inventário da companhia; (4) a companhia não tinha mercado próprio e seus lucros não podiam ser aceitos pelo valor de face por um terceiro; (5) antes do fechamento, não houve qualquer acordo com os empregados-chave da empresa a respeito da continuação em seus quadros após a transferência do controle; (6) a venda foi conduzida a toque de caixa; e (7) o comprador questionou se a companhia possuía caixa para que ele utilizasse como parte de pagamento da aquisição.

Nesse mesmo sentido é o entendimento de Robert W. Hamilton:

> A ênfase em um inesperado preço favorável, acrescida do claro interesse do comprador em obter o controle imediato dos ativos líquidos da companhia, tão logo seja possível, justifica a atitude de agir com mais cautela pelo vendedor. Há a óbvia possibilidade de que o comprador utilize os ativos da companhia adquirida para completar o pagamento do preço da compra (ou pagar empréstimos *overnight* obtidos para este propósito[303].

---

operation; (3) by the time of the closing only the purchaser's accountant had examined the candy company to any extent and he was interested principally in its books and inventory; (4) the candy company had no market of its own and the profit it had shown could not be accepted at face value by an outsider; (5) before the closing the purchaser had not conducted negotiations with the candy company's key employees to assure their continuation in the business; (6) the sale had been conducted with dispatch; and (7) the purchaser had inquired as to the availability of candy company funds for the payment of the purchase price" (Harman *v.* Willbern, N. 74-1332, United States Court of Appeals for the Tenth Circuit, 520 F.2d 1333; 1975 U.S. App. Lexis 13339, August 4, 1975).

[302] Tradução livre do original: "(1) no one from Atlantic had any experience in the candy business, (2) at the time the contract was executed no one from Atlantic had inspected the 'Meadors operation,' (3) by the time of the closing, only Atlantic's accountant had examined Meadors to 'any appreciable extent and he was interested principally in the books and inventory,' (4) Meadors had no market of its own and the 'profit as shown could not have been accepted at face value by an outsider, (5) prior to the closing Atlantic had no negotiations with Meadors' key employees concerning the continuation of the business,' (6) the sale was consummated with dispatch, and (7) Atlantic had inquired as to the availability of Meadors' funds for payment of the purchase price. Although the district court concluded that the first five factors were 'not necessarily inconsistent with a legitimate sale of a business the size of Meadors,' it held that when coupled with facts six and seven, they 'were more than sufficient to arouse the suspicion of Keebler'" (Swinney *v.* Keebler Co., N. 72-1968, 72-1969, United States Court of Appeals for the Fourth Circuit, 480 F.2d 573; 1973 U.S. App. Lexis 9168, March 7, 1973, Argued, June 26, 1973).

[303] Tradução livre do original: "Emphasis on an unexpectedly favorable price, plus the clear interest of the purchaser in obtaining immediate control of the liquid assets of the corporation as promptly as possible, by themselves plausibly justify a 'go slow' attitude on the part of the seller. There is the obvious possibility that the purchaser will use the assets of the corporation purchased to complete the payment of the purchase price (or to repay overnight loans used for that purpose" (HAMILTON, Robert W. Private sale of control transactions: where we stand today. *Canada-United States Law Journal*, v. 13, 1988, p. 243).

Outro aspecto que conduz os tribunais[304] a decidirem pela responsabilização do controlador que aliena o controle sem investigar o comprador está na solvabilidade do adquirente. Nas hipóteses em que o adquirente do controle carregue em seu patrimônio dívidas e contingências, considera-se que a aquisição de uma empresa saudável tem como propósito seminal estancar os escoamentos de capital derivados desses passivos, mediante a utilização de seu caixa, da venda de seus principais ativos e da outorga de seus bens em garantia de empréstimos e financiamentos.

Com essas medidas, não há outro desfecho senão a destruição completa de valor da companhia, sem levar em conta os prejuízos sofridos pelos minoritários, que deixarão de recuperar sequer o valor histórico investido na companhia.

Ao minoritário deveriam ser conferidas certas informações básicas sobre o potencial adquirente do controle para que pudessem optar racionalmente por permanecer ou não na companhia caso a operação efetivamente venha a ser implementada.

Marcelo Fernandez Trindade[305] esclarece a importância da tutela da informação como instrumento para a tomada de decisão de investimento: "Com a disseminação da informação, segundo os padrões de qualidade e frequência estabelecidos na regulamentação, presume-se que o investidor tomará a melhor decisão de investimento e que as fraudes serão evitadas".

O importante caso *Michaels v. Michaels*[306] confere uma boa ilustração sobre o assunto. A questão discutida no processo se relaciona ao dever do controlador de divulgar aos minoritários as informações alusivas à alienação de suas ações. A Corte decidiu que o

---

[304] Ao concluir que o vendedor violara os deveres que tinha para com a companhia e seus minoritários, o tribunal observou que se ele tivesse "investigado, como qualquer pessoa prudente faria, teria descoberto, a partir de registros públicos, detalhes adicionais da longa ficha de complicações financeiras de Mattison [o adquirente], o que teria impedido sua relação com esse adquirente, exceto se houvesse garantia para cobrir suas dívidas e impedir o saque da companhia". Tradução livre do original: "investigated, as any prudent man would have done, it would have discovered from the public records the additional detail of Mattison's [the purchaser's] long, long trail of financial failure that would have precluded its dealings with him except under circumstances where his obligation was secured beyond question and his ability to loot [the] Corporation precluded" (James DeBaun et al. *v.* First Western Bank and Trust Company et al., Civ. No. 43994, Court of Appeal of California, Second Appellate District, Division One 46 Cal. App. 3d 686; 120 Cal. Rptr. 354; 1975 Cal. App. LEXIS n. 1801; 77 A.L.R.3d 991, 1975).

[305] TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e aquisições*: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 324.

[306] Joseph Michaels *v.* Ralph Michaels, Everett B. Michaels and Hyman-Michaels Company, n. 84-1631, 84-1714, United States Court of Appeals for the Seventh Circuit 767 F.2d 1185; 1985 U.S. App. Lexis 20424; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92, 203; 19 Fed. R. Evid. Serv. (Callaghan), 1985.

controlador deveria ter divulgado ao minoritário a negociação de suas ações, por um único motivo: se um minoritário de companhia fechada tivesse a opção de vender suas ações a um preço justo, na mesma operação de venda das ações do controlador ou de permanecer na companhia, nessa mesma qualidade, após a venda do controle, indubitavelmente ele consideraria vender suas ações. O tribunal reconheceu que os controladores deliberadamente sonegaram informações materiais, que, se reveladas, teriam afetado a decisão do minoritário em vender suas ações.

As ideias aduzidas nos julgados norte-americanos trazem a noção de que é inquestionável a necessidade de investigação do potencial adquirente do controle, sob pena de responsabilização daquele que o aliena.

Essas mesmas ideias podem ser trazidas para o plano do Direito Brasileiro, o qual não prevê regras uniformes que determinem padrões de comportamento do controlador no momento da alienação do controle, sobretudo quando se trata de companhias fechadas.

Entretanto, ainda que inexistentes os padrões de conduta mencionados, os deveres preconizados pela lei e aqueles que derivam da própria natureza da relação entre os acionistas e entre estes e a companhia, bem como os princípios que regem as relações entre esses agentes, devem servir como base para direcionar a conduta dos controladores, de modo a proteger os interesses de todos os que integram a companhia.

Assim, muito embora os controladores possuam ampla liberdade para alienar suas ações, toda vez que o fizerem, considerando que haverá o repasse de seus deveres àquele que adquirir o controle, deverá obedecer ao dever de investigar previsto neste tópico.

Isso se dá inclusive pelo fato de que a figura do novo controlador poderá influenciar significativamente na atração de novos investidores após a transferência do controle. No plano da jurisprudência nacional, o STJ[307] já se posicionou a respeito da importância da figura dos sócios não apenas nas sociedades ditas personalistas, mas também nas sociedades anônimas, as quais, em princípio, são tidas como sociedades atreladas apenas à contribuição financeira de seus participantes. A esse propósito:

[307] STJ, Resp. 917.531, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 17.11.2011.

> A ideia, apreciada por estudiosos clássicos, de que o perfil do acionista não é levado em consideração por investidores interessados em ingressar na sociedade, opostamente ao que se verifica nas sociedades contratuais, especialmente as limitadas, também merece, a nosso ver, substancial reavaliação, em face da realidade de nosso ordenamento. Hodiernamente, com a crescente concentração de empresários e fenômenos ligados à tendência globalizante da economia, a avaliação do perfil e capacidade econômico-financeira de seus acionistas, especialmente do controlador é preocupação imediata daqueles que adquire ações de companhia.

Em síntese conclusiva, muito embora o dever de investigar não esteja expressamente previsto na legislação societária brasileira, é defensável a sua necessária observância por aqueles que pretendam vender o controle de determinada companhia, especialmente em vista dos deveres de consideração, derivados do dever maior da boa-fé (*guter Glaube* e *Treu und Glauben*), os quais se sintetizam em deveres de colaboração e de proteção como deveres intrínsecos àqueles que se associam por um contrato de sociedade.

Acrescente-se a isso o princípio geral de que a influência e a responsabilidade devem corresponder-se. Disso decorre que o poder do controlador de dispor do patrimônio próprio e alheio deve ser simétrico ao dever de lealdade para com os demais acionistas da companhia, dever esse que comporta a obrigação de investigar se aquele que pretende adquirir o seu controle estará apto a seguir com as atividades da companhia, sem prejudicá-la.

Considere-se ainda que as operações de alienação de controle de companhias fechadas não devem ser submetidas à assembleia de acionistas[308] e, por essa razão, as informações sobre a operação ficam adstritas ao conhecimento apenas do controlador e do adquirente. Logo, uma vez que os minoritários restam privados do conhecimento sobre o futuro da companhia e, por conseguinte, de sua participação no respectivo capital, cumpre ao controlador, na qualidade de sujeito ativo do negócio, verificar se a operação pretendida poderá causar prejuízos à companhia e aos acionistas que nela remanescerem.

Na remota hipótese de previsão estatutária de submissão da transferência de controle à assembleia geral, o conclave constituiria mera formalidade, uma vez que o poder de decidir se dá, como regra, por meio de deliberação majoritária, que estará nas mãos do controlador ou do grupo estável.

---

[308] Apenas a compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil dependerá de deliberação da assembleia geral, ainda assim, apenas da compradora, nos termos do art. 256 da LSA.

Especificamente com relação às companhias fechadas, em face das dificuldades de se antever se, e em qual medida, os minoritários poderão ser prejudicados nas operações de transferência de controle, poderia se pensar na ampliação dos direitos de recesso como estratégia regulatória que conferisse o pagamento de valor justo pelas ações do acionista que decidisse não permanecer na companhia[309]. Então, os direitos de retirada a um preço justo e de receber informações mínimas sobre o possível adquirente do controle poderiam suprir a existência de normas que protegessem as expectativas dos minoritários em caso de mudança de controle. Além do mais, não seria imposta nenhuma restrição à alienação das ações pelo controlador, o que equalizaria o poder de barganha de todos os agentes.

A solução apontada, no entanto, denota ter sustentação apenas no plano teórico, dado que, na prática, a LSA não comporta a retirada em razão de discordância da venda do controle, tampouco em decorrência da desaprovação pelos minoritários do novo controlador.

A proposta de inclusão das operações de transferência de controle no rol das matérias que permitem o exercício do direito de recesso talvez não seja a resposta mais eficaz para a solução do caso, dado que a companhia poderia não ter caixa para o pagamento dos haveres de todos aqueles que quisessem se retirar da companhia.

Por essa razão é que soluções outras serão apontadas nos itens que se seguem, especialmente aquelas de cunho contratual, que possam antecipar as consequências de operações dessa natureza e prever, desde logo, o melhor desfecho para todas as partes envolvidas.

---

[309] "It is very difficult to establish ex ante whether the minority shareholders will be disadvantaged by the sale of controlling block, so that the regulatory choice is between reliance on general corporate law to protect the minority against unfairness in the future and giving the minority an exit right at the time of control shift". Tradução livre do original: "É muito difícil estabelecer *ex ante* se os acionistas minoritários serão prejudicados pela venda do bloco de controle, de modo que a escolha regulatória pende entre confiar na regulamentação geral da lei societária, para fins de proteção dos minoritários contra futuras injustiças e conferir direitos de saída ao minoritário no momento da mudança do controle" (DAVIES, Paul; HOPT Klaus. Control transactions. In: KRAAKMAN, Reinier H. et al. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach, p. 186).

3.3.1.4 Deveres Fiduciários do Controlador

O dever de fidúcia dos acionistas como dever implícito que se deduz das normas gerais e princípios que informam o direito societário no País, praticamente, não é abordado por grande parte da doutrina e com raridade aparece como fundamento de julgados dos tribunais brasileiros. Menos ainda se discute sobre a aplicabilidade desse dever nas relações havidas entre acionistas controladores e não controladores.

Na verdade, os poucos textos e decisões que abordam a temática acabam apenas por tratar do dever de fidúcia dos *administradores* e, ainda assim, o fazem remetendo-se a outros deveres previstos na LSA, como, *e.g.*, dever de diligência (art. 153), dever de observância do interesse social (art. 154), dever de lealdade (art. 155), dever de não agir com conflito de interesses (art. 156) e dever de informação (art. 157).

A situação apontada se deve à inexistência, na doutrina nacional, de estudos aprofundados sobre o conceito próprio de deveres fiduciários e as implicações que dele decorrem, o que conduz à atecnicidade do seu uso, como sendo expressão que sintetiza a coletividade dos deveres que emanam da LSA.

Em rigor, os deveres fiduciários possuem definição própria e não devem ser encarados como o resultado do somatório dos deveres preceituados na lei societária, conforme há pouco mencionados.

Com efeito, o dever de fidúcia dos controladores apresenta-se sob basicamente duas feições: (i) a direta, calcada em preceitos de equidade, de acordo com os quais o titular de uma posição de influência e superioridade é um fiduciário e, desse modo, o controlador é um fiduciário em relação aos não controladores; e (ii) a indireta, com amparo no fato de que se os administradores estão sujeitos aos deveres fiduciários e, se os controladores exercem o comando da companhia mediante a influência sobre os administradores, estão sujeitos aos mesmos deveres.

As dificuldades relativas ao tema vão muito além da investigação acerca de sua conceituação. Prova disso são as diversas indagações que pairam sobre a matéria: (i) o dever de fidúcia deve ser compreendido como a mera junção dos deveres previstos na LSA

ou possui conceituação própria? (ii) Esse dever deve se aplicar apenas aos administradores ou também aos acionistas? (iii) E, uma vez sendo aplicado aos acionistas, a todos caberá a sua observância ou apenas aos controladores? (iv) Em relação a quais operações esse dever deverá ser observado e em qual dimensão? (v) O dever deve ser aplicado apenas nos casos em que houver previsão contratual ou se trata de um dever genérico, que deve ser observado em qualquer circunstância?

No emblemático caso SEC *v.* Chenery, o juiz Felix Frankfurter endereçou a questão propondo as seguintes indagações adicionais: "Afirmar que alguém é fiduciário de outrem somente permite iniciar a análise [...] De quem ele é fiduciário? Quais são as obrigações dele nessa qualidade?"[310].

Muitas são as indagações e poucas as respostas, mesmo no âmbito do ordenamento norte-americano, no qual o debate do assunto teve início ainda na década de 1930.

No plano nacional, nada obstante as poucas discussões sobre o assunto restrinjam-se à análise do dever de fidúcia no que tange à conduta dos administradores, verifica-se que o termo *fidúcia* vem adquirindo especial relevo no estudo das relações entre os acionistas das companhias, especialmente naquelas em que se estabelecem relações de controle[311].

---

[310] Tradução livre do original: "To say that a man is a fiduciary only begins analysis [...] To whom is he fiduciary? What obligations does he owe as a fiduciary?" (SEC v. Chenery Corp., N. 254, Supreme Court of the United States, 318 U.S. 80; 63 S. Ct. 454; 87 L. Ed. 626; 1943 U.S. Lexis 1301, December 17, 18, 1942, Argued, February 1, 1943).

[311] Em estudo específico sobre a extensão dos deveres de fidúcia imputados aos administradores para os controladores, o professor de Chicago, Thomas J. Bamonte, leciona que "acionistas geralmente não possuem deveres fiduciários para com os demais acionistas ou para com a companhia. Cada vez mais os tribunais têm criado diferentes regras para as chamadas companhias fechadas, companhias pequenas, com pequeno número de acionistas e desprovidas de mercado para suas ações. Eles fizeram uma analogia entre as companhias fechadas e as *partnerships* e decidiram que os acionistas têm deveres fiduciários para com os demais acionistas e para com a companhia, nos mesmos moldes que os *partners* possuem uns para com os outros". Tradução livre do original: "Shareholders generally do not owe fiduciary duties to each other or to the corporation. Increasingly, courts have crafted a different rule for so called close corporations, small companies, with few shareholders and no public market for their stock. They have analogized the close corporation to a partnership and held that shareholders owe a fiduciary duty to one another and the corporation similar to the fiduciary duty partners owe to each other" (BAMONTE, Thomas J. Expanding the fiduciary duties of close corporation shareholders: the dilemma facing Illinois Corporate Law. *Northern Illinois University Law Review*, v. 15, p. 257-270, 1995, p. 257).

Ao tratar do assunto, o professor Carlos Klein Zanini[312] reconhece que "a imposição de tais deveres [*fiduciary duties*] unicamente aos administradores, inicialmente defendida pela doutrina, logo mostrou-se injustificadamente restrita e limitada". Conforme leciona o autor, "passou-se a estender a aplicação desses deveres também aos acionistas majoritários, principalmente nas sociedades anônimas de capital fechado, onde revelou-se mais acentuada a ingerência dos titulares do capital na administração da companhia".

O tema também foi abordado na doutrina de Calixto Salomão Filho, o qual atribui a explicação de que, em geral, os deveres qualificados como fiduciários são os dos administradores principalmente ao fato de serem eles os responsáveis por administrar o patrimônio alheio e, nessa condição, assumiriam a figura do credor fiduciário nos negócios fiduciários. No entanto, o autor reconhece que "o controlador é o administrador por excelência do patrimônio alheio. Em especial no direito brasileiro, onde, além de determinar seu destino último, também o administra na prática"[313].

O art. 116 da LSA remete ao dever do controlador de respeitar o interesse social, fazendo uso da palavra *poder*. Esse poder, que decorre da propriedade das ações da companhia, ainda que não se reduza tão somente a esta sorte, exterioriza-se não apenas no seu uso (direito de voto), mas também em sua transferência (direito de dispor).

Em rigor disso, uma vez exercendo o controlador um legítimo poder de disposição sobre os bens de terceiros – os minoritários –,

> [...] não somente tem uma função social, mas é uma função social. A atividade empresarial deve ser exercida pelo empresário nas sociedades mercantis, não no interesse próprio, mas no interesse social, i.e., de todos os sócios *uti socii*. Trata-se, portanto, de um poder-dever, a meio caminho entre o *jus* e o *munus*[314].

Não se pode olvidar que a função social da empresa também se presta à concretização de uma sociedade livre, justa e solidária, do que decorre um complexo de deveres e obrigações, positivas e negativas, impostas aos controladores e administradores,

---

[312] ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 36, n. 109, p. 137-149, jan./mar. 1998, p. 140.

[313] SALOMÃO FILHO, Calixto. Deveres fiduciários do controlador. In: _____. *O novo direito societário*, p. 170.

[314] Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 3. ed., p. 100-101.

perante empregados, fornecedores, consumidores, meio ambiente, Estado e toda a comunidade que com ela interaja[315].

A disposição de comportamentos positivos ou negativos, com a finalidade de tornar concreto o conteúdo da função social da empresa, portanto, deve levar ao "reconhecimento e proteção dos interesses dos sócios minoritários e de interesses alheios aos dos sócios nas sociedades empresariais"[316]. Com isso não se quer dizer que a sociedade deva atuar como uma instituição beneficente ou um órgão público, direcionada exclusivamente para o atendimento dos interesses externos, tampouco deve ser pautada para a mera proteção dos interesses internos, os quais, isoladamente, não representam o fenômeno empresarial. Cabe então ao direito societário promover a conciliação desses interesses, de modo a alcançar uma ordenação minimamente equilibrada.

A esse respeito, mais uma vez são apropriadas as palavras do professor Calixto Salomão, para quem, "No caso do controlador, isso significa que o especial poder a ele conferido, deve estar sujeito a deveres muito amplos, não sujeitos a enumeração exaustiva". Ainda de acordo com a lição do Professor,

> Isso é decorrência direta da cláusula geral do art. 116, que, ao falar em respeitar e atender fielmente os interesses dos acionistas minoritários, dos trabalhadores e da comunidade, transforma o controlador em portador de deveres fiduciários amplos em relação a todas essas categorias[317].

Nesse diapasão, cabe indagar: o poder-dever do controlador se restringe às decisões societárias ou pode ser estendido aos negócios extrassocietários, como aqueles relacionados às transações com ações de emissão da companhia? A respeitada doutrina de Herbert Wiedemann demonstra oferecer o melhor endereçamento da questão ao reconhecer a negativa da existência de negócio extrassocietário, *i.e.*, o negócio de alienação de controle, por não envolver apenas o ativo *ações*, mas o verdadeiro controle sobre a

---

[315] Nesse sentido: AMARAL, Luiz Fernando de Camargo Prudente do. *A função social da empresa no direito constitucional econômico brasileiro*. São Paulo: SRS, 2008.
[316] MATIAS, João Luis Nogueira. *A função social da empresa e a composição de interesses na sociedade limitada*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. f. 97.
[317] SALOMÃO FILHO, Calixto. Deveres fiduciários do controlador. In: _____. *Novo direito societário*, p. 171.

organização empresarial e, por consequência, o patrimônio alheio, não pode ser considerado um negócio privado[318].

Isso dá ensejo à diferenciação na construção fundada no dever fiduciário e aquela que se sustenta na função social do poder de controle. A primeira encara o controlador como um fiduciário (*trustee*) das minorias, ao passo que a segunda determina ao controlador deveres relativos à comunidade em que atua e à própria sociedade. Conforme já aprofundado na doutrina de Calixto Salomão Filho[319], ambas as formas foram acolhidas pelo legislador nacional, sob a égide do que estipula o parágrafo único do art. 116 da LSA. Entretanto, é preciso ter em mente que os deveres de fidúcia do controlador não estão fundamentados apenas no parágrafo único do art. 116 da LSA, mas também no art. 117 do mesmo diploma legal. O referido art. 117 oferece lista exemplificativa de hipóteses de abuso do poder de controle, a qual lida, *a contrario sensu*, traz uma relação de deveres fiduciários a serem observados pelos controladores. Outra regra em que os deveres de fidúcia estão inseridos encontra-se prevista na LSA, art. 115, que trata do conflito de interesses interno à sociedade.

Questão relevante é a identificação das consequências do descumprimento do dever fiduciário em relação ao minoritário[320]. Segundo a doutrina[321], trata-se da possibilidade do pleito da divisão do sobrepreço obtido pelo controlador na venda do controle. Esse, aliás, foi o aspecto que serviu de inspiração para que se criasse a disciplina brasileira da oferta pública de aquisição de controle. Hoje, em decorrência da limitada extensão da oferta pública apenas às companhias abertas, cumpre verificar se, e em quais casos, seria possível aplicar os deveres fiduciários, ainda que sem previsão legal.

---

[318] WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht,* Band I: Grundlagen. München: C. H. Beck, 1980, p. 405-451, citado por SALOMÃO FILHO, Calixto. Alienação de controle: o vaivém, da disciplina e seus problemas. In: _____. *Novo direito societário*, p. 131.

[319] SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit., p. 167 e ss.

[320] Nos estudos realizados pelo professor Carlos Klein Zanini a respeito dos deveres fiduciários, o autor pondera que, uma vez sendo esses deveres precipuamente dirigidos aos administradores, o principal sujeito tutelado é a companhia, no entanto, reconhece que terceiros também podem ser prejudicados pela infração dos *fiduciary duties* e, nesse contexto, explica que, "assim, passa-se a exigir, principalmente nas sociedades anônimas de capital fechado (*close corporations*), que os *fiduciary duties* sejam observados não apenas no sentido de não causar prejuízo à companhia, mas também, aos acionistas minoritários" (ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 36, n. 109, p. 142).

[321] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 306.

De partida é forçoso reconhecer que a proteção dos deveres fiduciários por terceiros prejudicados na alienação do controle apenas poderá ser invocada ante a demonstração da existência de prejuízos[322]. Logo, trata-se de espécie do gênero responsabilidade extracontratual societária, análoga à prevista para os casos de abuso de poder e semelhante, para os minoritários, ao disposto no art. 246 da LSA para a proteção da companhia.

Impende ressaltar que a alienação de controle, por si só, não significa que necessariamente será identificada a existência de prejuízos. No caso das companhias fechadas, a extensão da oferta feita pelas ações de controle aos minoritários tratar-se-ia de uma tentativa justa, consubstanciada no legítimo princípio da democracia acionária, de estender o benefício às minorias.

Existem, no entanto, determinadas hipóteses em que a inclusão de todos os minoritários no processo de alienação do controle mostra-se fundamental para evitar-lhes um prejuízo.

A primeira delas é aquela em que a alienação de controle, por si só, possui a aptidão de fazer cair o valor das ações de emissão da companhia. A situação é bem ilustrada por Comparato: "Imagine-se, por exemplo, que a reputação do adquirente sugira ao mercado uma radical mudança de avaliação relativamente à companhia. Nessa hipótese o prejuízo para os minoritários é bastante evidente"[323].

Outra situação é aquela em que o único interesse consiste no desaparecimento da empresa ou no proveito de um ativo específico. Esse é um típico caso de aplicação dos

---

[322] No Direito norte-americano o dever de fidúcia é mitigado pelo *business judgment rule*. Afirma-se, inclusive, que por conta da "deferência do princípio da maioria, associado ao *business judgement rule*, o tradicional princípio do dever de fidúcia tende a oferecer inadequada proteção aos acionistas oprimidos nas companhias fechadas". Tradução livre do original: "Because of the deference to majority decisionmaking associated with the business judgement rule, traditional fiduciary duty principles tend to offer inadequate protection to the oppressed close Corporation shareholder". Ainda, "Afinal de contas, conselheiros, diretores e acionistas controladores possuem dever de fidúcia para com a companhia, o que ostensivamente constrange o exercício abusivo do controle. A atual proteção oferecida pelos tradicionais princípios de dever fiduciário, contudo, é significativamente limitada pelo *business judgement rule*". Tradução livre do original: "After all, directors, officers, and controlling shareholders owe fiduciary duties to the corporation that ostensibly constrain abusive exercises of control. The actual protection offered by traditional fiduciary duty principles, however, is significantly limited by the business judgment rule" (MOLL, Douglas K. *Minority oppression & the limited liability company*: learning (or not) from close corporation history. The University of Houston Law Center, 2010. p. 908-910).

[323] Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p. 307.

deveres fiduciários, sendo certo que o tratamento igualitário decorreria do próprio art. 116, parágrafo único, da LSA.

Na hipótese de o enfoque dos deveres do controlador pautar-se pela função social do seu poder, será exigido algo a mais, *i.e.*, deverão ser considerados os vários interesses envolvidos por ocasião da alienação do controle.

Nesse contexto inserem-se as limitações do exercício do poder de controle pautadas no dever de fidúcia que o acionista controlador possui em face dos demais acionistas[324].

No caso das companhias fechadas, os administradores representam uma extensão dos titulares do controle, havendo uma superposição de esferas de poder entre controle e administração, o que, em última análise, significa a existência de um único efetivo poder na companhia. Com base nessa realidade é possível afirmar que não apenas os administradores, mas também os demais órgãos da companhia acabam por ter sua conduta pautada pela expressão da vontade do controlador.

Ante a essa estrutura concentracionista de poder, o fato de os deveres fiduciários dos administradores serem imputados aos controladores nem sempre é suficiente para afastar a aptidão dos controladores de extrair benefícios privados de controle. Assim, o foco da regulação deve estar precipuamente na redução das possibilidades de extração de benefícios particulares pelos controladores. Nesse ensejo é que importam os tópicos desenvolvidos neste Capítulo do presente estudo, os quais trazem mecanismos de que podem se valer os minoritários para reduzir, senão afastar tentativas de práticas de atos abusivos pelos controladores.

A esse propósito, Calixto Salomão preceitua:

---

[324] Conforme entendimento de Kenneth Clarckson: "Em alguns casos, o acionista majoritário é percebido como detentor de um dever de fidúcia para com a companhia e em face dos acionistas minoritários. Isso ocorre quando um só acionista (ou alguns acionistas coletivamente) possui um número suficiente de ações para exercer o controle efetivo sobre a companhia. Nessas situações, acionistas majoritários possuem um dever de fidúcia em relação aos minoritários". Tradução livre do original: "In some instances, a majority shareholder is regarded as having fiduciary duty to the corporation and to the minority shareholders. This occurs when a single shareholder (or a few shareholders acting in concert) owns a sufficient number of shares to exercise de facto (actual) control over the corporation. In these situations, majority shareholders owe a fiduciary duty to minority shareholders" (CLARCKSON, Kenneth et al. West's Business Law: Text and Cases. 10. ed. Mason: Thomson West Mason, 2006. p. 799).

> Esses benefícios teóricos e práticos não significam, no entanto, que a disciplina dos deveres fiduciários seja suficiente para disciplinar a atuação do controlador. Na verdade, qualquer disciplina visando a sancionar condutas padece de uma deficiência inicial de fundo. Trata-se da insuficiência do sancionamento de condutas presentes em estruturas de poder extremamente concentradas. Como a teoria concorrencial indica, é da racionalidade de qualquer situação de poder agir no sentido de potencializar os ganhos decorrentes dessa situação[325].

Em particular no que tange às companhias fechadas, bem postas são as palavras de Carlos Klein Zanini[326] ao sustentar o que se segue:

> Na sociedade anônima fechada, aqui caracterizada não apenas como aquela onde inexiste um mercado onde se encontrem admitidas à negociação suas ações, mas, isto sim, onde a circulação dos títulos afigura-se impossível, os sócios – principalmente os minoritários – têm sua participação na companhia muitas vezes, não apenas um investimento considerável, mas a quase totalidade do seu patrimônio. Nada mais justo, portanto, nestes casos, que impor aos administradores e controladores, de maneira ainda mais rígida, o atendimento aos deveres enunciados nos fiduciary duties.

Em estudo publicado pela Universidade de Illinois, o professor Larry E. Ribstein[327] faz uma análise crítica sobre a utilização indiscriminada da quebra do dever de fidúcia como fundamento para o pleito de indenização e cumprimento de obrigações em certas relações jurídicas que devem ser governadas por outros deveres, como, *e.g.*, dever de lealdade, dever de diligência e dever de agir com boa-fé.

Segundo o autor, o dever de fidúcia deve ser exigido tão somente nas relações em que haja delegação contratual ampla e irrestrita de poderes sobre bens de propriedade de um indivíduo a um terceiro. Em outros termos, para que o dever de fidúcia possa ser invocado por uma parte, esta deve ter delegado a terceiro controle tal sobre um bem de sua propriedade, que não havendo a contraprestação de um dever de fidúcia pelo mandatário, o mandante não teria outro mecanismo para se defender de eventuais abusos que pudessem ser por aquele praticados.

---

[325] SALOMÃO FILHO, Calixto. Deveres fiduciários do controlador. In: _____. *O novo direito societário*, p. 176.

[326] ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 36, n. 109, p. 145.

[327] RIBSTEIN, Larry E. Are partners fiduciaries?. University of Illinois Law Review, Symposium Issue, v. 2005, n. 1, Feb. 2005; Illinois Public Law Research Paper No. 04-20; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=596585>. Acesso em: 18 maio 2012.

Conforme apregoa Ribstein[328], os deveres fiduciários funcionariam como uma compensação à impossibilidade do proprietário de um bem de, diretamente, observar, avaliar e disciplinar a *performance* do mandatário designado para geri-lo. A título de exemplo, cita as relações entre a administração de uma companhia aberta e seus acionistas e a relação entre as partes de um contrato de *trust*. Nesses casos, os custos de obtenção de informações, de fiscalização e controle de todas as tarefas realizadas para quem os poderes tiverem sido delegados são muito elevados, justificando-se, por conseguinte, o uso dos deveres fiduciários como contraprestação a essas dificuldades.

Nessa acepção, o Professor de Illinois[329] apresenta três principais razões de ordem econômica para que um conceito preciso e objetivo de direito fiduciário seja definido: (i) em primeiro lugar, em muitas situações, nas quais os deveres fiduciários são invocados para suprir a vulnerabilidade de uma das partes, seus custos podem superar os benefícios pretendidos. A aplicação de referidos deveres, nesses casos, pode comprometer a eficácia de outras regras de governança, impedindo que as partes possam se proteger contra o oportunismo; (ii) em segundo lugar, um delineamento claro das situações em que o dever de fidúcia deve ser aplicado minimizaria o tempo e os custos gastos em um litígio para a análise de sua aplicabilidade no caso a caso; (iii) em terceiro lugar, dado que as partes são livres para estabelecer seus direitos e deveres em contrato, permitir que o dever de fidúcia seja invocado por qualquer uma delas, nos casos em que não haja sua previsão expressa na avença, significaria ignorar o desejo das próprias partes, o qual se encontraria integralmente materializado na letra do contrato que rege a relação entre elas[330].

---

[328] RIBSTEIN, Larry E. Are partners fiduciaries?. University of Illinois Law Review, Symposium Issue, v. 2005, n. 1, Feb. 2005; Illinois Public Law Research Paper No. 04-20; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=596585>. Acesso em: 18 maio 2012.

[329] Ibidem.

[330] Sobre esse terceiro ponto não há como concordar com o autor, porque o dever de fidúcia também desempenha o papel de possibilitar que sejam preenchidas as lacunas deixadas de modo inevitável pelo regulador e pelas partes contratantes da companhia. Segundo as lições de Easterbrook e Fischel, diante da impossibilidade de se antever todas as situações que possam derivar das relações formadas nas sociedades, seja por meio de leis, seja contratualmente, o dever de fidúcia foi construído como instrumento de interpretação dos negócios sociais. Aliás, "se os contratos pudessem ser escritos de forma suficientemente detalhada, não existiria a necessidade da figura do fiduciário". Tradução livre do original: "If contracts can be written in enough detail, there is no need for fiduciary" (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *Contract and fiduciary duty*. Chicago: The University of Chicago Press, 1993. v. 36, p. 90). Assim sendo, afirmar que o dever de fidúcia só deve ser invocado se previsto de modo expresso em contrato significaria negar uma das principais funções desse dever.

Ribstein[331] advoga que o impedimento do uso de um bem de propriedade conjunta por um dos coproprietários, sem autorização dos demais, não implica o dever de fidúcia entre eles. Isso porque o seu fundamento está no direito de propriedade de cada um deles, bem como no dever de cooperar para o desenvolvimento de negócio conjunto. O mesmo fundamento vale para os casos de usurpação de oportunidades comerciais de uma empresa. Uma vez proibida a prática de usurpação, o seu fundamento não será encontrado no dever de fidúcia, mas sim, no de propriedade.

Outras relações em que seria imprópria a aplicação dos deveres fiduciários citados pelo autor são: (i) delegação contratual de poderes não fiduciários; (ii) vulnerabilidade estrutural, sem delegação contratual de poderes; (iii) relações de confiança; e (iv) vulnerabilidade resultante de características específicas da parte.

No que tange ao item (i) do parágrafo anterior – delegação contratual de poderes não fiduciários –, o autor ressalta que em contratos de longa duração, dificilmente as partes serão capazes de prever todas as implicações futuras que poderão advir da relação entre elas. Desse modo, cumprirá aos tribunais o preenchimento das lacunas das situações que não puderem ser delineadas no momento da contratação, não cabendo, contudo, a aplicação automática do dever de fidúcia, como um contrapeso ao poder concedido a uma das partes.

Para a correta aplicação do dever de fidúcia, propõe-se a análise da natureza de cada uma das relações indicadas por Ribstein. Neste passo, é citado o problema clássico provocado pela separação de propriedade e gestão, o qual é tratado pela literatura econômica na Teoria da Agência. Dentre as questões levantadas nessa teoria, está a ocorrência de assimetria de informação entre os agentes, a dificuldade do principal em monitorar o esforço e a qualidade do serviço prestado pelo agente em situações nas quais existam problemas de informação assimétrica, de delegação de uma tarefa por um agente econômico a outro, da relação imperfeita entre o esforço esperado e o resultado do esforço, do alto custo de monitoração pelo principal do esforço do agente e dos objetivos não alinhados entre as partes[332]. O autor salienta que uma das mais importantes características

[331] RIBSTEIN, Larry E. Are partners fiduciaries?. University of Illinois Law Review, Symposium Issue, v. 2005, n. 1, Feb. 2005; Illinois Public Law Research Paper No. 04-20; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=596585>. Acesso em: 18 maio 2012.

[332] O modelo Principal-Agente pode ser utilizado para o exame de problemas relacionados à informação assimétrica. O Principal contrata um Agente para realizar determinada tarefa, contudo o Agente dispõe de

da relação de agência consiste no controle realizado pelo principal sobre os atos praticados pelo agente, característica essa inconsistente com a premissa de que a aplicação do dever de fidúcia se dá apenas nas relações em que a delegação de poder seja ampla e irrestrita. Por essa razão, nas relações apontadas, não há que se falar na aplicação do dever de fidúcia. Um segundo caso analisado por Ribstein diz respeito à relação entre credores e devedores. Aqui, na visão do autor, a relação entre as partes deve pautar-se não pelo dever de fidúcia, mas sim, de boa-fé. O terceiro caso examinado – e que interessa especificamente ao presente estudo – é atinente à relação entre controladores e minoritários em uma sociedade. Para o autor, a afirmação de que os acionistas possuem deveres de fidúcia perante a companhia e os demais acionistas deve ser excepcionada: os acionistas não estão sujeitos ao dever de fidúcia nas hipóteses em que forem meros titulares de ações da companhia, *i.e.*, esse dever apenas se aplica àqueles acionistas que, além de titulares de participação, tenham poder de gestão, devendo essa gestão ser entendida como delegação ampla e irrestrita de poderes, conforme premissas entendidas pelo autor como necessárias para o uso apropriado desse dever. Ainda segundo Ribstein, a vulnerabilidade dos minoritários em face dos controladores – o que poderá resultar em oportunismo – e a relação de confidencialidade que deve existir entre os acionistas não constituem motivos suficientes para que o dever de fidúcia seja exigido[333].

Importa ressaltar que as considerações do Professor de Illinois partem de realidade bastante distinta do cenário legislativo brasileiro. A esse propósito, vejam-se as premissas que embasaram o pensamento desse estudioso: (a) acionistas possuem direitos iguais de participar da gestão da companhia, o que significa que podem votar em qualquer transação e não apenas naquelas entendidas como substanciais; (b) acionistas possuem o livre e pleno acesso a informações da companhia; (c) os acionistas possuem amplos direitos de se retirar da companhia ou de dissolvê-la e liquidá-la.

Em seguida, o autor expressamente ressalta que os controladores não possuem o dever de fidúcia para com os demais acionistas apenas por ser titular do poder de

---

uma vantagem de informação. O Principal tem ciência que o Agente possui motivos para ter um comportamento oportunista e que se lhe for concedido espaço ele agirá dessa forma (RASMUSEN, E. *Games and information, an introduction to games theory*. Cambridge and Oxford, Reino Unido: Blackwell Publishers, 1996).

[333] RIBSTEIN, Larry E. Are partners fiduciaries?. University of Illinois Law Review, Symposium Issue, v. 2005, n. 1, Feb. 2005; Illinois Public Law Research Paper No. 04-20; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=596585>. Acesso em: 18 maio 2012.

controle. O dever de fidúcia deve estar presente apenas nas situações em que haja dificuldades de retirada, acesso restrito a informações e limitações ao direito de voz[334].

Ao se tratar a questão sob a ótica do Direito Brasileiro, sobretudo das companhias fechadas, primeiro, sabe-se que a concepção de controle no Brasil deve ser analisada de uma perspectiva pragmática[335]. Essa visão tem como alicerce a obra de três autores franceses da Escola de Rennes, quais sejam, Claude Champaud, Michel Despax e Jean Pailluseau, cujas ideias foram introduzidas no Brasil pelos influxos provenientes da doutrina de Fábio Konder Comparato.

A visão dos autores franceses pode ser sintetizada na definição de controle aduzida por Claude Champaud[336], para o qual se trata do "direito de dispor dos bens de terceiro como um proprietário". E, por isso, "controlar uma empresa é deter o controle dos bens que são por ela afetados (direito de dispor como um proprietário), de tal sorte que se assuma o comando da atividade". Por essa definição, determina-se que o controle empresarial seja absorvido pelo controle societário, uma vez que o controlador disponha dos meios de produção da sociedade, como se proprietário fosse.

Nessa mesma linha, Fábio Konder Comparato[337] pondera que em relação aos acionistas não controladores "o controle não se manifesta como comando hierárquico, exigindo obediência e cominando sanções, *mas como o poder de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial desses não controladores*" (sem grifo no original).

Esse entendimento é reforçado na doutrina de Herbert Wiedemann[338], para quem a administração do patrimônio alheio tem como base o princípio geral de que a

---

[334] RIBSTEIN, Larry E. Are partners fiduciaries?. University of Illinois Law Review, Symposium Issue, v. 2005, n. 1, Feb. 2005; Illinois Public Law Research Paper No. 04-20; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=596585>. Acesso em: 22 set. 2011.

[335] Sobre o duopólio das soluções jurídico-privadas, Walfrido Jorge Warde Jr. explana: "O pragmatismo, exclusivamente preocupado com as consequências de uma dada definição, ajusta-a e, portanto, mutila o fenômeno descrito pela manipulação proposital de algumas de suas características; no particular, aquelas que determinariam efeitos indesejáveis" (WARDE JR., Walfrido Jorge. Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, p. 57).

[336] CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentracion de la société par actions*, p. 161.

[337] Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*, 5. ed., p.136.

[338] As ponderações assinaladas neste item seguem os ensinamentos ministrados pelo professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França na disciplina DCO-5886 – Teoria Geral do Direito Societário II, cursada

influência e a responsabilidade devem corresponder-se. Vale dizer, a fidúcia (responsabilidade) deve funcionar como contrapartida do poder adicional que os controladores possuem e que lhes permite dispor sobre o patrimônio próprio e alheio na assembleia geral de acionistas e na administração da sociedade (influência).

De acordo com os posicionamentos esboçados aqui, não é difícil notar, ao menos no que diz respeito aos controladores, a existência do dever de fidúcia para com os demais acionistas, especialmente em razão do princípio majoritário, segundo o qual as decisões em assembleia, como regra, dão-se sempre de acordo com a vontade de uma maioria estável, tornando-se o conclave uma mera formalidade para os demais acionistas. A mera influência sobre a esfera patrimonial dos não controladores pelos controladores já constitui, portanto, motivo suficiente para que estes tenham o dever de fidúcia para com aqueles, independentemente de qualquer outro elemento.

O problema surge quando se questiona acerca da imputabilidade desse mesmo dever na via inversa, ou seja, os minoritários também possuem o dever de fidúcia para com os controladores?

Nada indica, em princípio, que os interesses do controlador ou dos minoritários estejam ou não em linha com os interesses sociais. A depender da estrutura do capital, a minoria poderá estar bem menos alinhada aos interesses sociais do que o controlador, especialmente quando esteja diante de situações em que a aprovação de determinada operação dependa apenas de sua vontade – *e.g.*, nas situações em que se impede o voto do controlador.

Saliente-se que a minoria acaba por sofrer em menor proporção os efeitos negativos que determinada decisão venha causar à companhia[339]. Essa possibilidade eleva-se toda vez que os ganhos particulares corresponderem a valor maior do que a perda indireta, resultante do efeito negativo sobre a companhia. Nessa acepção, o controlador estaria menos propenso a tomar medidas com impactos negativos sobre a companhia, pois poderia ter mais perdas do que os minoritários. Inquestionável, portanto, a imputação do

---

pela pesquisadora em 2010 e 2012 no doutorado em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

[339] MUNHOZ, Eduardo Secchi, Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. ARAGÃO, Leandro Santos de; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Org.). *Direito societário* – desafios atuais, p.147-148.

dever de fidúcia às minorias, ainda que mitigado, dadas as possibilidades de que abusos também possam ser incorridos por aqueles que não detenham o controle da companhia.

Por essa razão, discorda-se da posição de Ribstein, para quem o dever de fidúcia deve ser exigido tão somente nas relações em que haja delegação contratual ampla e irrestrita de poderes sobre bens de propriedade de um indivíduo a um terceiro. Segundo o autor, para que o dever de fidúcia possa ser invocado por uma parte, esta deve ter delegado a terceiro controle tal sobre um bem de sua propriedade que, caso não haja a contraprestação de um dever de fidúcia pelo mandatário, o mandante não teria outro mecanismo para se defender de eventuais abusos que pudessem ser por aquele praticados.

Como observado, muito embora o minoritário não exerça, ao menos em princípio, nenhuma influência sobre a esfera patrimonial do controlador na companhia, há possibilidade da prática de abusos pelas minorias e não haveria motivo bastante que pudesse afastá-los do cumprimento desse dever, tal como devem fazê-lo os controladores.

A confiança deve pautar a relação entre membros que se unem em função de um objetivo comum, independentemente da posição que ocupem na companhia. Ronaldo Porto Macedo Junior define a confiança como "a expectativa mútua de que, numa troca, nenhuma parte irá explorar a vulnerabilidade da outra"[340]. De acordo com esse autor,

> Diversos estudos desenvolvidos pela literatura denominada neoinstitucionalista ou econômico-sociológica têm enfatizado a importância das relações de confiança [...]. Tais estruturas baseadas em "networks", clãs e complexos econômicos interligados são cada vez mais dependentes de relações de confiança entre seus agentes[341].

No caso das sociedades limitadas essa assertiva é ainda mais clara, quando se dispõe, no CC/2002, art. 981, *caput*, acerca da reciprocidade de obrigações existente entre os sócios: "celebram contrato de sociedade as pessoas que *reciprocamente* se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados" (sem grifo no original).

Outro ponto abordado por Ribstein ainda no item (i) de que está a se tratar se relaciona ao fato de que o dever de fidúcia deve estar presente apenas nas situações em que haja dificuldades de retirada, acesso restrito a informações e limitações ao direito de voz.

---

[340] MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*, p. 146.
[341] Ibidem, loc. cit..

De fato, a realidade brasileira reflete exatamente esses elementos, no entanto, a previsão em lei dos direitos de recesso, obtenção de informações e voto não impede que o acionista que se sinta prejudicado por determinados atos de outro acionista possa invocar o dever de fidúcia para ter reparado eventuais prejuízos sofridos.

Saliente-se que, ainda que em dado ordenamento o direito de recesso seja amplo, o acionista que tiver sido prejudicado em razão da quebra da fidúcia por outro pode não ter interesse em se retirar da companhia; pode a própria companhia não ter meios de pagamento dos haveres do acionista retirante e, desse modo, o acionista prejudicado nem poderia se desfazer de sua participação na companhia, nem teria resguardo legal para ver reparados os danos sofridos.

No que tange à possibilidade de obtenção de informações, compreende-se nessa acepção o direito de fiscalizar os fatos e atos relativos à gestão dos negócios sociais. No âmbito das sociedades anônimas, devem se levar em conta as particularidades do sistema de fiscalização previstas pela lei societária[342].

Nas demais sociedades, tradicionalmente, conferiram-se aos sócios poderes individuais de fiscalização – quase irrestritos –, conforme previa o CCom, art. 290, a realidade das companhias não comportou esse mesmo tratamento. Das lições de Carvalho de Mendonça[343], extrai-se que, se fosse concedida a todos os acionistas da companhia a faculdade de fiscalizar individualmente os atos de gestão, tendo acesso a toda e qualquer informação pleiteada, a vida social estaria seriamente conturbada, com prejuízo ao atingimento dos objetivos sociais.

Saliente-se, portanto, que, ainda que o direito de fiscalizar constitua um direito essencial do acionista, nos termos do art. 109, inciso III, da LSA, ele é limitado pela própria natureza da entidade, não se justificando que a sua mera existência deva eliminar a possibilidade de invocar os deveres de fidúcia.

---

[342] O legislador optou que o exercício dessa prerrogativa seja feito *na forma da lei*, a qual prevê basicamente quatro mecanismos para a sua efetivação: (i) acesso aos relatórios anuais da administração e às demonstrações financeiras; (ii) Conselho Fiscal como órgão especializado na fiscalização dos atos da administração, em que os titulares de ações preferenciais com direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% ou mais das ações com direito a voto; (iii) participação em assembleias gerais ; e (iv) exibição judicial de livros quando houver suspeita de atos que infrinjam a lei ou o estatuto, ou de condutas irregulares por qualquer órgão da companhia.

[343] MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro.* 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, v. 2, 1963. p. 249.

Por fim, no que toca ao direito de voto, sempre haverá algum tipo de limitação a esse direito, seja ela em decorrência do tipo de ação (*e.g.*, ações preferenciais sem voto ou com voto restrito), seja em face da limitação do número máximo de votos por acionista (LSA, art. 110, § 1º) ou até mesmo em razão de condições específicas estabelecidas em cada ordenamento.

Ribstein destaca que apenas poderá se recorrer ao dever de fidúcia como mecanismo de proteção, quando se estiver diante de situação em que haja limitações ao direito de voto.

No caso brasileiro, o ponto a ser ressaltado talvez não seja a restrição de voto propriamente dita, mas sim, o grau de influência que eles podem ter nos resultados das deliberações.

O fato de inexistirem maiorias alternadas para votação em assembleias de acionistas traz, por si só, limitações de atuação dos minoritários, os quais acabam em situação de submissão ao grupo estável, que sempre prevalecerá nos conclaves. Disso resulta que o dever de fidúcia poderá ser invocado ainda que o acionista esteja no exercício pleno de seus direitos de voto, pois as limitações decorrentes do princípio da maioria constituem, por si só, circunstância que enseja proteção adicional fundada nesse dever.

A propósito do item (ii) mencionado – vulnerabilidade estrutural, sem delegação contratual de poderes –, o Professor de Illinois elucida que em determinados contratos há um elevado grau de dependência entre as partes. Nesses casos, como regra, o negócio demanda investimentos específicos, denominados pelos economistas como investimentos idiossincráticos[344] – *e.g.*, nessas relações, um fornecedor pode adaptar ou

[344] Williamson propõe o conceito de investimento idiossincrático ou ativo específico para explicar a emergência da organização industrial no mundo, caracterizada pelas incertezas: "A distinção crucial de investimento é esta: até que ponto são específicas da transação despesas (não comercializáveis) incorridas. Itens que são não especializados entre os usuários apresentam alguns riscos, uma vez que os compradores, nestas circunstâncias, podem facilmente recorrer a fontes alternativas, e os fornecedores podem vender a produção destinada a um comprador para outros compradores, sem dificuldade. Problemas de não comercialização surgem quando a identidade específica das partes tem importantes custos de suporte como consequência. Transações deste tipo serão referidas como idiossincráticas". Tradução livre do original: "The crucial investment distinction is this: To what degree are transaction-specific (non-marketable) expenses incurred. Items that are un-specialized among users pose few hazards, since buyers in these circumstances can easily turn to alternative sources, and suppliers can sell output intended for one order to other buyers without difficulty. Non-marketability problems arise when the specific identity of the parties has important cost-bearing consequences. Transactions of this kind will be referred to as idiosyncratic" (WILLIAMSON,

criar uma linha de produção especial destinada ao atendimento exclusivo de seu parceiro comercial. Vale dizer, a parte que realizou os investimentos para o atendimento das necessidades da outra tem sua dependência aumentada em relação a esta, porque, com o desfazimento do negócio, há grandes chances de que sofra prejuízos expressivos.

A sujeição de uma parte à outra será ainda mais intensa caso os investimentos não possam ser recuperados após o término da relação, caracterizando-se os chamados *sunk costs*[345] da literatura econômica. Nessa acepção, os investimentos específicos e unilaterais, com recorrência, conduzem ao aumento da vulnerabilidade da parte e, nessa relação, a proteção dar-se-ia pelo dever de boa-fé e não de fidúcia, conforme assegura o Professor.

Mais uma vez não se pode concordar com o posicionamento de Ribstein, pois nos contratos de longa duração, em especial naqueles em que se façam investimentos específicos e de valor elevado, a relação de confiança é ainda mais determinante para a consecução do seu objeto. Em razão disso, o CC/2002, art. 473, parágrafo único, estabelece que, dada a natureza do contrato, se uma das partes houver feito investimentos consideráveis para a sua execução, a denúncia unilateral só produzirá efeito depois de transcorrido prazo compatível com a natureza e o vulto dos investimentos.

No que tange ao item (iii) retromencionado – relações de confiança –, Ribstein esclarece que nas relações pautadas na confiança (*trust*), o uso de qualquer remédio legal para proteger as partes seria contraproducente, especialmente quando esse remédio diz respeito aos deveres fiduciários. Nessas relações, segundo o autor, em rigor não há delegação de poderes de uma pessoa à outra para gestão de determinado bem, mas sim, a existência de informações confidenciais que devem ser protegidas pelo dever específico de sigilo. Ora, se o próprio estudioso admite que a relação em questão tem por natureza a

---

Oliver E. *The economic institutions of capitalism*: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985. p. 239-240).

[345] "Às vezes, em sua vida, você pode ter sido dito, 'não chore sobre o leite derramado', ou 'esqueça o passado'. Estes adágios contêm uma verdade profunda sobre a tomada de decisão racional. Os economistas dizem que um custo é um custo afundado quando ele já tiver sido feito e não puder ser recuperados. Porque nada pode ser feito sobre custos irrecuperáveis, você pode ignorá-los na tomada de decisões sobre vários aspectos da vida, incluindo a estratégia de negócios". Tradução livre do original: "Sometimes, in your life you may have been told, 'don't cry over the spilt milk', or 'let bygones be bygones'. These adages hold a deep truth about rational decision making. Economists say that a cost is a sunk cost when it has already been committed and cannot be recovered. Because nothing can be done about sunk costs, you can ignore them when making decisions about various aspects of life, including business strategy" (MANKIW, Gregory N. *Principles of economics*. 5. ed. New York: Lightning Source Inc. 2009. p. 296).

confiança entre os seus participantes, não é possível que em seguida afirme não ser aplicável o dever de fidúcia como proteção, mas tão somente o dever de sigilo.

A propósito do referido item (iv) – vulnerabilidade resultante de características específicas da parte –, é dito que uma parte pode ser vulnerável a possíveis abusos de outra por conta de características que lhe sejam inerentes e não em razão da vulnerabilidade decorrente da estrutura da relação formada entre elas. Ribstein cita como exemplo as relações em que uma das partes possui maior quantidade de informações, assessoria mais sofisticada e conhecimentos mais profundos, em detrimento de outra, de modo que esta fique em uma posição vulnerável àquela. Qualquer problema nesse tipo de relação poderá ser sanado de maneira adequada por remédios não fiduciários, como, *e.g.*, a proteção de informações divulgadas entre as partes e a supervisão judicial do contrato celebrado entre elas. Nesse ponto não há que se confundir vulnerabilidade com confiança. Em uma relação em que haja uma parte mais fraca, seja por qual motivo for, a relação de confiança não deixa de existir, aliás, ela se torna mais forte, pois a parte hipossuficiente em geral emprega recursos nos negócios tendo como principal elo com a outra parte a confiança nela depositada.

Em síntese, com a análise das quatro situações colocadas pelo Professor de Illinois, verifica-se que ele defende a aplicação dos deveres fiduciários apenas nas relações de delegação de poder sobre um bem, de modo amplo, geral e ilimitado, pois tão somente nessa hipótese entende que a invocação desses deveres pode ser eficaz na solução de controvérsias. Nesse caso, sua aplicabilidade teria caráter residual: não havendo outro remédio legal capaz de sanar problemas advindos de relações societárias ou civis, o dever fiduciário pode ser exigido.

Se, por um lado, o intuito de Ribstein foi procurar limitar situações nas quais o dever de fidúcia possa ser invocado, ante a sua constante utilização nos pedidos de reparação de prejuízos no âmbito dos tribunais norte-americanos, por outro, ele acaba por relegar o dever a segundo plano, ao lhe conferir caráter meramente residual, quando na verdade ele deve ser constante nas relações que se pautem pela confiança, em especial aquelas de ordem societária, sem que sua presença implique o afastamento da possibilidade de que outros deveres e princípios possam ser invocados em uma mesma situação em que determinado acionista se sinta prejudicado.

Em síntese conclusiva, mostra-se incontestável que o controlador ocupa posição de influência e comando suficientes a lhe conferir a qualidade de fiduciário em relação aos não controladores. Ao se transpor o assunto para o negócio de transferência de controle, fica claro que não apenas as ações são objeto de transferência, mas também a organização empresarial, do que resulta a inafastável atribuição de deveres de fidúcia àquele que pode dispor do patrimônio alheio.

Contudo, tendo em vista que o tema a respeito da aplicabilidade dos deveres fiduciários ao controlador não está pautado por profundas discussões doutrinárias no Brasil, tampouco é objeto de decisões judiciais que possam nortear o entendimento no ordenamento pátrio, a providência mais racional é antever na relação contratual de ingresso na companhia o maior número possível de situações que possam gerar algum tipo de opressão aos minoritários e estabelecer as respectivas remediações, tendo-se sempre em mente a condição de falta de liquidez existente nas companhias fechadas e a ausência de previsão legal de recesso nas hipóteses de transferência de controle.

3.3.1.4.1 Casos Emblemáticos na Jurisprudência Norte-Americana

Perlman v. Feldmann constitui o *leading case*[346] em que a jurisprudência norte-americana imputou ao controlador o dever de boa-fé (*fiduciary duty*) como dever genérico atribuído a todo aquele que administra os bens alheios.

Nesse caso, Feldmann, acompanhado de familiares e amigos, era titular de 37% do capital votante da Newport Steel Corporation, empresa produtora de chapas de aço, estando o restante das ações nas mãos dos demais milhares de acionistas. Feldmann ainda ocupava o cargo de presidente do conselho de administração da Newport.

Muito embora as instalações da fábrica estivessem obsoletas, o negócio pareceu atrativo a um grupo manufatureiro de produtos acabados de aço – Wilport

[346] Perlman *v.* Feldmann. 219 F.2d 173 (2d Cir. 1955).

Corporation – em razão da escassez de chapas de aço no mercado, dada a sobrevinda da Guerra da Coreia no ano de 1950.

Foi nesse contexto que a Wilport adquiriu as ações de Feldmann, seus amigos e familiares por vinte dólares cada. Nessa ocasião, o valor contábil das ações girava em torno de dezessete dólares e o valor de mercado não passava dos doze dólares. Nessa mesma oportunidade, Feldmann e os demais membros do conselho renunciaram a seus cargos e foram imediatamente substituídos pelos membros indicados pela Wilport.

Nesse ensejo, um grupo de acionistas minoritários, mediante o ajuizamento de ação social *uti singuli* contra os cedentes, alegaram basicamente o seguinte: (i) o negócio não consistiu uma simples venda e compra de ações, mas sim, uma cessão ilegal de controle, dado que Feldmann, na qualidade de principal acionista da companhia e presidente do conselho, tinha deveres específicos para com os demais integrantes da companhia (*fiduciary relationship*), não podendo se aproveitar da sua condição para obter vantagens pessoais; e (ii) o sobrepreço pago pelo controle correspondeu à venda de um bem da sociedade, que consistia no poder de decidir sobre o escoamento da produção da companhia em período de intensa escassez do produto.

Em primeira instância, a ação foi julgada improcedente, sob o argumento de que o poder de controle constituía valor inseparável do das ações alienadas. A referida decisão, no entanto, não prevaleceu, tendo sido reformada em sede de recurso, cuja decisão afirmou que era absolutamente viável a apuração do preço do controle, de modo separado da apuração do valor das ações transferidas, e determinou que o ágio pago fosse partilhado entre os cedentes das ações e os autores da demanda[347].

Nesse caso, os minoritários foram efetivamente prejudicados, já que o adquirente das ações havia feito o negócio com o propósito de garantir para si o suprimento de produtos produzidos pela companhia, e os alienantes sabiam disso. Assim, "com a transferência do controle, houve um lucro cessante para a companhia e, por via de consequência, também para os próprios acionistas não-controladores"[348].

---

[347] Nesse ponto houve uma falha técnica na decisão, pois, como se tratava de ação social de responsabilidade, implicaria que o montante da condenação fosse atribuído à sociedade.
[348] COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima.* 5. ed., p. 302.

Em *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*[349], a Suprema Corte de Massachusetts discutiu os riscos enfrentados pelos minoritários que integrem os quadros de companhias fechadas, bem como os obstáculos enfrentados por esses acionistas no intuito de combater as práticas opressivas.

Nesse contexto, o julgado cita uma série de situações, pautadas em estudos significativos realizados por um dos maiores estudiosos de companhias fechadas – o professor Hodge O'Neal – que ilustram como os acionistas dessas companhias podem estar vulneráveis diante da atuação dos controladores:

> Os opressores (aqueles que praticam atos de *freeze-out*) podem se recusar a declarar dividendos; eles podem se apropriar de ganhos da companhia na forma de exorbitantes salários para os controladores e diretores e talvez para seus parentes, ou na forma de elevados valores de aluguel de bens de propriedade dos controladores [...]; eles podem privar os acionistas minoritários dos escritórios e de empregos na companhia; eles podem fazer que a companhia venda seus ativos a um preço inadequado para os acionistas majoritários[350].

Diante da realidade apontada e no intuito de proteger os minoritários dessas companhias, o tribunal concluiu que "Acionistas em companhias fechadas devem ter como dever fiduciário '*a mais absoluta* boa-fé e lealdade' de uns para com os outros".[351] (sem grifo no original).

Outros tribunais, fora de Massachusetts, passaram a adotar a mesma orientação, de que os acionistas deveriam ter para com os outros *o mais absoluto* dever de fidúcia, de sorte a transmudar o entendimento antes vigente, qual seja, o de que os acionistas tinham deveres fiduciários direcionados para a companhia, bem como em relação aos seus pares sociais.

Outra marcante influência exercida pelo julgado em questão diz respeito ao início do reconhecimento gradual da maior parte dos países de que as expectativas dos

---

[349] Donahue *v.* Rodd Electrotype Co., 367 Mass. 578; 328 N.E.2d 505; 1975 Mass. Lexis 875 (Supreme Judicial Court of Massachusetts).

[350] Tradução livre do original: "The squeezers (those who employ the freeze-out techniques) may refuse to declare dividends; they may drain off the corporation's earnings in the form of exorbitant salaries and bonuses to the majority shareholder-officers and perhaps to their relatives, or in the form of high rent by the corporation for property leased from majority shareholders […]; they may deprive minority shareholders of corporate offices and of employment by the company; they may cause the corporation to sell its assets at an inadequate price to the majority shareholders". O estudo referido no julgado foi realizado em conjunto por F. H. O'Neal e J. Derwin, no clássico *Expulsion or oppression of business associates*, 1961.

[351] Tradução livre: "shareholders in closely held corporations owed a fiduciary duty of 'utmost good faith and loyalty' to each other" (ibidem).

acionistas de companhias abertas e fechadas não são coincidentes, o que justificaria a promoção de tratamento diferenciado aos participantes de cada uma dessas sociedades.

O julgamento do caso em comento ainda marcou uma nova era, em que aos minoritários também deveria ser atribuído o dever de fidúcia perante os demais acionistas da companhia. A lei societária então vigente admitia esse dever com relação aos controladores, mas era menos explícita no tocante aos minoritários. Em *Donahue*, contudo, o tribunal expressamente declarou: "Não limitamos a atribuição aos acionistas majoritários"[352]. E ponderou: "Em companhias fechadas, os minoritários poderão igualmente agir de modo inescrupuloso e impróprio, obtendo vantagens em detrimento dos demais integrantes e de uma maioria incauta"[353].

Embora haja consistência no argumento de que aos minoritários deve ser atribuído o mesmo dever de fidúcia determinado aos controladores, costuma-se verificar essa afirmação com certa reticência, uma vez que o dever se aplicaria apenas nas situações em que o minoritário efetivamente tivesse o poder de causar algum prejuízo aos majoritários ou à própria companhia[354]. Outro entendimento mais extremista endereça a questão no sentido de que aos minoritários não cabe esse dever, pois não administram o patrimônio alheio, tal como o fazem os controladores e administradores da companhia[355].

Essa discussão remete ao tema subjacente de abuso das minorias, o qual foi estudado com profundidade por Marcelo Adamek, tese de doutorado por ele defendida, em que reconhece:

---

[352] Tradução livre do original: "[w]e do not limit our holding to majority stockholders" (Donahue *v.* Rodd Electrotype Co., 367 Mass. 578; 328 N.E.2d 505; 1975 Mass. Lexis 875 (Supreme Judicial Court of Massachusetts).

[353] Tradução livre do original: "[i]n the close corporation, the minority may do equal damage through unscrupulous and improper 'sharp dealings' with an unsuspecting majority" (ibidem).

[354] "Primeiro, presumidamente um acionista minoritário não estaria sujeito a observar o dever de fidúcia, a menos que tivesse poder de causar prejuízos para a companhia ou para os outros acionistas. A titularização desse poder, contudo, faria que o tribunal caracterizasse o minoritário como controlador de fato – pelo menos no que diz respeito às atividades em que o minoritário tivesse o poder de controle". Tradução livre do original: "First, presumably a minority shareholder would not be subject to a fiduciary duty analysis unless the minority possessed the power to cause harm to the corporation or the other shareholders. The possession of such power, however, would likely cause a court to characterize the minority as a de facto controlling shareholder – at least with respect to the activities that the minority does have the power to control" (MOLL, Douglas K., University of Houston Law Center. Of Donahue and fiduciary duty: much Ado about …?, 33 *W. New Eng. L. Rev.*, n. 471, 2011, p. 478).

[355] Nesse sentido, Fábio Konder Comparato: "Se gestores e não gestores têm posições jurídicas distintas é preciso impor obrigações especiais ao controlador e administrador (gestores) – os chamados deveres fiduciários –, exatamente por administrarem patrimônio alheio. Esses deveres não podem ou devem ser impostos aos demais sócios exatamente por não gerirem patrimônio alheio" (COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima.* 5. ed., p. 150).

> Não são poucas nem raras [as vezes], em que a minoria, agindo enquanto grupo minoritário dentro da sociedade civil organizada – e, portanto, sem deter o seu controle –, age de forma a satisfazer apenas os seus próprios interesses mais imediatos, com total menosprezo pelos interesses da coletividade, ou, o que é ainda mais censurável, atua movida pelo exclusivo propósito de prejudicar terceiros, sem nenhum objetivo claro, definido e, muito menos, legítimo[356].

É induvidoso admitir a presença da fenomenologia do abuso da minoria, seja enquanto grupo dominante, seja no contexto de grupo inserido em coletividade comandada por outrem, uma vez que aos minoritários são atribuídos direitos e prerrogativas insuprimíveis (poderes), os quais poderão ser utilizados para a satisfação de fins e interesses diversos dos quais lhes foram designados, existindo, portanto, a possibilidade de seu total desvirtuamento ou emprego disforme, de modo a caracterizar o abuso.

Nessa dicção, é imperioso afirmar que os deveres de observar "o interesse social e de salvaguardar os legítimos interesses dos demais partícipes da relação associativa e de agir de acordo com o primado da lealdade societária recaem sobre todos os membros e obrigam até mesmo os que integram a minoria". A assertiva explica-se em face de que "não há diferença entre minoria e maioria"[357].

Nesse contexto, é importante que se ressalte que a minoria não é, *de per si*, grupo suscetível de proteção e tutela adicionais às conferidas ao controlador e demais membros da companhia: ela é protegida diante de abusos da maioria. Então, não haveria sentido em afastar dos minoritários o cumprimento desse dever tão somente pela sua condição de minoria na companhia.

No caso *Donahue*, uma companhia fechada – a *Rodd Electrotype Company of New England, Inc.* –, comprou as ações do seu acionista mais antigo, que esteve no controle e ocupou a administração por trinta e cinco anos.

A compra ocorreu mediante autorização dos filhos de Donahue, que também integravam o controle da companhia, para que o acionista fundador pudesse se aposentar. No entanto, Euphemia Donahue, única acionista minoritária, que não fazia parte do controle familiar, demandou a aquisição pela companhia de suas ações, nos mesmos

---

[356] ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias, p. 16.
[357] Ibidem, p. 20.

termos em que as ações do controlador foram adquiridas. A companhia negou, alegando não possuir fundos para adquiri-las.

A tese principal da ação era a de que os acionistas controladores violaram o dever de fidúcia ao fazer que a companhia adquirisse ações de apenas um acionista em detrimento dos outros.

Em primeira instância, a Corte decidiu o seguinte: (i) o preço pago pelas ações do fundador eram inferiores ao valor patrimonial; (ii) a aquisição pela companhia não havia alterado o controle, nem prejudicado credores; e (iii) portanto, a operação tinha sido realizada de acordo com a mais absoluta boa-fé.

A Suprema Corte de Massachusetts, no entanto, entendeu ter sido ilegal a transação, sob o argumento de que acionistas de companhias fechadas devem uns aos outros *o mais elevado grau de fidúcia e lealdade*. Desses deveres, resulta que os controladores devem utilizar a posição que ocupam para conferir benefícios a todos os investidores de modo igualitário.

Com efeito, a uma vez que os controladores fizeram que a companhia adquirisse apenas as ações do fundador, e não do minoritário, tratando-os de modo desigual, teriam rompido com os deveres de fidúcia e lealdade que deveriam pautar a relação entre eles.

A Suprema Corte então determinou que a aquisição das ações do fundador fosse desfeita ou que as ações do minoritário fossem adquiridas pela companhia nas mesmas bases que o foram as ações do controlador.

A decisão foi tomada com base em características das companhias fechadas que, segundo o tribunal, se presentes, tornariam as *corporates* similares às *partnerships*, o que conduziria à necessária imposição de deveres de fidúcia e lealdade entre seus integrantes. Essas características foram assim resumidas: "(i) quadro reduzido de acionistas; (ii) inexistência de mercado para a circulação das ações; e (iii) número substancial de controladores na qualidade de administradores"[358].

[358] Tradução livre do original: "1) a small number of shareholders; 2) no ready market for the corporate stock; and 3) substantial majority shareholder participation in the management, direction and operations of the corporation" (Donahue *v.* Rodd Electrotype Co. of New England, Inc., 367 Mass. 578, 586, 1975).

De acordo com o entendimento do tribunal, essas características das companhias fechadas propiciavam que seus acionistas estivessem mais expostos a práticas opressivas pelos controladores (*freeze-outs* e *squeeze-outs*). Diante desse cenário, decidiu que os minoritários ocupavam posição vulnerável nos quadros sociais e, nessa condição, em geral, não conseguiam vender suas ações a terceiros, fosse pela ausência de mercado que suprisse a ausência de liquidez dos seus títulos, fosse pelo desinteresse de potencial comprador em adquiri-los, dado que passaria a enfrentar as mesmas dificuldades na companhia. Além disso, destacou-se o fato de que, em geral, os acionistas de companhias fechadas investem se não todos, mas a maior parte de seus recursos naquele único negócio, que muitas vezes se presta ao seu próprio sustento. Cientes dessa situação, os controladores encontravam espaço para oprimi-los, em especial pelo fato de que, em último caso, seriam os únicos compradores das ações desses minoritários e, quanto mais descontentes estes estivessem, maior seria o desejo de se retirar da companhia, o que, por conseguinte, faria que vendessem suas ações a um preço extremamente baixo.

Diante dos fatores que aproximavam as *corporations* das *partnerships* e dada a sorte de características das companhias fechadas que colocavam o minoritário em posição vulnerável diante do controlador, em um autêntico movimento de defesa das minorias, decidiu-se pela imposição do mais elevado grau do dever de fidúcia entre os acionistas da companhia.

Nem sempre, no entanto, esse foi o entendimento prevalecente nas cortes americanas e também não demonstra ser o que remanesceu na atualidade.

No ano de 1913, no caso Holmes *v.* Darling, a Suprema Corte explicou o padrão de conduta dos acionistas no sentido de que "a lei impõe a cada sócio o dever de exercer perante os demais a máxima integridade e boa-fé com relação a todos os assuntos sociais. Nas operações relativas à sociedade, o sócio deve considerar o bem-estar mútuo e não o seu próprio bem-estar"[359].

[359] Tradução livre do original: "The law imposes upon each partner the duty of exercising toward his copartner the utmost integrity and good faith in all partnership affairs. In transactions concerning the firm he must consider their mutual welfare, rather than his own private benefit." (Holmes *v.* Darling, [NO NUMBER IN ORIGINAL], Supreme Judicial Court of Massachusetts, Suffolk, 213 Mass. 303; 100 N.E. 611; 1913 Mass. LEXIS 985, January 29, 1913).

Esse entendimento se aplicava, no entanto, apenas às chamadas *partnerships*, as quais poderiam se subsumir, *grosso modo*, à classe das sociedades ditas de pessoas. De maneira diversa, nas *corporation*, os acionistas tradicionalmente não deviam deveres fiduciários entre si, em virtude da simples titularidade de ações, pois o foco estava nos investimentos realizados na companhia, independentemente de quem fossem os demais acionistas. Com efeito, os deveres de fidúcia deveriam partir apenas daqueles que administrassem a companhia.

Por catorze décadas antes do caso *Donahue*, o entendimento pacífico era o de que os acionistas "na companhia, em suas relações com os demais acionistas, diferem essencialmente e radicalmente de sócios"[360]. Ainda, "as diferenças entre *partnerships* e *corporations* são tão fortes que não se pode inferir que o Tribunal pretendia aplicar as mesmas disposições dos primeiros, nos segundos"[361].

Apesar desse posicionamento, o Supremo Tribunal de Massachusetts começou a conceder determinadas exceções em seus julgados, com base na equidade. Assim, no ano de 1940, no caso *Silversmith v. Sydeman*, esse Tribunal decidiu que os acionistas deviam uns aos outros deveres mais elevados do que o de boa-fé, que já era inerente à sua condição na companhia. A decisão foi tomada com base no fato de que os acionistas conduziam os negócios sociais como se sócios fossem, ou seja, transpondo para o direito nacional, é como se estivesse diante do caso das sociedades anônimas personalistas de que se tratou no item 2.5.3 do presente estudo[362].

Seis anos após a decisão do caso *Silversmith v. Sydeman*, em diversas outras oportunidades a Suprema Corte entendeu existir deveres fiduciários entre os acionistas de uma companhia. Nos casos *Sher v. Sandler*[363] e *Mendelsohn v.*

---

[360] Tradução livre do original: "corporation, in their legal relations to each other, differ essentially and radically from partners" (Pratt *v.* Bacon, [NO NUMBER IN ORIGINAL], Supreme Court of Massachusetts, Worcester, 28 Mass. 495; 1831 Mass. LEXIS 92).

[361] Tradução livre do original: "[t]he differences between partnerships and corporations are so strong, that it cannot be inferred that the equity powers of the Court in respect to the former were intended to apply to the latter." (Pratt *v.* Bacon, [NO NUMBER IN ORIGINAL], Supreme Court of Massachusetts, Worcester, 28 Mass. 495; 1831 Mass. LEXIS 92).

[362] Segundo o Tribunal, "autor e réu estavam agindo como sócios na condução da [companhia]". Tradução livre do original: "the plaintiff and the defendant were acting as partners in the conduct of the ... [corporation]" (Peter B. Silversmith *v.* Abraham Sydeman [NO NUMBER IN ORIGINAL] Supreme Judicial Court of Massachusetts, 305 Mass. 65; 25 N.E.2d 215; 1940 Mass. LEXIS 774).

[363] Harry Sher *vs.* Murray Sandler & others. Supreme Judicial Court of Massachusetts, Suffolk, 325 Mass. 348; 90 N.E.2d 536; 1950 Mass. LEXIS 1072.

Leather[364], determinou-se a existência de deveres fiduciários para agentes que até então pareciam não estar sujeitos a este dever. Em ambos os casos o tribunal impôs para os acionistas das companhias fechadas o dever de *full disclosure* similar àquele que provém do dever de fidúcia, sob o argumento de que as companhias fechadas carregavam consigo características próprias que permitiam identificar a existência do dever de fidúcia entre seus acionistas e não apenas da diretoria perante os participantes da companhia ou dos controladores para com os minoritários[365].

Todas essas exceções foram fundamentais para que a decisão proferida no caso *Donahue* não abalasse a ordem jurídica, erigindo com a naturalidade de uma decisão que já vinha sendo amoldada pelos precedentes do tribunal.

É de se reconhecer que nos trinta anos que antecederam o caso *Donahue*, os tribunais, com recorrência, admitiam a existência de elevado grau de deveres fiduciários entre acionistas de companhias fechadas, no entanto, em todos esses casos as decisões eram proferidas com base em particularidades identificadas em cada qual. A decisão no caso *Donahue*, de outro modo, representou a solidificação dessas decisões esparsas e trouxe à tona um princípio de ordem geral.

Outro caso interessante ocorreu no ano de 1976, quando o Supremo Tribunal de Massachusetts decidiu que os controladores da *Springside Nursing Home* infringiram o dever de fidúcia ao colocarem fim na relação empregatícia que Wilkes (acionista minoritário) tinha na companhia.

Wilkes era um profissional reconhecido no ramo imobiliário e fez um acordo bastante rentável com T. Edward Quinn, Leon L. Riche e Hubert A. Pipkin destinado à aquisição de um prédio para fins de investimento e, para tanto, formalizaram a constituição da *Springside Nursing Home, Inc.*

No entanto, antes da constituição da companhia, os quatro participantes celebraram um acordo, no qual previam que cada um deles: (i) seria diretor da Springside,

---

[364] Bernard E. Mendelsohn *vs.* Leather Manufacturing Corporation & others. Supreme Judicial Court of Massachusetts, Suffolk, 326 Mass. 226; 93 N.E.2d 537; 1950 Mass. LEXIS 940.

[365] O mesmo entendimento prevaleceu nos seguintes casos: (i) Elizabeth Rachel Samia & others *v.* Central Oil Company of Worcester & others. [NO NUMBER IN ORIGINAL] Supreme Judicial Court of Massachusetts, 339 Mass. 101; 158 N.E.2d 469; 1959 Mass. LEXIS 773; e (ii) Wilson *v.* Jennings, [NO NUMBER IN ORIGINAL], Supreme Judicial Court of Massachusetts, 344 Mass. 608; 184 N.E.2d 642; 1962 Mass. LEXIS 795, 1962.

(ii) participaria ativamente das decisões e da gestão da Springside; e (iii) receberiam iguais parcelas em dinheiro como contrapartida das responsabilidades assumidas na Springside, desde que esta tivesse recursos que permitissem referidos pagamentos.

As responsabilidades assumidas pelos quatro participantes, individualmente, eram equivalentes. No ano de 1959, Pipkin transferiu a sua participação para Lawrence T. Connor. A partir de 1965, as relações entre Wilkes e Quinn começaram a deteriorar, uma vez que Wilkes convenceu Riche e Connor a aumentar o valor de uma parte da Springside que Quinn estava negociando para que pudesse comprar e utilizar em uma empresa independente de sua propriedade.

Em janeiro de 1967 Wilkes informou aos três outros acionistas sobre a sua intenção de vender as ações que detinha na companhia. No mês seguinte, os diretores resolveram, pela primeira vez, formalizar o valor dos salários que cada um deveria receber na companhia. Ficou decidido que Quinn receberia um substancial aumento; Riche e Connor manteriam o valor que já vinham recebendo; e Wilkes nem sequer foi citado na lista com os salários.

Na assembleia anual de acionistas, na qual Wilkes fora representado por seu advogado, noticiou-se que os demais integrantes da Springside não desejavam mais a sua presença, nem os seus serviços. Além disso, negou-se a sua reeleição para o cargo de diretor da companhia.

Wilkes então ingressou com uma ação, alegando que o acordo celebrado com os outros acionistas havia sido infringido, dentre outros, pela quebra do dever de fidúcia dos demais para com ele, que figurava como minoritário na companhia.

O tribunal decidiu que a dispensa de Wilkes dos quadros da companhia não derivou de sua má conduta ou negligência na condução dos negócios sociais, mas sim, da prática de *freeze-out* pelos majoritários, consubstanciada na quebra dos deveres de fidúcia para com o minoritário. O resultado foi o pagamento de indenização pelos majoritários em favor de Wilkes.

A contribuição desse julgado, no entanto, está no fato de que, pela primeira vez, o tribunal estabeleceu um procedimento analítico a ser observado em ações judiciais

ingressadas por acionistas minoritários de companhias fechadas que alegassem a quebra dos deveres de fidúcia pela maioria, nos moldes do que se constatou no caso *Donahue*.

Nesses termos, o tribunal adotou o que se chamou de defesa com base no legítimo propósito do negócio (*legitimate business purpose defense*)[366]. De acordo com o tribunal, toda vez que um minoritário ajuizar uma ação contra controladores, estes deverão demonstrar, em sua defesa, que a prática impugnada pelo minoritário foi tomada no legítimo propósito do negócio. Caso o minoritário discorde da defesa apresentada, caberá a ele demonstrar que o mesmo objetivo poderia ser alcançado de outro modo que lhe causasse menos prejuízos. Ao final, caberá ao juízo sopesar o legítimo propósito do negócio apresentado pelo controlador e a alternativa menos gravosa demonstrada pelo minoritário para que se chegue a uma decisão.

Saliente-se por fim que, ao contrário da posição extremista de proteção do minoritário a qualquer custo, tomada no âmbito do caso *Donahue*, em *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.* procurou-se firmar o entendimento de que deve existir um equilíbrio entre a necessidade de marcha de manobra do controlador para conduzir os negócios sociais e a tutela dos interesses dos minoritários. Com isso, poder-se-ia evitar a aplicação destemperada do estrito dever de boa-fé e fidúcia determinado nos caso *Donahue*.

[366] A esse propósito, vide crítica realizada pelo professor Carlos Klein Zanini ao tratar do uso da *business judgement rule* como mecanismo de defesa empregado por administradores e controladores na tentativa de se eximirem de responsabilidade pelo descumprimento dos *fiduciary duties*: "A business judgement rule parte da premissa de que os administradores foram eleitos pelos acionistas, e de que, em virtude disso, somente estes acionistas teriam legitimidade para julgar os atos de sua administração. Não atenta, no entanto, para o fato de que a eleição dos administradores pode ser, e seguidamente o é, decidida pelos controladores em oposição à vontade dos sócios minoritários, que, neste caso, ficariam à mercê dos controladores e administradores por eles eleitos" (ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 36, n. 109, p. 146).

3.3.2 Mecanismos de Proteção Mediante Direitos Subjetivos e Potestativos Relacionados ao Direito de Permanência ou Saída da Companhia

3.3.2.1 Direito de Recesso

As sociedades anônimas são consentâneas ao modelo das chamadas sociedades de capitais, nas quais prevalece o *intuitu pecuniae*, em detrimento do *intuitu personae*, do que decorre o princípio da livre circulação das ações.

Trata-se de pressuposto fundamental para o reconhecimento e desenvolvimento das sociedades por ações, pois, "sendo estas título emitido em massa e circulante, é próprio de sua essência a circulação, que vai alimentar as negociações do mercado de capitais e permitir a liquidez das ações"[367].

A esse propósito, o professor Alfredo Lamy explica que as sociedades de capital se originaram da necessidade de se associar grande número de sócios, de modo que uma maior soma de investimentos viabilizasse o desenvolvimento de empreendimentos de vulto. Assim é que a busca da mobilização do maior número possível de investidores tinha como premissa básica "assegurar a livre entrada e saída dos sócios, vale dizer, permitir a circulação dos direitos societários, sem necessidade de concordância dos demais sócios, ou da sociedade, como ocorria nos tipos societários chamados de pessoas"[368].

Bulhões Pedreira seguia na mesma trilha, ao afirmar que "A livre negociação das ações é fato do maior relevo para a atração dos investidores, e, pois, a própria viabilidade da sociedade que se formava"[369].

Daí ser induvidosa a posição predominante da doutrina nacional em assinalar

---

[367] REQUIÃO, Rubens. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 1, p. 252.
[368] LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.*: exposições: pareceres, p. 244.
[369] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1995-1996. v. 1, p. 34.

que a regra na sociedade anônima é a da livre circulação das ações, tendo o acionista liberdade para transferi-las. Por esse motivo, qualquer restrição à livre circulação de ações depende de expresso acordo entre as partes, deve ser interpretada restritivamente e, em nenhuma hipótese, poderá resultar em impedimento à alienação de ações por qualquer acionista.

Desta feita, estabelece a LSA, art. 36, que o estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule com minúcias as referidas limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas. Ainda, caso a limitação à circulação seja criada por alteração estatutária, somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de Registro de Ações Nominativas.

À primeira vista, denota que o fato de as ações serem livremente circuláveis supriria a inexistência de liquidez das companhias fechadas, dada a possibilidade de o acionista transferir a sua participação a qualquer terceiro. Ocorre que, conforme já se verificou em diversas passagens deste estudo, diante do fato das poucas proteções direcionadas aos acionistas minoritários dessas companhias associado à ampla margem de extração de benefícios privados pelo controlador, dificilmente um terceiro teria interesse em adquirir essas ações, restando ao minoritário vendê-las ao próprio controlador, na maior parte das vezes, a preço vil[370]. Sobre essa circunstância, há de se reconhecer que não há verdadeiramente um mercado para a livre cessão das ações de acionista dissidente de companhias fechadas. No mais das vezes, quando há a possibilidade de cessão, o próprio estatuto ou acordos entre os acionistas dificultam de tal maneira esse ato, que, na prática, acaba restando apenas o controlador como potencial adquirente da participação societária, usualmente a preço irrisório. Daí resulta uma maior sujeição da minoria à maioria.

Erasmo Valladão e Marcelo Adamek argumentam que, "nas sociedades anônimas, como é cediço, o princípio da livre circulação de ações, previsto no art. 36 da LSA, não encontra aplicação prática". Os autores então defendem que,

[370] É importante notar, conforme ensinamentos de Nelson Eizirik, que o direito de recesso "não é mera verificação de prejuízos reais ou potenciais aos minoritários que enseja o recesso, mas a aprovação de matéria que, por significar um rompimento do 'pacto social' original, tal como reconhecido por lei, deve permitir ao dissidente a retirada com o reembolso da sua participação social" (EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 109-110).

> Tratando-se de uma sociedade fechada, sobretudo de caráter familiar, não se pode imaginar que alguém compre as ações do acionista minoritário que, assim, não tem como se retirar, na medida em que as hipóteses de recesso na sociedade anônima são muito restritas (art. 137 da LSA)[371].

Infere-se que, por força das limitações atinentes ao próprio sistema das companhias fechadas, o acionista que pretender se desfazer de sua participação, especialmente por discordar das decisões tomadas pela maioria, poderia pensar em recorrer ao mecanismo da retirada, também conhecido como direito desvinculatório ou de autodesvinculação, compreendendo em sua acepção ampla o direito de recesso (CC, art. 1.077; e LSA, art. 137) e o direito de retirada simples (CC, art. 1.029).

Esse mecanismo constitui um verdadeiro contrapeso relativo aos poderes que a lei atribui à maioria para modificar as bases essenciais do estatuto social, permitindo-se que os acionistas discordantes liquidem a sua participação no capital social sem que, para tanto, necessitem encontrar compradores para suas ações.

Com o advento da teoria dos direitos fundamentais dos acionistas na Alemanha e na França, surgiu pela primeira vez na Europa a proposição de se conferir à maioria amplos poderes para modificar o estatuto da companhia, desde que, em contrapartida, se atribuísse à minoria dissidente o direito de sair da companhia, mediante a *compra* por esta de suas ações.

O jurista italiano Cesare Vivante[372] foi um dos primeiros a escrever sobre os fundamentos do direito de recesso. Para o autor, o instituto jurídico funcionaria (i) como um freio contra a facilidade das transformações pretendidas pela maioria em assembleia geral, já que o reembolso representa uma descapitalização para a sociedade, o que se procuraria evitar; (ii) como uma tutela do interesse individual dos acionistas contra a maioria; e (iii) como uma conciliação entre a autonomia da entidade e a dos acionistas.

No Direito Brasileiro, dentre as inúmeras definições encontradas na doutrina, merece destaque aquela apregoada pela professora Raquel Sztajn[373], para quem o recesso

---

[371] ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Notas sobre a sociedade perpétua. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 50, n. 157, p, 112-114, Jan. 2011, p. 113.

[372] VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. 3. ristampa. Milano: Casa Editrice Dottore Francesco Vallardi, 1935. v. 3, p. 28.

[373] SZTAJN, Rachel. *Direito de recesso*. 1982. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1982, f. 15.

corresponde a um instituto complementar ao princípio majoritário, permitindo que se implementem modificações organizacionais e estruturais desejáveis, deliberadas por maioria, sem que se faça necessário o constrangimento do dissidente que deveria subordinar-se a essa decisão. A autora complementa o raciocínio explicando que "manter o acionista ligado à sociedade seria tão injusto quanto reformar ou impedir a implementação da deliberação tomada pela maioria em assembleia geral".

É importante observar que as modificações introduzidas no pacto ou na estrutura da sociedade, muito embora visem ao benefício comum, podem provocar mudança substancial na posição individual do acionista, e é justamente essa alteração brusca que justifica a possibilidade do acionista de se desfazer do vínculo associativo. Trata-se, portanto, de um direito potestativo, que assegura ao titular o exercício vinculado apenas à sua vontade, de acordo com os parâmetros estabelecidos em lei.

As hipóteses admitidas ao recesso na LSA, salvo raras exceções, implicam modificar o pacto social de tal maneira que a sociedade existente passe a ter novos contornos, capazes de fazer erigir uma verdadeira nova sociedade. Assim sendo, a cada participante é atribuído o direito de aderir ou não ao novo pacto, mediante sua permanência ou retirada da sociedade, pelo exercício do direito de recesso. Isso porque o acionista não pode ser constrangido a se submeter à alteração no estatuto ou na estrutura social, a qual, muito embora seja almejada em função do interesse social, pareça piorar sua situação individual na companhia.

A visão tradicional de que os acionistas poderiam ser protegidos em caso de alterações substanciais da estrutura da companhia, mediante o exercício do recesso, mereceu diversos estudos no âmbito do direito norte-americano e teve sua abordagem modificada em decorrência do famoso ensaio de Manning[374], no ano de 1962, o qual observa que o direito de recesso podia não atingir o objetivo de proteção dos acionistas, pois não necessariamente englobava todas as mudanças que se caracterizavam como fundamentais para que o acionista pudesse exercer o seu direito. O estudioso também anota que no mais das vezes o direito de recesso não se aplica às mudanças fundamentais trazidas por credores, clientes, fornecedores ou outros agentes externos à companhia.

[374] MANNING, Bayless. *The shareholder's appraisal remedy*: an essay for Frank Coker. New Haven: The *Yale Law Journal Inc.*, v. 72, n. 2, p. 223-265, 1962.

Com base nessas observações, Manning conclui que a redação dos estatutos, no tocante a esse direito, não era dotada de preocupações de ordem econômica, mas sim, partia de uma visão simplista das companhias do século XIX, de modo a oferecer para o acionista que estivesse prestes a passar por um "trauma legal" uma compensação, independentemente de suas consequências econômicas. O autor deixa aos seus leitores um desafio: articular uma função econômica significativa para o direito de recesso ou rejeitar o remédio como vestígio de uma visão ultrapassada advinda das companhias do século XIX.

A doutrina então passou a teorizar sobre o desafio proposto por Menning, merecendo destaque os estudos dos professores Fischel[375], Kanda e Levmore[376] e Gilson e Black[377]. A maior parte desses autores argumenta que o direito de recesso deve ser visto como uma verificação de má conduta dos gestores e controladores da companhia, no entanto, seus estudos foram insuficientes, principalmente porque (i) conflitavam com uma ou mais características básicas do direito de recesso (*e.g.*, hipóteses de seu exercício ou regras de avaliação das ações); (ii) nenhum explicava a evolução desse remédio ao longo dos tempos; e (iii) nenhum deles conferiu ao direito de recesso função distinta de outros remédios de que podem se valer os acionistas (*e.g.*, ação de responsabilização por quebra do dever de fidúcia).

Assim é que a abordagem mais recente e que trouxe novas contribuições acerca da temática do direito de recesso ficou por conta do trabalho do professor Letsou[378]. Ao contrário da doutrina jurídica que discute a função *ex post* de compensar a minoria pela alteração nas bases fundamentais na estrutura da organização societária, promovida licitamente pela maioria, o autor sustenta funções *ex ante* para o direito de retirada.

---

[375] FISCHEL, Daniel R. The appraisal remedy in corporate law. *American Bar Foundation Research Journal*, v. 8, n. 4, p. 875-902, 1983.
[376] KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. The appraisal remedy and the goals of corporate law. *UCLA Law Review*, v. 32, p. 429-473, 1985.
[377] GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. ***The law and finance of corporate acquisitions***. New York: Foundation Press, p. 714-722, 1995.
[378] LETSOU, Peter V. The role of appraisal in corporate law. *Boston College Law Review*, v. 39, n. 1, p. 1.121-1.174, 1998.

Na visão de Letsou[379], não basta dizer simplesmente que o direito de retirada é ineficiente para proteger os minoritários, pois o instituto exerce outras funções importantes. Segundo o autor, o direito de retirada cria incentivo à tomada de decisões mais eficientes pela companhia, pois (i) a maioria só votará a favor da deliberação que enseja o direito de retirada se os ganhos auferidos com a operação forem superiores ao custo do reembolso dos acionistas dissidentes; e (ii) caso o benefício trazido pela operação seja maior do que o benefício gerado pela liquidez e realização financeira do investimento, por meio da retirada e reembolso das ações, o acionista terá incentivos para permanecer na companhia.

Adicionalmente, a existência do direito de retirada permite que os investidores paguem mais pelas ações da companhia, na medida em que o instituto confere um piso mínimo para o valor das ações em caso de mudanças em sua estrutura. Em um mercado relativamente perfeito e com assimetria informacional reduzida, o valor de mercado das ações tende a harmonizar-se com esse valor, criando um patamar mínimo para a cotação das ações.

Isso significa dizer que a existência do direito de retirada amplia o preço das ações no longo prazo, pois, no momento em que os minoritários decidem investir na companhia, já estão cientes de que se ficarem insatisfeitos, e nenhum mecanismo de proteção contra o controlador funcionar, eles terão no direito de retirada uma saída que lhes garantirá o valor patrimonial das ações. Na medida em que os acionistas têm esse

[379] O autor explica o ato de pagar os haveres em decorrência do exercício do direito de retirada como sendo uma compensação a ser paga pela companhia aos acionistas que se sentirem prejudicados com a deliberação de determinada matéria e, por isso, optarem por deixar os quadros sociais. Ao mesmo tempo, os custos envolvidos nesse pagamento são atribuídos, ainda que indiretamente, aos acionistas que decidirem permanecer na companhia por entenderem que irão ganhar com a deliberação aprovada. O seguinte exemplo é dado: uma operação que apresenta riscos será deliberada no âmbito da companhia A, a qual possui basicamente dois grupos de acionistas. O Grupo I é composto por acionistas menos avessos ao risco, os quais titularizam 51 das 100 ações da companhia. Este grupo acredita que, uma vez aprovada a operação, haverá uma valorização de suas ações de $100 por ação, para $105. O Grupo II é integrado por acionistas mais avessos ao risco e, por sua vez, titulariza as demais 49 ações de emissão da companhia A. Este grupo acredita que a aprovação da operação irá reduzir o valor de suas ações de $100 por ação para $90. Assuma-se a situação de que a companhia não pode vender suas ações em mercado e que não tem direito de recesso. Nessa circunstância, o Grupo I irá aprovar a deliberação, mesmo que isso implique perdas para o Grupo II. Em um cenário em que haja direito de retirada, os riscos de perda do Grupo II seriam substancialmente reduzidos, isso porque os acionistas discordantes da operação poderiam exercer esse direito, obrigando a companhia a adquirir suas ações a preço justo, o qual deve ter por base o valor das ações antes do anúncio da operação sobre a qual os acionistas do Grupo II discordaram. Assim, de acordo com a teoria proposta pelo autor, os acionistas do Grupo I apenas votariam a favor da deliberação se o ganho dela decorrente supere os custos envolvidos no pagamento dos haveres daqueles que exercerem o direito de retirada (LETSOU, Peter V. The role of appraisal in corporate law. *Boston College Law Review*, v. 39, n. 1, p. 1143 e ss.).

"retorno mínimo garantido", estão dispostos a pagar mais pelas ações, *i.e.*, se o mercado fosse perfeito, a cotação das ações nunca ficaria abaixo do valor que os minoritários receberiam na situação da retirada[380].

Nesse ponto, impende ressaltar que não obstante o direito de recesso se afigure sob as vertentes da proteção *ex post* dos acionistas que discordarem de certas deliberações tomadas pela maioria e da função *ex ante* de garantir um piso para que o valor da ação tenha como mínimo o seu valor patrimonial, fato é que o recesso "não é instituto para a tutela de acionistas, que se faz por diferentes maneiras no ordenamento jurídico"[381]. Com isso se quer dizer que esse direito

> [...] surge como remédio para solução de conflitos em que, exigir-se unanimidade de consenso para aprovar a deliberação seria impedir o funcionamento da sociedade mas, de cuja deliberação resultam modificações no estatuto ou na organização que se tornam insuportáveis para alguns acionistas[382].

No contexto do tema central da presente tese de doutoramento, é sabido que as operações de transferência de controle de companhias fechadas não são passíveis de deliberação em assembleia geral e, portanto, não foram sequer consideradas a integrar o rol de matérias que permitiriam o exercício do direito de recesso.

Desta sorte, muito embora a mudança no controle possa frustrar as expectativas dos minoritários, uma vez que o novo controlador pode imprimir profundas mudanças na condução dos negócios sociais, essa hipótese passou ao largo daquelas que entendeu o legislador constituir motivos suficientes que justificassem o direito de o acionista se retirar da companhia.

Isso tem razão de ser, uma vez que, conforme assinalado, originariamente, o direito de retirada foi concebido como um contraponto à adoção do princípio majoritário.

---

[380] No dia 18 de junho de 2012, a consultoria Economatica divulgou estudo no qual constava que, das 63 empresas que faziam parte da carteira teórica do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), 18 tinham valor de mercado inferior ao patrimônio líquido no mês de março de 2012. Segundo o levantamento, em ordem decrescente com relação às empresas que tinham a menor relação entre valor de mercado e patrimônio: (i) Eletrobras – VM 26,7% do PL; (ii) Usiminas – VM 49,2% do PL; (iii) Rossi Residencial – VM 49,6% do PL; (iv) Gafisa – VM 49,8% do PL; (V) Fibria – VM 51,5% do PL; (vi) Brookfield VM 53,9% do PL; (vii) Marfrig – VM 58,1% do PL; (viii) PDG Realt – VM 63,4% do PL; (ix) Oi – VM 64,3% do PL; (x) V-Agro – VM 65,7% do PL; (xi) Petrobras – VM 73,3% do PL; (xii) Santander – VM 77,9% do PL; (xiii) JBS – VM 85,9% do PL; (xiv) BW2 Varejo – VM 88,7% do PL; (xv) Braskem – VM 91,9% do PL; (xvi) Copel – VM 92% do PL; (xvii) Banco do Brasil – VM 92,3% do PL; e (xviii) Gerdau Metais – VM 93,4% do PL.

[381] SZTAJN, Rachel. *Direito de recesso*, f. 14.

[382] Ibidem, loc. cit..

Admitiu-se que mudanças fundamentais na estrutura da companhia fossem tomadas por maioria, mas, por serem essas mudanças tão sensíveis, viabilizou-se aos minoritários discordantes uma válvula de escape que permite a saída da companhia.

Infere-se, assim, que o fundamento histórico para o direito de retirada está mais relacionado à questão de justiça na distribuição de poderes políticos na companhia e menos à proteção efetiva do acionista. Nesse particular, é pressuposto do direito de retirada que a deliberação da assembleia geral seja lícita.

O reembolso não deve ser compreendido como uma indenização, mas sim, mecanismo de liquidez que atua como um contrapeso ao poder da maioria de determinar unilateralmente os rumos dos negócios sociais. Nesses termos, ao tratar da *ratio* do recesso, José Alexandre Tavares Guerreiro esclarece que em decorrência da evolução histórica do conceito envolvido na matéria, não estão inseridas nas funções do direito de recesso questões como a restauração do equilíbrio na sociedade ou, muito menos, a correção de injustiças ou a reparação de danos resultantes de práticas ilícitas. "O que está na mira, antes de mais nada, parece ser a garantia de liquidez, ou seja, a possibilidade de permitir ao acionista dissidente ou ausente o reembolso, em moeda, do valor de suas ações"[383].

A revisão dos fundamentos do recesso pode induzir às indagações precisamente elaboradas ainda por José Alexandre Tavares Guerreiro[384], para quem importa desde logo questionar:

> O recesso será efetivamente instituto cuja finalidade essencial consiste em "proteger" o acionista minoritário ou não-controlador? Tratar-se-ia, com efeito, de medida deferida pela lei para o fim de reconhecer a preexistência de um tipo singular de desigualdade entre maioria e minoria, do qual decorreriam, por presunção, indevidos prejuízos à minoria, e que a lei deveria, coerentemente repudiar, criando, para tanto, um desequilíbrio material na economia da sociedade, como espelho de um desequilíbrio formal, mais ou menos evidente?

A função primeira do direito de retirada não é, e nunca foi, proteger os minoritários da obtenção de benefícios privados pelo controlador. Para isso existem regras próprias de abuso de poder de controle. Se o controlador aprovar uma operação com

---

[383] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Direito de retirada*: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 151/152, v. 48, p. 17.
[384] Ibidem, loc. cit..

interesse diverso daquele da companhia, ele deve ser responsabilizado. Além disso, estratégias institucionais devem ser adotadas para reduzir ao máximo a apropriação de benefícios pelo controlador, como, *e.g.*, ações de responsabilidade, determinação de sistema de informações mais rígido, nulidade ou anulação de deliberações etc..

Logo, caso a alienação do controle da companhia esteja revestida de alguma forma de abuso ou que implique a prática de ato ilícito pelo controlador, o remédio adequado não deve consistir na permissão de que aqueles que sejam prejudicados se retirem da companhia, até porque, muitas vezes os acionistas atingidos não têm interesse em deixar os quadros sociais. Não se consegue punir uma prática abusiva ou ilícita com a permissão de fuga daqueles que forem prejudicados, mas sim, com a efetiva penalização dos agentes que tiveram essa conduta.

Ressalte-se a necessidade de ficar claro que não se pode conceber o exercício do direito de retirada tendo como pano de fundo deliberação inválida, eivada de vícios do negócio jurídico ou afeita às decisões abusivas dos controladores, ao contrário, trata-se de instituto que pressupõe a licitude e a legitimidade das decisões tomadas em assembleia, uma vez que não tem por escopo eliminar as ilicitudes ou os abusos que possam ser cometidos pelos acionistas. Nesse sentido é que não se pode esperar que o recesso restaure "a legitimidade, já que esta não terá sido afetada ou comprometida pela deliberação da qual se pode divergir. Tampouco o recesso apaga o abuso, que não terá havido na deliberação de que se cogita"[385].

Outro importante argumento que afasta a possibilidade de recesso nas operações de transferência de controle está na possível afetação do capital da companhia, decorrente da devolução de quantias aos retirantes, o que exige uma postura mais rígida do legislador em determinar um número restrito de hipóteses[386] que efetivamente possam

---

[385] GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 48, n. 151/152, p. 20.

[386] Saliente-se que autorizam o exercício do direito de recesso no regime jurídico das sociedades por ações os seguintes dispositivos: (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classes de ações preferenciais existentes sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstas ou autorizadas pelo estatuto (art. 136, I); (ii) alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais ou criação de nova classe mais favorecida (art. 136, II); (iii) redução do dividendo obrigatório (art. 136, III); (iv) fusão da companhia ou sua incorporação em outra (art. 136, IV); (v) participação em grupos de sociedades (art. 136, V); redução do dividendo obrigatório na cisão; (vi) mudança do objeto da companhia (art. 136, VI); (vii) cisão da companhia (art. 136, IX); (viii) transformação da companhia (art. 221); (ix) se houver o descumprimento do § 3º do art. 223, o qual estabelece que "*Se a*

alterar a estrutura da sociedade, modificar os direitos de participação dos acionistas ou promover modificações essenciais no contrato associativo.

A toda evidência, em tipo societário no qual a integridade do capital social é fundamental para a garantia de terceiros[387], "o reembolso do acionista, com possível redução do capital social (e, consequentemente da garantia de credores, que nem mesmo poderão se opor à 'compra' das ações pela sociedade) é, no mínimo inusitado"[388].

Esse é o motivo pelo qual a LSA determina que, nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, uma vez que nesses casos as ações podem ser vendidas pelo próprio acionista em mercado, evitando-se assim que a companhia tenha de realizar qualquer desembolso ao acionista que pretenda se desfazer de sua participação.

Caso se permitisse que a mudança no controle da companhia desencadeasse o direito de recesso por aqueles que se sentissem prejudicados, a empresa poderia não ter caixa para o pagamento de todos os haveres, o que colocaria em risco a própria sobrevivência dela.

No âmbito das operações de alienação de controle, deixar a proteção dos minoritários centrada no direito de recesso acarretaria na grave distorção de que a sociedade e não o adquirente do controle fosse onerado diretamente, de sorte que o ônus então decorrente conflitaria com os princípios basilares de preservação da empresa e do capital social que devem nortear a aplicação da lei societária.

---

incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembléia-geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários" (art. 223, § 4º, sem grifo no original); (x) incorporação de ações (art. 252, § 1º e 2º); (xi) se o preço da aquisição por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores (a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação, (b) valor de patrimônio líquido (art. 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, § 1º) ou (c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a quinze vezes o lucro líquido anual por ação (art. 187, n. VII) nos dois últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente (art. 256, § 2º); (xi) a fixação de dividendo por companhias, cujo estatuto seja omisso quanto à fixação do dividendo, ou que o estabelecer em condições que não satisfaçam aos requisitos do § 1º do art. 202, em porcentagem inferior à prevista no § 2º do art. 202 (art. 296, § 4º).

[387] Como se sabe, nas sociedades de capitais, ao contrário das sociedades tradicionais de pessoas, em que sempre há pelo menos um sócio responsável ilimitadamente, a proteção aos credores é feita pelas regras de constituição e manutenção do capital social – aqui se fala em proteção indireta, sendo a direta constituída pelos ativos que a sociedade tiver no seu patrimônio.

[388] SZTAJN, Rachel. *Direito de recesso*, f. III.

Outro importante fator que afasta a possibilidade de recesso no caso de transferência de controle reside na possibilidade de que sejam barradas operações eficientes, *i.e.*, o novo controlador poderia não ter nenhum incentivo para adquirir ações de controle, já que, assim que ingressasse na sociedade, seus caixas poderiam ser dilapidados com a assunção de elevados gastos decorrentes do pagamento de haveres aos acionistas que tivessem remanescido na companhia e que resolvessem exercer o seu direito de retirada.

Saliente-se que, à vista das considerações precedentes, muito embora o recesso não deva ser visto como uma prática destinada à punição ou ao afastamento de ilicitudes ou de abuso no exercício de direitos – sobretudo do uso de poderes –, o instituto é capaz de limitar o exercício do poder majoritário, notadamente no que diz respeito às deliberações tomadas em assembleia, conforme previsão legal.

Não se recomenda, ao menos em princípio, o alargamento das hipóteses de recesso – *e.g.*, mediante a inclusão da possibilidade de retirada em caso de mudança de controle –, por todas as razões já discorridas nesta seção, e, ainda, pelo fato de que a inclusão de outras modalidades de recesso no estatuto social poderia configurar negociação pela companhia de suas próprias ações, devendo-se, nesse caso, observar as regras do art. 30 da LSA.

3.3.2.2 Restrições nas Transferências de Ações

A se considerar o contexto legislativo atualmente existente no País, o mecanismo da elaboração de contratos entre as partes no momento do ingresso na companhia mostra-se bastante eficaz no afastamento das possibilidades de opressão dos minoritários pelos controladores. Como assinalado no item 2.4.3 deste estudo, são esses instrumentos que possibilitam antever as situações geradoras de impasses e estipular suas respectivas remediações.

As disposições que possam garantir alguma proteção a esses acionistas, na maior parte das vezes, aparecerão na forma de restrição na transferência das ações. Isso em razão do fato de que, em última análise, é na dificuldade de saída da companhia que se vislumbra se não o principal, mas um dos mais importantes fatores que podem desencadear atos opressivos pelos controladores.

Argumenta-se[389] que o controle exercido por aqueles que titularizam a maioria das ações da companhia não afetaria de modo tão grave o bem-estar dos demais acionistas, caso os controladores soubessem que a qualquer momento os descontentes poderiam se desfazer de sua participação no capital da companhia, especialmente se a saída do acionista implicasse o desembolso deste pela companhia, havendo, dessa forma, uma interação entre os elevados custos de saída dos minoritários e a aptidão dos controladores em oprimi-los.

Os elevados custos de saída resultam de três características recorrentes nas companhias fechadas. A primeira delas refere-se ao fato de que, nessas companhias, é comum o estabelecimento de restrições na transferência das ações, as quais apenas poderão ser repassadas para terceiros, *e.g.*, após a recusa do exercício de direitos de preferência ou direito de primeira oferta pelos demais acionistas da companhia. A segunda trata da inexistência de mercado para as ações de emissão das companhias fechadas, o que torna mais custoso aos acionistas encontrar potenciais compradores. Por fim, a terceira, diz respeito às dificuldades de avaliação do valor das ações dessas companhias no momento da venda. Além de não existir o critério de valor a mercado para avaliá-las, um potencial adquirente, que sempre estará em desvantagem informacional em relação ao vendedor, certamente vai descontar do valor pago pelas ações o risco assumido.

O professor Manuel A. Utset[390], da Universidade de Utah, analisa os custos atinentes às dificuldades de saída dos minoritários como algo positivo. Para Utset, altos custos de saída conferem às partes um incentivo a investir em capital humano, o que ocorre

---

[389] O'NEAL, F. Hodge; THOMPSON, Robert B. *O'Neal's oppression of minority shareholders*: protecting minority rights in squeeze-outs and other intracorporate conflicts, p. 56.

[390] No original: "There are various advantages to the high exit costs in close corporations. High exit costs give parties an incentive to invest in firm-specific human capital. Additionally, high exit hurdles can prevent a party whose human capital is important for the venture's success from engaging in certain types of opportunistic behavior, such as threatening to exit unless she receives a greater share of the corporate surplus." (UTSET, Manuel A. A theory of self-control problems and incomplete contracting: the case of shareholder contracts. *Utah Law Review*, 2003 (Published Summer 2004), p. 1329; FSU College of Law, Law and Economics Paper No. 07-27; FSU College of Law, Public Law Research Paper No. 292. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=597143>. Acesso em: 2 maio 2013).

nas companhias em que as qualidades pessoais do acionista são mais relevantes do que o capital por ele investido. Poderiam ser evitados, com isso, comportamentos oportunistas de acionistas em obter determinadas vantagens em detrimento da companhia ou dos demais acionistas.

Oportuno é lembrar, no entanto, que qualquer discussão sobre restrição na transferência das ações em rigor tem início com a proposição ortodoxa de que as ações são livremente transferíveis. Nessa perspectiva, as ações das companhias fechadas em geral são livremente transferíveis, a menos que haja restrições legais, estatutárias ou em acordos de acionistas.

A livre transferência, aliás, constitui uma das características das companhias que as diferem das tradicionais sociedades de pessoas, nas quais se requer a anuência dos demais sócios para que um deles possa transferir a sua participação a terceiros.

Sugerir que sejam impostas restrições a esse direito poderia soar como uma ameaça, opressão ou algo que deva ser afastado sob qualquer circunstância no contexto de uma economia livre, dotada de uma política democrática. Saliente-se, portanto, que as proibições ou restrições apenas podem ser validadas à luz das razões do negócio que conduzem à sua utilização.

A propriedade e a gestão em rigor confundem-se nas companhias fechadas, nas quais é comum que a maioria dos acionistas dedique tempo integral ao desenvolvimento das atividades sociais. Em virtude desse profundo envolvimento com as questões da companhia e do grau de confiança que é desenvolvido entre os acionistas, muitas das questões são tratadas de modo informal, sem que haja regras ou acordos por escrito. Não surpreende, portanto, que os acionistas dessas companhias queiram controlar e limitar o ingresso de terceiros estranhos nos quadros sociais.

Acrescente-se ao fator confiança o elemento manutenção da proporção inicial no capital da companhia. Por intermédio da determinação de restrições, como direito de preferência ou direito de primeira oferta, garante-se aos acionistas da companhia o direito de, na proporção detida em seu capital, adquirir as ações de outros acionistas, sob determinadas circunstâncias. Aqui é importante ressaltar que as restrições, como regra, são postas apenas no âmbito da transferência das ações a terceiros e não entre os acionistas e, por conseguinte, a proporção inicial da participação de cada acionista poderá ser

modificada por meio de operações que impliquem a transferência de ações de um acionista a outro.

Algumas companhias justificam o estabelecimento de restrições de transferência na existência de procedimentos sigilosos de produção de algum bem por ela criado e desenvolvido. É claro que o impedimento do ingresso de terceiros na qualidade de acionistas da companhia não impede que seus segredos sejam violados por funcionários que atuem direta ou indiretamente na parte operacional da empresa.

Ainda, nas companhias fechadas, em rigor, os principais acionistas também são seus funcionários e, com o ingresso de acionistas que estejam interessados apenas em investir, mas não em participar do dia a dia da empresa, alguns impasses poderão surgir, especialmente no tocante à alocação de recursos destinados ao pagamento de salários e dividendos, dado que os acionistas-funcionários receberão ambas as formas de remuneração, ao passo que os investidores, apenas os dividendos.

As ações não constituem apenas um bem, mas podem criar relações muito próximas entre os acionistas, tal como ocorre nas sociedades limitadas. Infere-se, com isso, que não há maior objeção à manutenção do direito de escolher os próprios acionistas em uma sociedade anônima, tal como ocorre em uma sociedade limitada. Em sendo assim, os participantes dessas companhias procuram restringir as possibilidades de transferência das ações de sua emissão, de modo a evitar que competidores ou acionistas indesejáveis passem a integrar os seus quadros.

Sobre o assunto, interessante se faz a leitura do excerto da decisão do caso Model Clothing House *v.* Dickinson[391], colacionado a seguir:

> Uma companhia, como uma questão de prudência, pode, legitimamente, desejar manter suas ações nas mãos daqueles com quem haja afinidades e que irão trabalhar juntos para o sucesso da empresa e, para esse fim, pode se proteger contra a aquisição de ações de sua emissão por perturbadores, rivais ou pessoas de fora com as quais não exista afinidade e que poderiam adquirir as ações apenas para conseguir informações que pudessem ser usadas contra a companhia.

[391] Tradução livre do original: "A corporation as a matter of business prudence, may legitimately desire to keep its stock in the hands of those who are congenial and will work together for the success of the enterprise, and to that end may protect itself, in proper ways, against the acquisition of its stock by disturbers, rivals in business, or other outsiders who might not be congenial and might purchase the stock to acquire information which might be used to the disadvantage of the company" (The Model Clothing House and Others *v.* Justin l. Dickinson and Others, N. 21.871, Supreme Court of Minnesota, 146 minn. 367; 178 n.w. 957; 1920 minn. Lexis 627).

Nesse contexto, diversos são os motivos pelos quais se pactuam cláusulas restritivas do direito dos acionistas em transferir livremente as ações de sua propriedade, dentre as quais, destacam-se: (i) a tentativa de inibir que terceiros estranhos aos quadros sociais ingressem na companhia; (ii) a manutenção daqueles que controlam a companhia; (iii) o impedimento de que um concorrente ingresse na companhia e possa ficar a par de seus segredos e estratégias; (iv) a proteção aos acionistas minoritários que, diante da inexistência de mercado para as suas ações, poderão negociar a aquisição pela companhia e/ou pelos demais acionistas de suas ações em determinadas hipóteses; (v) o aumento da liquidez das ações desses mesmos acionistas mediante a possibilidade de venda conjunta de suas ações na mesma operação em que o controlador aliene as de sua propriedade; (vi) a viabilização de venda pelo controlador, em uma única operação, de todas as ações da companhia, inclusive as dos minoritários; e (vii) a demonstração aos novos investidores que os administradores e controladores acreditam no negócio por eles desenvolvido e que por isso estarão impedidos de negociar suas ações por um período preestabelecido.

Assim, afora os casos de usufruto, fideicomisso, alienação fiduciária em garantia e outros tipos de cláusulas ou ônus que gravem as ações, bem como as restrições pessoais à participação na companhia (*e.g.*, em razão da nacionalidade ou profissão), os quais não são objeto de análise neste estudo, há sete tipos mais comuns de restrições nas transferências de ações a terceiros: (i) direito de primeira oferta (*right of first refusal*); (ii) direito de preferência (*preemptive right*); (iii) direito de venda conjunta (*tag along*); (iv) venda conjunta forçada (*drag along*); (v) vedação à negociação (*lock up period*); (vi) opção de venda/compra (*put and call option*); e (vii) aquisição das ações pela própria companhia ou pelos demais acionistas (*buy-sell agreements*).

As restrições nas transferências de ações são, como regra, acordadas entre as partes mediante a celebração de contratos e por isso as modalidades apontadas no parágrafo anterior podem sofrer variações e até mesmo combinações entre elas, conforme a estratégia adotada por empresa, individualmente.

O art. 36 da LSA estabelece que a companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule com minúcia essas limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas. O parágrafo único do artigo em comento ainda dispõe que a limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às

ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de Registro de Ações Nominativas.

Nesse contexto, muito embora haja uma infinidade de formas pelas quais os acionistas poderão restringir a transferência das ações, deve-se atentar para evitar abusos, sob pena de nulidade da disposição.

Ao estudar o assunto, o professor Hodge O'Neal[392] discriminou as principais circunstâncias a serem consideradas no contexto da elaboração das cláusulas restritivas: (i) o tamanho da companhia; (ii) o grau de restrição sobre o poder de alienar; (iii) o período de vigência da restrição; (iv) o método a ser usado na determinação da transferência ou do preço da opção das ações sujeitas a restrição; (v) a probabilidade de que ela contribua para a consecução dos objetivos corporativos; (vi) a possibilidade de que um acionista hostil possa causar danos à companhia; e (vii) a probabilidade de que a restrição será feita no melhor interesse da companhia como um todo.

Com efeito, já se cogitou[393] a aplicação dos deveres fiduciários dos controladores para com os minoritários no tocante ao grau de restrições que são impostas às transferências de ações. Isso diante da circunstância de que a inexistência de mercado para a negociação das ações desses acionistas já constituiria dificuldade tamanha que não poderia ser agravada pelas restrições de venda a terceiros.

Algumas dessas restrições, a depender da forma como são utilizadas, podem constituir mecanismos de proteção aos minoritários, uma vez que possuem o condão de

[392] No original: "Factors which courts have considered in determining whether restrictions are reasonable include the following: the size of the corporation, the degree of restraint on the power to alienate, the length of time the restriction is to remain in effect, 'the method to be used in determining the transfer or option price of shares subject to the restraint, the likelihood of its contributing to the attainment of corporate objectives,' the possibility that a hostile shareholder would seriously injure the corporation,' and the likelihood that the restriction will promote the best interests of the enterprise as a whole" (O'NEAL, F. Hodge. Restrictions on transfer of stock in closely held corporations: planning and drafting. *Harvard Law Review*, v. 65, n. 5, Mar., 1952, p. 778).

[393] "Finalmente, é muito provável que os tribunais em breve sejam confrontados com o escopo do dever fiduciário de acionistas controladores e de gestão diante dos acionistas minoritários no exercício restrições de transferência. O alcance do dever, neste contexto, é totalmente aberto. Se os tribunais seguirem as decisões recentes de negociação com outros poderes corporativos, no entanto, é provável que eles imponham um dever sobre a maioria para o tratamento do acionista minoritário na aplicação das restrições". Tradução livre do original: "Finally, it is very likely that courts will soon be confronted with the scope of the fiduciary duty of controlling shareholders and management toward minority shareholders in exercising transfer restrictions. The scope of the duty in this context is completely open. If courts follow recent decisions dealing with other corporate powers, however, it is likely that they will impose a duty on the majority to treat the minority shareholder fairly when enforcing the restrictions" (RANDS, William. Closely held corporations: restrictions on stock transfers. *Commercial Law Journal*, v. 84, 1979, p. 469).

conferir liquidez às ações desses acionistas. Esse assunto será tratado com mais profundidade no item 3.3.2.2 deste estudo.

De modo geral, as restrições podem ser acordadas no próprio instrumento da compra e venda do controle, no estatuto social, em acordo de acionistas ou em instrumento específico para a restrição a ser estipulada.

Dado que aludidos instrumentos costumam conter cláusulas de confidencialidade – exceto o estatuto –, recomenda-se que as restrições também sejam nele inseridas ou ao menos que dele conste disposição mencionando a existência de um acordo de acionistas, de modo a evitar que eventuais adquirentes das ações possam alegar desconhecimento das restrições pactuadas entre os acionistas. Caso as disposições se repitam no acordo de acionistas e no estatuto social, é importante que o conteúdo em ambos os documentos seja exatamente o mesmo e que as partes se lembrem de aditar um e outro quando desejarem alterar alguma de suas disposições. Essas recomendações são adicionais à determinação legal de que as restrições devem constar do Livro de Registro de Ações Nominativas da companhia.

As restrições poderão se dar sobre parte ou a totalidade das ações da companhia, bem como vincular não apenas as ações existentes no momento da celebração do contrato, mas também aquelas que venham a ser adquiridas ou subscritas pelos acionistas durante o período de restrição. Para que sejam eficazes pelo tempo que os acionistas determinarem, é importante fazer constar cláusula vinculativa das partes e seus herdeiros ou sucessores, a qualquer título, bem como condicionar a transferência das ações à adesão do cessionário aos termos do contrato ou das cláusulas de restrição.

Os acionistas devem ainda ter o cuidado de prever que nenhuma das ações objeto das restrições poderá ser onerada, sob qualquer forma, sem a autorização dos demais acionistas. Caso inexista estipulação que reflita essa obrigação de não fazer, o acionista poderá perder suas ações para eventuais credores em obrigações garantidas por sua participação no capital da empresa ou repassar ações gravadas para outros acionistas que possam adquiri-las.

Outro ponto que costuma gerar impasses diz respeito às métricas utilizadas para avaliar as ações de um acionista que deva transferir suas ações a outros acionistas (*e.g.*, em razão de exercício de opção de compra) ou à própria companhia (*e.g.*, *buy-sell*

agreements). As controvérsias podem ser evitadas mediante a fixação, no contrato, do valor das ações ou ao menos o estabelecimento de fórmula com os critérios de cálculo a serem adotados no momento da venda. Ainda assim, a opção por um ou outro método não pode ser abusiva, devendo ser estipulado valor compatível com o que se vende.

3.3.2.2.1 Direito de Primeira Oferta (*Right Of First Offer*) e Direito de Preferência (*Preemptive Right*)

Por definição, o direito de preferência e o direito de primeira oferta[394] constituem prerrogativas não estipuladas em lei, mas que podem ser estabelecidas contratualmente entre as partes. As principais finalidades dessas ferramentas estão (i) na restrição ao ingresso de terceiros na companhia[395]; (ii) na manutenção ou aumento da proporcionalidade da participação acionária; e (iii) na proteção dos minoritários em caso de transferência de controle[396].

Em breve síntese, o direito de primeira oferta, também conhecido como *right of first offer* na prática norte-americana, é aquele em que um acionista possui a prerrogativa de comprar a participação de outro, antes que este a ofereça a terceiros.

---

[394] De partida é forçoso reconhecer que à preferência à aquisição de bens não deve ser conferido o mesmo tratamento entre relações societárias e não societárias, pois, "Se relação societária existe e se, ademais dela, foi estipulado um direito de preempção de ações, está fora de cogitação o absolutismo da propriedade (vender a quem quiser pelo preço que bem entender)". Isso porque "Trata-se, antes, de proteger e reforçar os laços de comunhão societária, dando-se aplicação ao princípio da fidelidade e da perseguição do interesse comum (*mostra res agitur*), que exclui toda manobra tendente a descartar o direito de preempção reconhecido aos sócios" (COMPARATO, Fábio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: "nova et vetera". *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 36, 65, 1979, p. 73).

[395] "Em toda sociedade, estabelece-se um quadro geral de relações entre os ócios, fundadas na fidelidade e na confiança recíprocas. É a affectio ou bona fides societatis. Esse relacionamento de especial boa fé e de verdadeiro intuitus personae pode existir na sociedade anônima fechada, notadamente a que conta, complementarmente ao estatuto, com acordo particular entre todos os acionistas, regulando o exercício do voto em assembleias gerais, o poder de fiscalização da minoria, a obrigação de prestações acessórias e o direito de preferência recíproco à aquisição de ações." (Ibidem, p. 76.)

[396] O estudo detalhado da instituição do direito de preferência na aquisição de ações pode ser encontrado em: ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Direito de preferência para aquisição de ações*. 2001. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

Ressalte-se que, no direito de preferência, qualquer acionista que receba e deseje aceitar uma proposta firme, irrevogável e irretratável de um terceiro para ceder, transferir, vender, conferir ao capital de outra companhia ou de qualquer outro modo alienar, em parte ou na integralidade, suas ações e/ou títulos conversíveis, deverá, previamente à assinatura de qualquer documento vinculativo, oferecê-los aos demais acionistas da companhia.

Os institutos em questão foram amplamente debatidos no chamado caso Schincariol[397], cujo organograma das empresas envolvidas é exibido a seguir:

Figura 3.1 – Organograma das empresas envolvidas no caso Schincariol.

Em breve síntese, discutiu-se a validade e a eficácia do negócio jurídico de compra e venda das ações de emissão da Aleadri pelo grupo Kirin, sob o fundamento de que, com base no estatuto social da Schincariol, o direito de preferência instituído pelos acionistas da Schincariol no tocante às ações de emissão desta companhia e de titularidade de seus acionistas deveria ser estendido aos acionistas da Aleadri e da Jadangil no momento da alienação das ações de emissão dessas sociedades.

[397] TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani.

O cerne da questão, nos termos do estatuto social da Schincariol, o qual prevê o direito de preferência aos seus acionistas na aquisição das ações de emissão da Schincariol que um deles pretenda alienar – está no questionamento se os acionistas da Aleadri estariam obrigados a oferecer aos sócios da Jadangil (ou à própria Jadangil) as ações que detinham na Aleadri antes de aliená-las a terceiros e, por consequência, se o negócio jurídico de compra e venda celebrado entre a Kirin e os acionistas da Aleadri violou o direito de preferência estabelecido no estatuto social da Schincariol.

Pareceristas de renome convocados a estudar o tema trazem contribuições de suma importância para o presente trabalho, na medida em que abordam as questões ora suscitadas no âmbito de companhias fechadas.

Ao enfrentar os quesitos apresentados pela Jandagil, o professor Modesto Carvalhosa[398] defende que, uma vez previsto no art. 5º do estatuto social da Schincariol os direitos de primeira oferta e de preferência, a referida cláusula criaria justa e razoável expectativa para que a Jandagil possa exercer esses direitos no caso de venda do controle da Schincariol, devendo ser nula a venda que não respeitasse os direitos em tela.

Ao tratar especificamente do direito de primeira oferta, Carvalhosa lembra que a estipulação de cláusula nesse sentido tem como propósito assegurar ao acionista desejoso em aumentar a sua participação, posição mais favorecida do que a terceiros que não integrem os quadros sociais.

O legítimo favorecimento tem como base o fato de que o acionista que exercer referido direito poderá comprar as ações do vendedor, por preço que o vendedor venha a estabelecer, sem que este tenha tido a oportunidade de comparar o preço ofertado com valores que seriam potencialmente oferecidos por terceiros interessados nas mesmas ações.

Com isso se quer dizer que o valor cobrado pelas ações tende a ser inferior àquele que seria ofertado por terceiros, sobretudo se o conjunto de ações implicar a transferência do controle. Isso porque as ações de controle, especialmente quando se fala em sociedades ou grupos com participação de mercado relevante, em rigor são disputadas por vários interessados, uma vez que podem "gerar ganhos e vantagens das mais diversas

[398] Parecer elaborado por Modesto Carvalhosa, para atender a consulta realizada por Jandagil Participações e Representações Ltda., constante dos autos do TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani, p. 2.756-2.801.

ordens; desde a redução de custos e o aproveitamento de sinergias; até o valor estratégico em consequência do ingresso – ou do aumento da participação – em determinado mercado relevante de produtos ou serviços"[399].

Assim é que essa perspectiva de potenciais ganhos impacta no preço oferecido por terceiros, o qual tende a ser superior ao estabelecido por um acionista a outro em caso de exercício do direito de primeira oferta. Carvalhosa vai além em seus estudos e assevera que, caso existam diversos terceiros interessados na aquisição das ações de uma companhia, sendo esses interessados atuantes no mesmo segmento da companhia alvo, a tendência é que o sobrevalor oferecido seja ainda maior. A razão de ser está no fato de que "a realização de um procedimento de concorrência privada entre os diversos interessados [...] pode levar a um aumento ainda maior dos valores objeto de eventuais ofertas de compra"[400].

Tudo isso para dizer que o direito de primeira oferta presta-se não apenas a assegurar aos demais acionistas ciência prévia da intenção de venda das ações, mas também a sua aquisição preferencial, "sem que o preço reflita qualquer sobrevalor oferecido por terceiros, resultante da expectativa de ganhos e vantagens estratégicas decorrentes da compra da participação ofertada"[401].

O autor em comento não se eximiu da análise do direito de preferência, o qual, conforme já se definiu no presente estudo, consiste na obrigação do titular das ações, uma vez que receba proposta de terceiro, oferecê-las ao detentor do direito, o qual terá preferência para adquiri-las pelo mesmo preço e nas mesmas condições. "Tal cláusula instaura, portanto, concurso de interessados, de modo que o titular da preferência somente pode exercer seu direito em situação de igualdade com os terceiros"[402].

É de se ressaltar que no caso do direto de preferência os valores e as condições apresentadas devem ser reais, caso contrário, o titular do direito não estará obrigado a atendê-las. A ressalva tem sua importância, pois, na prática, é comum que se determinem

---

[399] Parecer elaborado por Modesto Carvalhosa, para atender a consulta realizada por Jandagil Participações e Representações Ltda., constante dos autos do TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani, p. 2.779.
[400] Ibidem, loc. cit..
[401] Ibidem, p. 2.780-2.781.
[402] Ibidem, p. 2.789.

condições exorbitantes, de modo a obstaculizar o efetivo exercício do direito de preempção pelos demais acionistas.

Esse, aliás, foi o foco da abordagem do também parecerista o professor Calixto Salomão Filho, cujos trabalhos foram realizados a pedido dos acionistas da Aleadri – Alexandre e Adriano. De partida, o jurista explica que as cláusulas de direito de preferência são comuns nos chamados *acordos de bloqueio* entabulados no âmbito de sociedades limitadas e companhias fechadas, com o propósito de dificultar o ingresso de novos participantes nos quadros sociais. Esclareça-se que isso não significa, contudo, que o direito de preferência deva servir como expediente de proibição da venda de participação societária, "mas apenas e tão-somente para garantir que o detentor do direito, sempre que assim desejar e ao mesmo tempo detiver os meios financeiros necessários, tenha prioridade na aquisição da mesma participação"[403].

O professor Salomão Filho resume seu entendimento sobre o que vem a ser o escopo central do direito de preferência no tocante à obrigatoriedade de atender, em última análise, não apenas aos interesses dos acionistas no controle de quem fará parte dos quadros sociais, mas também aos da própria companhia em si:

> A cláusula de preferência existe para proteger os direitos dos sócios mas se entrelaça diretamente com a proteção do interesse social. Ao escolher a preferências [*sic*] os acionistas optaram claramente pela alternativa de permitir que, quando necessário para o interesse social, as participações pudessem ser vendidas (inclusive o controle). Isso só não será possível caso os demais acionistas demonstrem capacidade financeira idêntica aos demais compradores. Essa capacidade indica o interesse na companhia e em seus projetos e, portanto em última análise a proteção do interesse social. [...] É essa dupla face do direito de preferência, interesse do acionista e interesse da companhia que deve sempre ser respeitada e que deve inspirar a sua interpretação[404].

Nessa perspectiva, o direito em questão apenas será legítimo caso exista real e efetivo interesse do detentor do direito de preferência em adquirir as ações do outro acionista, não podendo, jamais, ser utilizado com o fito de obstaculizar ou impedir a realização de negócios com terceiros, sob pena de configuração do abuso de direito[405].

---

[403] Parecer elaborado por Calixto Salomão Filho, para atender a consulta realizada por Alexandre Schincariol e Adriano Schincariol, constante dos autos do TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani, p. 8.
[404] Ibidem, loc. cit..
[405] "Considera-se que um direito foi abusivamente exercido nos casos em que o fim econômico ou social, a boa-fé objetiva e/ou os bons costumes forem manifestamente desrespeitados (art. 187)" (ibidem, p. 14).

Ressalte-se, a propósito, também ser imperativo que se delimite pormenorizadamente qualquer restrição à circulação das ações, a fim de evitar abusos. Isso porque, conforme enfatiza o parecer de José Alexandre Tavares Guerreiro, também convidado a expor o seu entendimento sobre o caso em questão – em nome de Alexandre Schincariol e Adriano Schincariol –, por se tratar a preferência de exceção à regra da circulação das ações nas sociedades anônimas, deve ser precisa e completa, de modo a não restar nenhuma dúvida ao intérprete[406]. O autor ainda sustenta que o direito de preferência não comporta a proibição do direito de vender as ações, mas apenas o seu condicionamento.

Em complemento ao aludido entendimento, o professor Luiz Leonardo Cantidiano, também convidado a conferir parecer no caso Schincariol, assinala que a qualquer cláusula que restrinja a livre negociação das ações deve ser atribuído o caráter de restritiva de direitos, uma vez que limita a circulação e, nesse ensejo, devem ser vedadas interpretações extensivas ou analógicas, sob pena de violar a lei societária e desatender ao seu sistema[407].

O último e também eminente parecerista atuante no caso objeto de exame neste tópico – o professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães – logo cuida de diferenciar os conceitos das expressões trazidas pelo Direito Anglo-saxão, quais sejam, *first refusal clause* e *first offer clause*, conferindo ao primeiro termo o mesmo sentido do que se tratou até então por direito de preferência e ao último, a noção contida no direito de primeira oferta. Trata-se referidos direitos, na realidade, de duas faces da mesma moeda, os quais criam "a obrigação de um dos contraentes não contratar com terceiro (*non facere*) se, em condições de igualdade, o outro contraente se dispuser a fazê-lo" ou, caso queira contratar, "escolher a contraparte, preferencialmente a qualquer outra pessoa (*facere*) ficando o titular da prelação com plena liberdade de aceitar ou não a celebração do contrato, nos termos em que o obrigado se propôs a realizá-lo"[408].

---

[406] Parecer elaborado por José Alexandre Tavares Guerreiro, para atender a consulta realizada por Alexandre Schincariol e Adriano Schincariol, constante dos autos do TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani, p. 11.

[407] Parecer elaborado por Luiz Leonardo Cantidiano, para atender a consulta constante dos autos do TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani, p. 11.

[408] Parecer elaborado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães, para atender a consulta constante dos autos do TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani, p. 11.

Em quaisquer das versões da preempção, o professor Leães enaltece as características de inalienabilidade pessoal e relativa do bem objeto da preferência; relativa, pois não se exclui a sua negociabilidade, senão em face tão somente do titular da preferência, e pessoal, porque fundamentalmente obrigatória, sem eficácia real que afete a coisa. Possui ainda o direito de preferência natureza personalíssima, em que apenas tem condição de exercê-lo o próprio titular, sendo vedada a sua transmissão por ato *inter vivos* ou *causa mortis* (CC, art. 520).

Nesse contexto, o autor[409] ainda esclarece que a extensão do direito de preferência, previsto no estatuto social de uma sociedade, para as demais que integrem o seu grupo, deve ter menção expressa nesse sentido. As explicações giram em torno das funcionalidades da preferência nas vendas direta e indireta de ações. Nesses termos, sustenta o doutrinador que, na venda direta, "a preferência tem por objetivo impedir o ingresso de pessoas estranhas no quadro social, que possam vir a ter interesses concorrentes ou conflitantes, ou que venham a alterar a estrutura de poder de controle existente na sociedade". Na venda indireta de ações, por sua vez, a estipulação de preferência tem como propósito "agregar uma restrição que excede àquela que, já a título excepcional, admite o art. 36 da lei das anônimas no seio da sociedade, instaurando também um mecanismo de estabilização do controle, mas sem que ocorra qualquer modificação em seu quadro social", com base em acontecimento externo, circunscrito a outra sociedade.

Verificadas as pontuações tecidas pelo conjunto de doutrinadores no caso Schincariol, é preciso transpor a análise do direito de preferência e do direito de primeira oferta para o tema central do presente estudo, ou seja, os direitos em questão limitam os poderes do controlador, a ponto de serem utilizados como mecanismos de proteção das minorias?

O questionamento deve ser balizado sob duas vertentes. A primeira delas cinge-se à análise da preempção que o controlador titulariza no que toca à aquisição de ações dos minoritários.

[409] Parecer elaborado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães, para atender a consulta constante dos autos do TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani, p. 20.

Nesse caso, não há que se falar em vantagem alguma ao minoritário, uma vez que o controlador não tem obrigação de adquirir as ações por aquele ofertadas. Não se discute que a preempção, além de evitar o ingresso de estranhos na companhia, que possam estar providos de interesses antagônicos aos da companhia ou que sejam inconvenientes para o convívio social, é com recorrência utilizada com o propósito de manter o equilíbrio de poder existente na companhia, no entanto, nem sempre as ações dos minoritários constituirão ativo de interesse para os controladores, que terão a opção de comprá-las ou não.

Saliente-se a possibilidade de a preempção ser vista como desvantajosa ao minoritário em função do tempo adicional que suas ações ficarão impedidas de serem vendidas, até que o procedimento completo para o exercício do direito de preferência/direito de primeira oferta previsto no estatuto ou em acordo possa ser completado. Com efeito, terceiros potencialmente interessados na aquisição das ações poderão perder o interesse no negócio ao saber da possibilidade de investir tempo e dinheiro em potencial transação que terá a chance de não se concretizar, apesar de todos os esforços despendidos, em razão da existência de direito de preferência, assumindo o risco, inclusive, de servir apenas como base comparativa de valores para as ações.

Isso significa dizer que o acionista minoritário, que já enfrenta dificuldades próprias do sistema das companhias fechadas para se desfazer de suas ações, poderá encontrar nos direitos aqui discutidos mais um obstáculo para a venda de sua participação, caso o potencial adquirente não tenha interesse em aguardar que o procedimento de primeira oferta/preferência possa ser concluído.

O segundo enfoque a ser observado durante a análise desses direitos refere-se à preferência/primeira oferta que os minoritários têm no tocante à aquisição das ações de controle no momento da venda. Em uma primeira análise, seria possível afirmar que o estabelecimento desses direitos constituiria mecanismo apto à proteção da minoria, pois se prestaria à restrição do ingresso de terceiros na companhia, afastando-se o risco de que o controle passasse para mãos indesejadas pelos acionistas que permanecessem nos quadros sociais.

No entanto, a toda evidência, o referido direito esbarra na recorrente ausência de condições financeiras de aquisição do controle pela minoria. Em termos práticos, ainda

que todos os acionistas que não integrem o controle estejam alinhados e se proponham a reunir recursos para adquirir as ações de controle, dificilmente chegarão ao valor pretendido pelo controlador, de sorte que o estabelecimento desses direitos funciona de modo mais efetivo na situação inversa prevista há pouco. Em outras palavras, quando a minoria pretenda se desfazer de suas ações, o acionista controlador não deixa ao seu alvedrio o ingresso de novos minoritários que lhe sejam desconhecidos e, por isso, não prescinde do estabelecimento desses direitos em acordo ou no estatuto.

3.3.2.2.2 Direito de Venda Conjunta (*Tag Along Right*)

O direito de venda conjunta, também denominado *tag along right*, constitui disposição contratual que pode ser inserida no estatuto social, ou mais propriamente em acordos de acionistas, com o propósito de estipular que, na hipótese de alienação do controle da companhia, o minoritário também terá o direito[410] de alienar a sua participação, em geral pelo mesmo preço e nas mesmas condições que foram ofertadas pelo terceiro adquirente ao acionista controlador[411].

Em sendo disposição contratual, o teor da cláusula comporta uma série de variações. O direito pode ser oferecido sob certas circunstâncias ou apenas se o controle

[410] Apesar de difundido o uso do *drag along* em operações de alienação de controle, esse instituto será abordado *en passant* neste estudo, por se tratar de ferramenta que não interessa à proteção dos minoritários, mas, ao contrário, visa atender aos interesses do controlador, o qual poderá obrigar os minoritários a venderem sua participação na mesma operação em que as ações de controle forem transferidas a um terceiro. A existência desse mecanismo pode ampliar o rol de interessados no controle da companhia, em razão de se tratar de dispositivo fundamental para aqueles que não desejem conviver com os minoritários vindos da estrutura original de controle da companhia.

[411] "Em primeiro lugar, pode-se dizer que a construção de uma sólida experiência em matéria de acordos de acionistas, com crescente diversificação, demonstra a necessidade ou a conveniência de complementar as disposições estruturais da lei, em campos nos quais a liberdade contratual pode efetivamente se exercer. Assim, por exemplo, a minudente disciplina de hipóteses para-legais de *tag along*, ou até mesmo a extensão de mecanismos análogos, evidenciam o aproveitamento de espaços de autonomia privada para inovar na engenharia societária" (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, p. 27).

vier a ser adquirido por terceiro específico. Ademais, em vez de assegurar ao minoritário o mesmo preço e as mesmas condições, a cláusula pode estabelecer critérios diferentes de percentuais para a extensão dos efeitos do negocio de alienação de controle ao minoritário.

A sociedade anônima fechada, pela sua própria essência, subjuga-se ao sistema de controle concentrado[412], havendo um controlador ou um grupo de controladores definido. Ressalte-se que, no entanto, esse tipo societário não está sujeito às regras do art. 254-A da lei societária, o que significa dizer que a transferência de controle não ensejará o lançamento automático de oferta para aquisição das ações dos demais acionistas, exceto se houver previsão expressa nesse sentido em acordo de acionistas ou no estatuto social da companhia.

Conforme se verificou ao longo do presente estudo[413], a transferência de controle é eficiente quando conduz a um aumento do valor da companhia ou de sua capacidade de gerar riqueza, com a consequente melhoria da posição do conjunto de acionistas e da própria companhia.

Observou-se ainda que se a decisão de compra e venda de controle for pautada apenas pelo critério econômico, a sua transferência somente ocorrerá se as ações tiverem para o adquirente maior valor do que tinham para o vendedor. As duas principais razões para o comprador atribuir mais valor às ações do que o vendedor são: (i) competência empresarial; e (ii) capacidade de extração de benefícios privados pelo controlador.

Nesse esteio, também se pontuou a existência de dois principais modelos que disciplinam a transferência de controle no sistema concentrado: (i) modelo de mercado, no qual o controlador é livre para alienar o controle, angariando todo o prêmio para si; e (ii) modelo do tratamento igualitário, pelo qual se assegura aos minoritários o direito de vender suas ações juntamente com o controlador, sob as mesmas condições. Esse modelo igualitário ainda se classifica como (i) total, quando a obrigação se estende à totalidade de ações da companhia; e (ii) parcial, nos casos em que o adquirente do controle fica obrigado a adquirir ações dos demais acionistas na proporção que tiver adquirido do controlador. Ainda, referido modelo poderá ser (i) absoluto, se a oferta pelas ações dos minoritários for

[412] O que não significa dizer que haja qualquer impedimento para que possua capital disperso ou pulverizado.
[413] A esse respeito, vide o Capítulo 2, o qual tem como base os estudos realizados pelo professor Eduardo Secchi Munhoz a respeito das exigências e ineficiências relativas a operações de transferência de controle.

pautada nas mesmas condições convencionadas para a aquisição das ações de controle; e (ii) relativo, se essa oferta não se pautar nessas mesmas condições.

Com efeito, os acionistas de companhias fechadas possuem ampla liberdade para estabelecer o regramento que lhes parecer mais adequado no que tange à transferência de suas ações, sobretudo das ações de controle.

Desse jaez, caso os acionistas optem por estabelecer o modelo de mercado, em que todas as ações poderão ser vendidas livremente, sem que os não controladores possam interferir de alguma forma na transação, deve-se ter em mente que serão permitidas todas as transferências eficientes, mas não será impedida a realização das ineficientes.

Saliente-se, todavia, que podem os acionistas optar por estabelecer em acordo ou no estatuto o direito de venda conjunta (*tag along right*), o que, neste estudo, será chamado de tratamento igualitário, nos termos da classificação proposta há pouco, neste item.

De acordo com esse modelo, considerando-se sua vertente total e absoluta, as transferências ineficientes poderão ser inibidas, uma vez que, com a possibilidade de os minoritários venderem em conjunto com o controlador a sua participação, impede-se que as transferências sejam pautadas apenas pela maior capacidade de o novo controlador extrair benefícios particulares. Dito de outro modo, dado que não remanescerão minoritários na companhia, não haverá espaço para que o novo controlador possa extrair benefícios privados à custa desses acionistas.

É preciso ter em conta, todavia, que esse mesmo mecanismo também pode inibir as transferências eficientes, sobretudo pela necessidade de aquisição das ações dos nãos controladores, e, com isso, elevar de modo expressivo os custos para o adquirente do controle. Isso também se verifica na hipótese de o controlador original ser dotado de relevante capacidade de extração de benefícios privados, situação essa que exigirá do novo controlador o pagamento de um sobrevalor pelas suas ações, de sorte a remunerar essa condição do controlador original. Para que a transferência se efetive, portanto, o novo controlador deve ter capacidade empresarial significativamente maior que o anterior para compensar o que pagaria pela capacidade de extração, o que deixará de existir. Se sua capacidade empresarial não for suficiente para justificar esse pagamento, a operação, mesmo que eficiente, deixará de ocorrer, em razão do tratamento igualitário.

De outro modo, mas ainda de acordo com o modelo igualitário, caso se considere o seu vetor parcial e relativo, será possível afirmar que o modelo não é capaz de impedir todas as transferências ineficientes, pois se o novo controlador tiver menor competência empresarial e maior capacidade de extração de benefícios, poderá concretizar a operação, desde que seja elevado o número de acionistas que não tenham o direito de vender conjuntamente suas ações. Ainda, se o preço pago pelas ações dos minoritários for menor do que aquele designado para as ações de controle, o novo controlador terá mais incentivos para fazer a transação, dado que a operação sairá a um custo menor.

A análise das eficiências e ineficiências na transferência do controle demonstrou ser o modelo de mercado superior ao modelo igualitário, pois, embora não iniba as transações ineficientes – as quais seriam barradas pelas próprias regras que balizam o comportamento dos controladores –, permite a realização de todas as transações eficientes. O modelo apontado é, assim, marcadamente superior em um ambiente de baixa capacidade de extração de benefícios privados.

Saliente-se que, de acordo com a realidade brasileira, sobretudo no que diz respeito às companhias fechadas, a lei e seu *enforcement* não estão aptos a coibir a extração de benefícios pelo controlador, do que resulta ser o modelo igualitário o melhor, pois é capaz de impedir as transferências ineficientes que prejudicam os minoritários. Nesse modelo, desponta o do tratamento igualitário total e relativo, com limitação do valor de venda das ações de controle, nos termos discutidos no item 2.1 – Eficiências e ineficiências das transferências de controle no contexto no sistema de controle concentrado das companhias fechadas. Conclui-se, com isso, que o modelo do tratamento igualitário é marcadamente superior em um ambiente de elevada capacidade de extração de benefícios privados.

Caberá aos acionistas mais prudentes de companhias fechadas, no momento do ingresso na companhia, estabelecer regramento que contemple a possibilidade de venda conjunta de suas ações com as ações de controle, devendo ser observadas as condições similares às que forem oferecidas ao controlador, de modo que se possa alcançar o máximo de eficiência na transação, tendo em conta a realidade na qual se inserem essas companhias no cenário brasileiro.

3.3.2.2.3 Opção de Venda/Compra (*Put and Call Option*)

Em operações de M&A é comum que nem todas as ações da companhia alvo sejam adquiridas pelo comprador. Isso em rigor acontece para que determinados acionistas estratégicos e fundamentais ao desenvolvimento do negócio permaneçam na companhia mesmo após a venda.

Nessas situações o que se tem observado é o emprego cada vez maior de disposições contratuais relativas a opções de venda e/ou compra[414] no intuito de disciplinar a possibilidade de futura aquisição pelo comprador, ou venda, pelo alienante, da participação remanescente do capital.

A opção de compra, cujo termo deriva da expressão americana *call option*, confere ao seu titular a opção, mas não a obrigação, de comprar determinada quantidade de ações. A opção de venda, por sua vez, resulta da tradução de *put option* e atribui ao seu titular a opção, mas não o dever, de vender as ações de sua propriedade. Em ambos os casos a opção é apenas do titular do direito, uma vez que a outra parte, uma vez exercida a opção por esse titular, fica obrigada a comprar ou vender as ações objeto da opção.

As condições da outorga de opção poderão ser livremente pactuadas entre as partes. As disposições mais comuns desse tipo de negócio são relativas: (i) à quantidade de ações; (ii) preço; (iii) prazo de exercício; (iv) direito de preferência; e (v) momento da celebração.

No que tange à disposição sobre a quantidade de ações, as partes poderão estabelecer que estão incluídas no negócio apenas parte ou a totalidade das ações de determinado acionista na data de assinatura do contrato de opção. A disposição poderá ser ainda mais abrangente, ao determinar que serão incluídas no negócio não apenas as ações

[414] Conforme Kraakman, "segue-se que acionistas minoritários em companhias fechadas são tipicamente limitados a um tipo de opção de venda: eles podem exercer o direito via contrato ou por equidade de vender suas ações para os controladores ou podem optar por continuar como acionistas". Tradução livre do original: "it follows that minority shareholders in closely held corporations are typically limited to a kind of put option: they can exercise a contractual or equitable right to sell their shares back to the controller, or they can opt to continue as shareholders" (KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach, p. 124).

que forem detidas pelo titular no momento da celebração do contrato, mas também aquelas que durante a sua vigência venham a ser titularizadas pelos acionistas, a qualquer título, e por qualquer razão ou forma – *e.g.*, em decorrência de subscrição, aquisição, desdobramento, bonificação, incorporação (inclusive de ações) –, fusão, cisão ou outro tipo de reorganização societária, direito de preferência e/ou de prioridade de subscrição de ações, títulos ou valores mobiliários, em especial opções, debêntures e bônus de subscrição, conversíveis em ações ou que deem direito à sua subscrição ou compra etc.

As partes também podem estabelecer um valor fixo para evitar qualquer dúvida ou impasse no momento de realização dos cálculos ou estabelecer métricas de avaliação das ações no momento da venda, tendo em conta a valorização futura da ação – *e.g.*, o preço de aquisição deverá ser o equivalente ao valor, por ação, proporcional a "x" vezes o EBITDA[415] da companhia, apurado nos "y" meses imediatamente anteriores ao exercício da opção. Outra solução comum relaciona-se ao estabelecimento de disposição em que uma futura avaliação das ações seja feita no momento do exercício da opção por empresas especializadas – opção cujos custos embutidos certamente serão maiores do que nas demais alternativas, no entanto, aumentarão as chances de que o acionista venda ou compre as ações por um valor mais justo.

Em rigor é fixado um prazo determinado para o exercício da opção, especialmente quando se tem a ideia de manter acionistas estratégicos por mais um tempo nos quadros sociais após a alienação da maioria das ações. Poderá também se estabelecer que o titular da opção exerça a qualquer tempo o seu direito; nesse caso, a outra parte deverá estar preparada para cumprir com a sua obrigação. Outra possibilidade é encontrar o exercício da opção atrelado a uma condição, ao cumprimento de uma meta ou ao acontecimento de algum ato ou fato e, nesses casos, o prazo será determinado conforme o evento se cumpra.

A propósito do direito de preferência, nos termos do § 3º do art. 171 da LSA, os acionistas não gozarão desse direito na outorga ou na subscrição de ações por ocasião do exercício das opções outorgadas.

[415] EBITDA é a sigla de *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

Por fim, ressalte-se a disposição sobre o momento da celebração, *i.e.*, as opções podem ser acordadas no próprio instrumento da compra e venda do controle ou em instrumento separado, como um contrato de opção ou no próprio acordo de acionistas. Dado que o contrato de venda e compra do controle poderá ser submetido às autoridades de defesa da concorrência e, eventualmente, divulgado ao mercado, o mais prudente é que disposições dessa natureza sejam apostas em documento próprio ou em acordo de acionistas.

Os contratos de opção em geral estão atrelados à manutenção de determinadas pessoas-chave na companhia, *i.e.*, se relacionam ao seu titular e não à ação propriamente dita, por isso, para que sejam eficazes, devem prever cláusulas que restrinjam a transferência das ações-objeto a terceiros.

Caberá, portanto, aos acionistas estabelecer que qualquer cessão, transferência, oneração ou alienação do seu direito de propriedade ou qualquer outro direito inerente às ações-objeto a quaisquer terceiros, ou, ainda, qualquer negociação ou transação envolvendo essas ações, somente poderão ser efetuadas com a prévia e expressa autorização do outorgado da opção. É de se ressaltar que, em determinadas hipóteses, admite-se a transferência das ações-objeto para empresa controlada pelo seu titular; nesse caso, o cessionário deverá aderir ao contrato de opção. Em qualquer hipótese, veda-se a transferência se na pessoa jurídica houver participação acionária, direta ou indireta, de pessoas físicas ou jurídicas que concorram com a companhia (*e.g.*, que vise ao mesmo mercado com serviços ou produtos idênticos ou similares ou ainda que de qualquer forma possam prejudicar as relações da companhia com seus clientes e fornecedores).

Vale lembrar que, a depender do modo como as partes pactuarem o direito de opção, esse direito poderá jamais ser utilizado em benefício do minoritário. Isso porque é cediço que o controle carrega consigo um sobrevalor que costuma ser elevado e, em grande parte dos casos, não será possível encontrar entre as minorias um acionista que disponha de recursos para pagar pelas ações do controlador. Daí que mesmo havendo restrições estatutárias ou contratuais, a proteção aos minoritários poderá encontrar pouco apoio.

É possível, no entanto, que se estabeleça uma opção de venda para os minoritários, tendo como fator desencadeador do direito a transferência do controle. Nesse caso, o controlador ficaria obrigado a comprar as ações dos acionistas que exercessem esse

direito. Em rigor, o estabelecimento da opção apenas teria eficácia se estivesse acompanhado de disposição que obrigasse o controlador a informar, com antecedência, sobre a venda do controle, bem como quem deveria assumir o comando da companhia, de modo que o detentor da opção tivesse condições de analisar a conveniência e a oportunidade do seu exercício.

A toda evidência, a principal questão que suscitaria controvérsias na estipulação desse mecanismo seria aquela relacionada ao valor que os acionistas que exercessem a opção receberiam por suas ações. Dado que a opção seria exercida em momento imediatamente anterior ao da transferência do controle, poderiam os minoritários que o fizessem pleitear ao controlador valor que coincidisse ou ao menos que se aproximasse do valor atribuído às ações de controle, sobretudo pelo fato de que o controlador certamente venderá essas ações juntamente com as suas ao potencial adquirente.

Nesse passo, não se pode olvidar que os maiores problemas podem ser enfrentados pelos minoritários apenas após a efetiva transferência do controle, quando efetivamente o novo controlador já estiver à frente do comando da companhia. Em razão disso, de nada valerá o contrato de opção celebrado com o antigo controlador, restando a esses acionistas a celebração de novo contrato de opção com o novo controlador. Esse novo contrato terá outros elementos, diferentes daqueles da transferência do controle, como fatores desencadeadores da opção de venda de suas ações ou de compra das ações do controlador, de modo a conferir certa liquidez às suas ações, notadamente se tiverem indícios de que poderão ter problemas com a nova figura detentora do controle.

3.3.2.2.4 Aquisição das Ações pela Própria Companhia (*Buy-Sell Agreements*)

Para afastar a possibilidade de ingresso de terceiros estranhos nos quadros sociais, como, *e.g.*, herdeiros, sucessores, credores, cônjuges, ex-cônjuges ou conviventes, os quais podem não ser confiáveis ou não estar aptos a assumir o papel do falecido ou

incapaz, os acionistas costumam inserir cláusula no estatuto social ou em acordo de acionistas, estabelecendo que, em caso de falecimento ou incapacidade de um acionista, suas ações deverão ser adquiridas compulsoriamente para manutenção em tesouraria ou deverá ser reduzido o capital social se a companhia não tiver condições de comprá-las. Outra opção usual é dispor que os demais acionistas, em igualdade de valores e condições, poderão exercer o direito de preferência na aquisição das ações do acionista falecido ou incapaz. Trata-se de uma típica cláusula de *buy-sell agreement*, mais conhecida como *survivor purchase agreement*[416].

As cláusulas dessa natureza são essenciais nos contratos em que haja direito de preferência e/ou direito de primeira oferta e/ou venda conjunta, pois referidas restrições não englobam as situações de morte ou incapacidade e poderiam deixar espaço para que os sucessores do falecido ou incapaz ingressassem na companhia em seu lugar.

A *survivor purchase agreement* ainda se presta à proteção dos minoritários, uma vez inserida no estatuto da companhia ou em acordos de acionistas, mediante a vinculação da obrigatoriedade de compra das ações do minoritário pelos demais acionistas ou pela própria companhia mediante a ocorrência de determinadas situações.

Embora seja muito semelhante a um direito de opção de compra ou venda de participação societária ou mesmo aos direitos de preferência ou de primeira oferta, trata-se, na realidade, de um mecanismo que impõe mais força do que os referidos institutos, dado que, diante de certas situações estabelecidas expressamente em contrato, o acionista é obrigado a vender, e a companhia e/ou os demais acionistas são obrigados a comprar a participação societária de certo membro da companhia.

O uso desse expediente por acionistas de companhias fechadas faz que as ações dos acionistas em questão passem a se revestir de certa liquidez, suprindo, ainda que apenas para certas hipóteses, a ausência de mercado e a dificuldade de encontrar terceiros interessados na sua aquisição quando decidir não mais permanecer nos quadros sociais.

É imperioso que se faça um recorte, no entanto, no que diz respeito à aquisição de ações pela própria companhia, uma vez que o instituto se socorre de regras próprias

[416] Sobre o assunto, vide: RANDS, William. Closely held corporations: restrictions on stock transfers. *Commercial Law Journal*, v. 84, p. 461-469.

previstas na lei societária brasileira, as quais atuam como limitadoras da autonomia privada dos particulares ao estipular regras nos acordos e estatutos.

Nessa perspectiva, caso as partes estabeleçam a obrigatoriedade da companhia em adquirir as ações de sua emissão, de propriedade dos minoritários, na situação de transferência do controle, deve-se verificar se a hipótese se coaduna com algum dos casos em que a LSA permite que a companhia adquira as próprias ações.

No sistema jurídico brasileiro, as sociedades anônimas estão, como regra, proibidas de negociar com as próprias ações, podendo fazê-lo, contudo, nos casos excepcionalmente entabulados no art. 30, § 1º, da LSA. De acordo com o dispositivo em tela, somente nas operações de reembolso, resgate e aquisição das ações para permanência em tesouraria ou cancelamento é que se admite a aquisição das ações de emissão da companhia por ela mesma.

A cláusula que estabeleça a obrigatoriedade de compra das próprias ações pela companhia emissora, tão propalada no Direito Norte-americano, visa estabelecer um direito de recesso contratual, não previsto em lei[417].

O pagamento de reembolso encontra-se regulado no art. 45 da LSA e constitui medida de caráter excepcional, quando houver discordância do acionista sobre determinada deliberação aprovada em assembleia geral. "Nosso ordenamento jurídico não reconhece a figura do recesso contratual, não podendo a companhia ser obrigada a efetuar o reembolso de suas ações em situações não previstas em lei"[418].

Ainda que assim não fosse, dado que as operações de transferência de controle de companhias fechadas não devem passar por deliberação em assembleia, o tipo jurídico não se aplicaria, de qualquer maneira, a essa hipótese.

Poder-se-ia cogitar então o resgate de ações, que tem como conceito a extinção da ação mediante o pagamento de seu valor pela companhia. De partida, é notável que todas as espécies e classes de ações podem ser objeto de resgate, no entanto, seu conceito

---

[417] CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas.* São Paulo: Saraiva, 2011. p. 177-178.

[418] EIZIRIK, Nelson. Acordo de acionistas. Invalidade de cláusula que impõe obrigação à companhia. Prevalência do interesse social sobre os termos do acordo de acionistas. Invalidade de contrato acessório que obriga a companhia a adquirir as próprias ações. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 17.

está intimamente relacionado às ações preferenciais, pois, ao direito de a companhia extingui-las, correspondem determinadas prerrogativas atribuídas aos acionistas preferencialistas.

A lógica subjacente à emissão de ações preferenciais resgatáveis está na possibilidade de a companhia eliminar determinada classe de ações dotada de condições privilegiadas tais, que se tornam indesejáveis ou até prejudiciais ao bom desenvolvimento de suas finanças.

Em outros termos, é natural que na consecução das atividades sociais as companhias necessitem se capitalizar. Para tanto, caso não optem pela contratação de empréstimos com instituições financeiras, poderão emitir novas ações com a finalidade de promover a captação de recursos diretamente com seus investidores.

Nessa situação, é imperativo que sejam outorgadas determinadas vantagens para que a companhia possa efetivamente atrair referidos novos investidores.

Entretanto, em momento posterior, é possível que a companhia tenha se restabelecido de tal modo que a existência de ações com privilégios em demasia passe a constituir não mais uma situação vantajosa, mas sim, indesejada. Nesse caso, a companhia poderá se valer do resgate das ações em questão, desde que haja prévia estipulação no estatuto social.

Muito embora não haja óbices para que a condição de resgate seja a transferência do controle da companhia, entende-se, neste estudo, não ser próprio o uso do instituto para fins de proteção do minoritário de companhia fechada. Isso porque a existência de disposição com esse teor no estatuto social poderá desestimular transferências eficientes de controle, sobretudo pelo fato de que o pagamento do preço de resgate deverá ser feito à conta de lucros ou reservas da própria companhia.

Faz-se mister ainda salientar que em face do caráter compulsório de aquisição das próprias ações pela companhia é que o resgate, como regra, deve abranger a totalidade das ações de uma mesma espécie ou classe, ou, caso assim não seja, deve haver sorteio, conforme versa o § 4º do art. 44 da LSA.

Em razão do exposto, não há que se falar no uso desse expediente para proteger as minorias em caso de transferência de controle, pois, em uma mesma classe, pode haver

acionistas que não pretendam deixar os quadros sociais em decorrência da mudança no seu comando.

O argumento em questão ainda é reforçado pelo fato de que o resgate

> [...] representa uma transmissão forçada, irrecorrível e definitiva da propriedade das ações do acionista para o domínio da própria companhia, que, em seguida, as extinguirá. Trata-se, portanto, de compra compulsória decidida pela sociedade, de suas próprias ações, para retirá-las de circulação[419].

Isso significa dizer que no resgate ocorre não a aquisição de ações pela própria companhia, mas sim, sua extinção, dado ser este o seu fim necessário. Em sendo assim, todos os acionistas de determinada classe estariam sujeitos ao cancelamento compulsório de suas ações, sem que houvesse nenhuma possibilidade de objeção, dado ser o resgate negócio jurídico unilateral, em que há apenas a manifestação de uma das partes, qual seja, a companhia.

Insta salientar, ainda, que o resgate não se confunde com a operação de compra de ações pela própria companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, uma vez que, no caso do resgate, não há que se falar sequer em aquisição das ações pela companhia, mas sim, na sua extinção. Ademais, o resgate consiste em ato unilateral da companhia; já na aquisição das ações para tesouraria ou cancelamento, pressupõe a concordância da companhia e do acionista que titularizar as ações objeto da transação.

A modalidade de aquisição das ações pela companhia para cancelamento ou manutenção em tesouraria, para posterior revenda pela companhia, também é aventada no art. 30, § 1º, alínea *b*, da LSA, como hipótese em que a companhia está autorizada a negociar com as próprias ações.

Essa hipótese, no entanto, não se presta à proteção do minoritário em caso de transferência de controle, dado que a aquisição é admitida à conta de saldo de lucros ou reservas, *i.e.*, mediante a utilização de recursos próprios da companhia, integrantes de seu patrimônio líquido.

Poderia se cogitar que houvesse acordo entre o controlador e a minoria para que a companhia adquirisse as ações desta última antes da transferência do controle, no

---

[419] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.* São Paulo: Saraiva, 1977. v. 1, p. 225.

entanto, na prática, isso dificilmente ocorreria, pois, com a redução do saldo das contas utilizadas para o pagamento da aquisição das ações, certamente o valor acordado para a compra das ações do controlador por um terceiro sofreria redução.

Não obstante o exposto, seria muito mais interessante, do ponto de visa do controlador, que ele próprio adquirisse as ações dos minoritários, a preço módico, e vendesse juntamente com as suas ao terceiro ofertante. Com isso, atenderia aos anseios de venda da participação do minoritário e, ainda, teria um lucro maior com a venda de suas ações.

Essa medida poderia, inclusive, incentivar a prática de comportamento oportunista pelo controlador, mediante a compra direta das ações dos minoritários, em detrimento de que a companhia pudesse fazê-lo, mediante o pagamento de preço superior pelas ações da minoria.

3.3.2.2.5 Vedação à Negociação (*Lock up Period*)

Para conferir mais segurança a potenciais investidores e, consequentemente, mais credibilidade às atividades desenvolvidas pela companhia, tem sido comum a celebração de contratos de restrição à negociação de ações no âmbito das companhias fechadas. Essa restrição também é utilizada com recorrência como um esforço para manter a estabilidade durante as etapas de formação de um negócio. Esses contratos, muitas vezes, sujeitam as partes a condições ainda mais restritivas do que aquelas estabelecidas na regulamentação das companhias abertas, mediante regras impeditivas de negociação de ações, direitos de subscrição de ações e transferência de qualquer título de sua propriedade a terceiros, durante um período predeterminado.

Por força do próprio conteúdo da regra, em geral seus vetores estão apontados precipuamente para os controladores, na condição de acionistas capazes de ditar os rumos sociais.

Com efeito, esse mecanismo serve à importante função de proteger a minoria por intermédio da manutenção, por certo tempo, da figura do controlador nos quadros da companhia. Um dos principais fatores considerados pela minoria para investir em uma companhia fechada está relacionado à pessoa do controlador, tendo em vista a sua experiência, credibilidade, reputação e trato para com os demais acionistas da companhia.

Nesse ensejo, o minoritário que puder contar com a segurança de que o controlador, no qual depositou sua confiança, permaneça no comando da companhia, estará mais bem amparado e poderá ter mais incentivos para aumentar sua participação na companhia.

O *lock up period*, por sua vez, pode ser visto como um mecanismo demasiadamente maléfico aos minoritários se destinado a proibir o não controlador de vender suas ações por determinado período. Muito embora esta constitua hipótese mais rara, se concebido na prática, o *lock up period* poderá prejudicar ainda mais a ausência de liquidez das ações desses acionistas, os quais não poderão se desfazer de sua participação, ainda que estejam descontentes com a condução dos negócios sociais.

É importante ressaltar que muito embora a circulabilidade das ações possa ser restringida, ela não pode ser excluída. Esse é o entendimento que se extrai das lições de Tulio Ascarelli ao estudar o Direito Italiano, conforme colacionado a seguir:

> L'art. 2.355 è all'uopo chiarissimo; permette di limitare ma non permette di escludere la trasferibilità (e seppure, abbiamo notato, ai soli fini della legislazione) che così viene sancita (mi sembra) quale elemento tipico inderogabile e irrinunciabile della società per azioni [...]. La trasferibilità (ed anche ai fini dell'acquisto della legitimazione nei confronti della società) della partecipazione sociale (perció limitabile, ma non escludibile) costituisce una caratteristica tipica della società per azioni[420].

Transposta a mencionada lição para o Direito Brasileiro, é possível asseverar que muito embora se permitam as cláusulas de *lock up*, para que sejam legítimas, devem ter prazo determinado para seu fim. Em outras palavras, as restrições devem ser todas

[420] Tradução livre: "O art. 2.355 é, portanto, cristalino: permite limitar, mas não permite excluir a transferibilidade – e, como se nota, apenas para os fins da lei – que assim venha sancionada (conforme entendo) como um elemento típico, irrenunciável e inderrogável das sociedades por ações [...]. A transferibilidade (também para os fins de obtenção de legitimação no âmbito da sociedade) da participação social (portanto, passível de limitação, mas não de exclusão) constitui característica típica da sociedade por ações" (ASCARELLI, Tullio. Limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie. In: _____. *Saggi di diritto commerciale*. Milano: Giuffrè, 1955. p. 392-393).

temporais, "de forma nenhuma, entretanto, no regime jurídico das sociedades anônimas se compadece com limitações à respectiva circulação que impliquem, a final, impedimento definitivo à circulação"[421]. É permitido, portanto, "estabelecer toda modalidade de limitação à circulação de ações, seja no estatuto de companhia fechada, seja por meio de acordo de acionistas. Mas, em caso algum, a limitação poderá resultar em vedação perene à circulação"[422].

Deve-se, portanto, esmiuçar as condições limitativas da circulação de ações, explicitando-se de modo adequado o alcance das restrições, as quais devem necessariamente preservar a negociabilidade das ações, bem como o direito de dispor, inerente à noção de propriedade; do contrário, violar-se-ia não apenas o art. 36 da LSA, mas também o preceito constitucional que estabelece o direito de não permanecer associado contra a própria vontade[423].

3.3.2.3 Exclusão do Acionista Controlador

Para a abordagem do presente mecanismo faz-se imprescindível uma breve retomada do que já foi discorrido no item 2.5.3 – As especificidades das companhias fechadas que fundamentam proteções especiais aos acionistas minoritários – a respeito da figura das sociedades anônimas personalistas ou sociedades *circunstancialmente anônimas*.

Conforme observado, a classificação estanque da sociedade anônima como entidade animada tão somente pelo seu caráter capitalista afigura-se um tanto quanto inadequada, em face da dinâmica e da complexidade das relações negociais atuais. Isso

[421] Parecer elaborado por José Alexandre Tavares Guerreiro, para atender a consulta realizada por Alexandre Schincariol e Adriano Schincariol constante dos autos do TJSP – AgIn 0217635-30.2011.8.26.0000 – j. 11.10.2011 – Rel. Ênio Santarelli Zuliani, p. 10.
[422] Ibidem, loc. cit..
[423] CF, art. 5º, inciso XX.

significa que nas companhias fechadas em que pode haver relações de cunho eminentemente contratual, devem preponderar os atributos da confiança, harmonia, fidelidade e respeito mútuo entre seus acionistas, de tal sorte que o afastamento de qualquer acionista da base que sustenta essa estrutura, mediante a busca de extração de benefícios particulares, capazes de romper com esses valores, deve ser ato contínuo remediado.

Para tanto, os demais acionistas devem estar munidos de mecanismos capazes de garantir a permanência da ordem social ou de ferramentas que permitam àqueles que perderem o interesse em permanecer nos quadros sociais, de se desfazer de sua participação ou, até mesmo, que possuam a aptidão de afastar dos quadros sociais o acionista indesejado por não cumprir com seus deveres.

No tocante a este último ponto, é preciso pôr em causa que a exclusão de um acionista, independentemente da forma como se aperfeiçoe, apenas é legitimada pelo comportamento capaz de prejudicar o prosseguimento da relação societária, do contrário, outras medidas menos gravosas devem tomar lugar. A esse propósito, Erasmo Valladão Azevedo Novaes e França e Marcelo Vieira von Adamek[424] atestaram que a exclusão

> [...] configura medida de direito estrito e de caráter excepcional que, a par de sujeitar-se aos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade [...], só se legitima [...] como *ultima ratio* (cedendo espaço a outras medidas capazes de eliminar o problema verificado no seio social.

No contexto das transferências de controle, dado que os minoritários não possuem nenhuma ingerência acerca da realização da operação, bem como sobre suas condições, e, mais ainda, para as mãos de quem o controle será repassado, é certo que existe a possibilidade de a conduta do novo controlador se pautar por diversos desvios – *e.g.*, utilização dos principais ativos da companhia como moeda de pagamento de dívidas contraídas em decorrência de outros negócios ou sua oneração, tentativa de extinguir a companhia ou de inseri-la em grupo com patrimônio deficitário etc..

As diversas possibilidades de que os desvios mencionados ocorram, associadas à particularidade de iliquidez das ações de companhias fechadas, bem como de exercício

[424] ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "fim social". In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo* – I (obra coletiva). São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 156-159.

limitado do direito de retirada, conduz à necessária análise de mecanismo que permita afastar dos quadros sociais aquele acionista que pratique atos inviabilizadores da consecução social, ainda que esse acionista seja o controlador.

A esse mecanismo a professora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca[425] denomina dissolução parcial inversa. É expressão máxima da dissolução parcial a possibilidade de que o acionista que tenha direito ao pleito da dissolução total possa se retirar da companhia, sem que, para tanto, o organismo social necessite ser desfeito. A dissolução parcial inversa, por sua vez, consiste na transposição do instituto "para possibilitar também àqueles que tivessem o direito de pleitear a dissolução total da sociedade, não a sua retirada, mas o afastamento dos responsáveis pelo dissenso ensejador daquele decreto de dissociação total". Ou seja, inverte-se a ordem das coisas: se na dissolução parcial tradicional, por assim dizer, o interesse era promover a saída daquele que perdesse o interesse em se manter nos quadros sociais, na dissolução parcial inversa, o que se quer é afastar o acionista indesejado dos quadros sociais, sendo mantidos aqueles que estavam originariamente descontentes em permanecer na companhia. Em quaisquer dos casos, entretanto, o que se tem por objetivo, afinal, é preservar a empresa, de sorte que a acomodar os interesses dos que desejem permanecer na companhia com aqueles que buscam se afastar dos quadros sociais ou que devam ser afastados para que os demais possam permanecer.

Com isso se quer dizer que a dissolução parcial e a exclusão constituem fenomenologias completamente distintas, uma vez que, no primeiro caso, o sócio dissidente busca sua retirada da sociedade com base na comprovação da quebra da *affectio societatis*, já no segundo, o que se pretende é excluir o sócio que deu causa a falta grave.

A exclusão dos sócios por falta grave é prevista apenas no Código Civil. O art. 1.030 encontra-se localizado no capítulo reservado às sociedades simples e prevê a exclusão judicial, ao passo que o art. 1.085 está inserido no contexto das sociedades limitadas e regula a exclusão extrajudicial. Em ambas as modalidades, contudo, deve estar presente o elemento que legitima a expulsão – falta grave no cumprimento dos deveres sociais. Nesses termos,

---

[425] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A dissolução parcial inversa nas sociedades anônimas fechadas. Temas atuais sobre direito comercial. *Revista do Advogado*, ano XXVIII, n. 96, p. 107-114. Disponível em: <http://priscilacorreadafonseca.com/artigos/>. Acesso em: 15 jan. 2013.

> [...] não é toda e qualquer falta que pode legitimar a exclusão de sócio, mas somente aquela falta qualificada como "grave" – ato de inegável gravidade que, tendo pertinência com a posição jurídica de sócio, inviabilize ou coloque em risco a própria continuidade da atividade social[426].

Assim é que a expulsão do sócio constitui medida de tal severidade que apenas a prática de falta grave, nos termos exarados pela letra da lei, constitui fator que enseja e legitima a expulsão, tendo como resultado o afastamento daquele que, mediante o descumprimento dos deveres essenciais de sócio, cause ou possa causar prejuízos à sociedade e aos que nela estão inseridos.

A LSA apenas disciplina a exclusão no caso de acionista remisso (arts. 106 e 107, II) e de resgate de ações (art. 44), no entanto, ao se admitir a existência de sociedades anônimas personalistas, dotadas de *affectio societatis*, de modo que se reconheça a possiblidade de dissolução parcial, "admite-se, sem restrições, a aplicação subsidiária daquelas regras atinentes às sociedades de pessoas"[427]. Isso significa dizer que é possível estender as regras de exclusão destinadas às sociedades regidas pelo Código Civil às sociedades anônimas fechadas, não apenas pelas similaridades que contornam os tipos societários em questão, mas também pela expressão verbal do CC, art. 1.089, *in verbis*, "A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se, nos casos omissos, as disposições deste Código". Nesse esteio, conforme as sábias palavras de Fábio Konder Comparato, "Daí resulta que nas 'sociedades anônimas de pessoas' aplicam-se aos acionistas regras consideradas próprias das sociedades não-acionárias"[428].

Por oportuno, a alusão aos fatores personalistas encontrados em determinadas sociedades anônimas é feita tão somente para elucidar a possibilidade de que as regras destinadas à exclusão nas sociedades reguladas pelo Código Civil possam ser a elas aplicadas. No entanto, o rompimento da *affectio societatis* jamais poderá constituir o fundamento para que se exclua um acionista, isso porque a perda da *affectio societatis* autoriza apenas a retirada daqueles que perderem o interesse em permanecer nos quadros sociais, não a exclusão dos acionistas tidos como indesejados. Essa última, por se tratar de

---

[426] Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. Anotações sobre a exclusão de sócios por falta grave no regime do Código Civil. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, p. 189.

[427] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A dissolução parcial inversa nas sociedades anônimas fechadas. Temas atuais sobre direito comercial. *Revista do Advogado*, ano XXVIII, n. 96, p. 107-114. Disponível em: <http://priscilacorreadafonseca.com/artigos/>. Acesso em: 15 jan. 2013.

[428] COMPARATO, Fabio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: "nova et vetera". *Revista de Direito Mercantil*, n. 36, 65, p. 68.

medida de extrema gravidade, exige a prova de violação grave dos deveres sociais, isto é, deve se demonstrar uma justa causa imputável ao acionista que tenha acabado por gerar esse rompimento e, consequentemente, que justifique a exclusão. Ademais, a admissão da exclusão por mera quebra de *affectio societatis* significaria reconhecer que a exclusão não dependeria de falta grave e poderia se dar pela simples vontade da maioria, *i.e.*, a minoria sempre estaria sujeita aos caprichos e desmandos de uma maioria arbitrária, que poderia extirpar-lhes a posição na companhia de acordo com o seu ânimo em dado momento. Não obstante esse fato, como poderia o juiz decidir em contrário quando a ele fossem apresentados argumentos de término da *affectio* entre os acionistas, ou seja, "aceitar-se que a exclusão pudesse ser deliberada sem necessidade de invocar o motivo que a determina equivaleria, afinal, a negar-se ao sócio excluído o acesso ao controle dos tribunais"[429]?

De acordo com o magistério de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e de Marcelo Vieira von Adamek[430]:

> Na realidade, a quebra de *affectio societatis* jamais pode ser considerada causa de exclusão. Pelo contrário, a quebra de *affectio societatis* é, quando muito, consequência de determinado evento, e tal evento, sim, desde que configure quebra grave dos deveres sociais imputável ao excluendo, poderá, como *ultima ratio*, fundamentar o pedido de exclusão de sócio. Em todo caso, será indispensável demonstrar o motivo desta quebra da *affectio societatis*, e não apenas alegar a consequência, sem demonstrar sua origem e o inadimplemento de dever de sócio que aí possa estar. A quebra de *affectio societatis*, insista-se, não é causa de exclusão de sócio; o que pode eventualmente justificar a exclusão de sócios é a violação dos deveres de lealdade e de colaboração.

Isso porque a exclusão do acionista funda-se, em última análise, na teoria do inadimplemento contratual[431]. Com efeito, a doutrina que trata do tema, em sua grande parte, vale-se dos ensinamentos do jurista italiano Arturo Dalmartello sobre a exclusão do sócio, para justificar sua aplicação no Direito Brasileiro, segundo o qual "O instituto da

---

[429] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003. p. 62.

[430] ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "fim social". In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo* – I, p. 155.

[431] A doutrina portuguesa de Carolina Cunha assinala importante distinção entre a resolução do contrato e a expulsão do sócio, uma vez que, naquele, o próprio contraente se desvincula do negócio, permanecendo a contraparte a ele vinculada, já na exclusão, há o sacrifício do interesse do sócio excluído em conversar sua posição jurídica na companhia. Assim, "Na verdade, enquanto o direito de resolução é atribuído a um sujeito para tutelar o seu interesse em se desvincular, ele próprio, de um contrato, o direito de exclusão do sócio é atribuído a um sujeito para tutelar o seu interesse em operar a desvinculação alheia" (CUNHA, Carolina. A exclusão de sócios em particular nas sociedades por quotas. In: VVAA. *Problemas de direito das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2002. p. 216).

exclusão não é outra coisa, em sua essência, senão o instituto da resolução do contrato sinalagmático por inadimplemento, dirigido ao contrato plurilateral de sociedade comercial"[432].

Por rompimento do contrato compreende-se o inadimplemento dos deveres assumidos pelos acionistas na companhia. No âmbito das sociedades anônimas, o primeiro dever que vem à mente diz respeito à obrigação do acionista de integralizar as ações por ele subscritas, dado que o capital social constitui garantia dos credores – ainda que indiretamente. A obrigação que se está a aludir, no entanto, refere-se aos caracteres pessoais dos acionistas enquanto membros de uma coletividade em que devem prevalecer a confiança mútua, a fidelidade, a lealdade e a consideração entre seus integrantes.

> Tanto o dever de colaboração como o de lealdade decorrem indiscutivelmente da *affectio societatis* ou *bona fides societatis*. Por essa razão, a divergência entre os acionistas, na medida em que configura impedimento à realização do objeto social, ampara também o afastamento daquele causador da discórdia[433].

Ao se tratar de operações de transferência de controle, os controladores devem adotar comportamento que atenda não apenas aos seus próprios direitos e interesses, mas também àqueles pertencentes aos minoritários, pelo simples fato de que os detentores do controle societário exercem importante ingerência sobre a parcela dos ativos sociais e do patrimônio das minorias acionárias. Daí determinar aos titulares do controle deveres de lealdade, fidúcia e colaboração, que, ao menos em tese, deveria impedi-los de causar danos à companhia e a seus acionistas quando transferir o poder empresarial mediante a transferência do controle.

Entretanto, na prática, nem sempre isso ocorre, de modo que o controle muitas vezes acaba por cair em mãos maliciosas, preocupadas tão somente com o atendimento egoístico dos próprios interesses, ainda que para isso devam sacrificar os interesses dos acionistas que permaneceram na companhia após a transferência do controle. Nesse caso, "em face do objetivo primordial da exclusão – a preservação da empresa –, pouco importa

---

[432] Tradução livre do original: "L´istituto della esclusione non è altro, nella sua essenza, se non l´istituto della risoluzione del contratto sinallagmatico per inadempimento, adatto al contratto plurilaterale di società commerciale" (DALMARTELLO, Arturo. *L´esclusione dei soci delle società comercialle.* Padova: Cedam, 1939. p. 105).

[433] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A dissolução parcial inversa nas sociedades anônimas fechadas. *Revista do Advogado*, ano XXVIII, São Paulo: AASP, n. 96, p. 107-114, 2008. (Temas atuais sobre direito comercial). Disponível em: <http://priscilacorreadafonseca.com/artigos/>. Acesso em: 15 jan. 2013.

que o sócio faltante com as obrigações sociais seja o minoritário ou o majoritário"[434]. Isso porque "O fundamento da exclusão é a salvaguarda da empresa e não do sócio majoritário e de seus respectivos interesses, os quais, em absoluto, se confundem com aqueles da sociedade, podendo até com estes últimos contrastar"[435].

Para rematar a questão, a professora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca[436] pondera:

> [...] tanto é certa a possibilidade de exclusão do majoritário, que pode ele, como cediço, vir a ser afastado da sociedade por abuso de poder de controle. Fica claro assim que todo o sócio prevaricador cuja conduta interfere na atividade social – seja ele majoritário ou não –, sujeita-se à exclusão.

Faz-se imperativo esclarecer, por fim, que o reconhecimento da possibilidade de exclusão de acionista de sociedade anônima fechada, em decorrência de descumprimento dos deveres assumidos na companhia atualmente, está consubstanciado não apenas na melhor doutrina, citações reproduzidas no presente tópico, mas também é endossada pelos tribunais superiores pátrios[437].

3.3.2.4 Dissolução Parcial

O desenvolvimento do presente tópico requer uma breve remissão ao que já foi tratado com maior acuidade no item 2.5.3 do Capítulo 2, com relação às características subjacentes das sociedades anônimas, capazes de colocá-las sobre dois esquadros: (i) sociedades capitalistas; e (ii) sociedades personalistas.

---

[434] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A dissolução parcial inversa nas sociedades anônimas fechadas. *Revista do Advogado*, ano XXVIII, n. 96. Disponível em: <http://priscilacorreadafonseca.com/artigos/>. Acesso em: 15 jan. 2013.
[435] Ibidem.
[436] Ibidem.
[437] A esse respeito, vide julgado do STJ no REsp 917531/RS, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, 4ª Turma, DJe 1.2.2012.

A doutrina clássica, amparada por diversos julgados dos tribunais brasileiros, divide as sociedades de pessoas como aquelas essencialmente contratuais e as de capitais como institucionais e, por esse motivo, não reconhecem a possibilidade de dissolução parcial de sociedade anônima, haja vista que esta é dotada de regime de dissolução próprio, endereçado às hipóteses nas quais a companhia não tem como prosseguir com as atividades sociais, cabendo ao acionista descontente os meios próprios para a sua saída (LSA, art. 137).

No entanto, é preciso recordar que o direito de recesso, tal como previsto na lei societária, e a dissolução parcial são institutos absolutamente distintos, tendo como única similaridade o fato de constituírem modalidade de extinção parcial do vínculo societário. O recesso se relaciona à divergência do sócio ou acionista acerca de uma deliberação social, estando o acionista restrito às matérias previstas no art. 136 da LSA. No caso das sociedades anônimas, a dissolução parcial deve ser vista como "a substituição da dissolução total, pela retirada do sócio que àquela teria direito, mas que, em atenção à preservação da empresa, apenas dela se afasta, recebendo, contudo, seus haveres, como se daquela forma ampla de dissociação se tratasse"[438].

O argumento também não merece guarida na medida em que a dissolução parcial foi introduzida com vistas às sociedades limitadas, nas quais o direito de retirada era regulado de forma expressa no Decreto nº 3.708/1919[439].

Outro fator[440] recorrente, que fundamenta a impossibilidade de dissolução parcial nas sociedades anônimas, relaciona-se à inexistência de vínculo contratual entre os acionistas, os quais são livres para adquirir ou transferir participação no capital da companhia. Essa liberdade torna a figura pessoal do acionista irrelevante. Nas sociedades mencionadas, apenas se admitiria a dissolução total ou o recesso individual dos acionistas,

---

[438] FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*, 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 69.

[439] "Art. 15. Assiste aos socios que divergirem da alteração do contracto social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o reembolso da quantia correpondente ao seu capital, na proporção do ultimo balanço approvado. Ficam, porém, obrigados ás prestações correspondentes ás quotas respectivas, na parte em que essas prestações forem necessarias para pagamento das obrigações contrahidas, até á data do registro definitivo da modificação do estatuto social."

[440] A esse propósito: "É incompatível com a natureza e o regime jurídico das sociedades anônimas o pedido de dissolução parcial, feito por acionistas minoritários, porque reguladas em lei especial que não contempla tal possibilidade. 2. Recurso especial conhecido e provido." (REsp 419.174/SP, Rel. Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, Terceira Turma, julgado em 15. 8.2002, DJ 28.10.2002, p. 311).

nos casos previstos em lei, de modo que a estabilidade financeira da empresa pudesse ser mantida.

Conforme já se discutiu no presente estudo, muito embora as sociedades anônimas tenham como característica sobressalente a contribuição pecuniária no momento de sua formação, bem como a existência de preceito que permite a livre circulação das ações, é possível se falar nas companhias fechadas que considerem, em primeiro plano, as características pessoais daqueles que a integram, sendo as relações pautadas pela confiança e consideração pessoal entre os acionistas.

A propósito da disciplina, o art. 206, inciso II, alínea *b*, da LSA contempla o caso de dissolução total da companhia por decisão judicial, uma vez provado que ela não pode preencher o seu fim. Essa hipótese poderá ocorrer, sobretudo, quando preponderar a desinteligência entre os acionistas, permeada pela ruptura da confiança, harmonia, fidelidade e do respeito mútuo entre eles, situação essa em que mostra induvidosa a impossibilidade de prosseguimento com as atividades sociais.

Saliente-se que a regra da dissolução total não se prestaria ao atendimento dos preceitos econômicos e sociais envolvidos na preservação da empresa, cuja observação é indispensável em qualquer ordenamento, sobretudo no plano nacional, em que as normas são elaboradas, cada vez mais, tendo em conta os interesses dos trabalhadores, do fisco, dos consumidores e do desenvolvimento econômico como um todo. Disso resulta que, muito embora o instituto da dissolução parcial tenha sido concebido com vistas às tradicionais sociedades de pessoas, não se pode manter tamanha rigidez na sua aplicabilidade, de modo a negar a existência de sociedades anônimas personalistas e, com isso, propugnar que meios mais gravosos, como, *e.g.*, a dissolução total da sociedade, possam prevalecer, em detrimento da retirada apenas daqueles acionistas que estiverem descontentes com a companhia.

A solução em questão denota ser a que melhor harmoniza os interesses daqueles que pretendam deixar a companhia, com o princípio da preservação da sociedade, observada a sua utilidade social, evitando-se a descontinuidade da consecução social, que poderá prosseguir com os acionistas que nela permanecerem.

Os tribunais superiores, que antes negavam com veemência a possibilidade de dissolução parcial no âmbito das sociedades anônimas[441], já começam a se manifestar no sentido de sua possibilidade[442], tendo em conta constituir solução menos drástica do que a dissolução total prevista no art. 246 da LSA, além de reconhecer a existência da *affectio societatis* nas sociedades anônimas fechadas, fatores esses que culminam na necessária possibilidade de que um acionista deixe os quadros sociais em caso de desarmonia com seus pares.

Na mais autorizada doutrina de Erasmo Valladão e Marcelo Adamek[443], os autores entendem por bem fundamentar o pedido de dissolução parcial não no mero rompimento da *affectio societatis*, mas na inviabilidade de continuação do sócio nos quadros sociais, em face de alguma justa causa assim considerada no âmbito judicial. Ou, ainda, por efeito da violação de deveres como lealdade, boa-fé e colaboração pelos demais sócios, bem como em decorrência de qualquer outra hipótese de dissolução total não impositiva, permanecendo os demais sócios no curso normal da exploração social.

No que diz respeito às operações de transferência de controle, conforme já assinalado, não é possível que o acionista descontente com a operação possa se valer do direito de recesso, uma vez que essa hipótese não está prevista no art. 136 da LSA. Não se quer, com isso, defender a substituição de um instituto pelo outro, *i.e.*, tratar a dissolução parcial como se recesso fosse.

A legitimação para o pleito de dissolução parcial deve estar não somente na ocorrência pura e simples da transferência do controle da companhia, é preciso que haja a

---

[441] Para ilustrar, nos julgados a seguir prevaleceu o entendimento de que não é possível legitimar a dissolução parcial nas sociedades anônimas, tendo como argumentos recorrentes estes fatores: (i) em sendo as sociedades anônimas entidades institucionais, não devem receber o mesmo tratamento das sociedades de pessoas contratuais, como o são as sociedades limitadas; (ii) as regras das sociedades limitadas não podem ser aplicadas às sociedades anônimas; (iii) as sociedades anônimas já possuem sistema de retirada próprio, previsto no art. 137 da LSA; (iv) as hipóteses de dissolução das sociedades anônimas estão previstas no art. 246 da LSA, o qual estabelece apenas a possibilidade de dissolução total, e não parcial; e (v) inexiste *affectio societatis* nas sociedades anônimas, uma vez que são entidades eminentemente capitalistas. Nesse sentido: STJ, REsp 419.174/SP, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, 3ª Turma, j. 15.8.2002, DJ 28.10.2002; STJ, AgRg no Ag 34.120/SP, Rel. Min. Dias Trindade, 3ª Turma, j. 26.4.1993, DJ 14.6.1993; STJ, REsp. 387/MG, Rel. Min. Waldemar Zveiter, 3ª Turma, j. 12.12.1989, DJ 19.2.1990.

[442] STJ, EREsp 1079763/SP, Rel. Min. Sidnei Beneti, 2ª Seção, DJe 6.9.2012; STJ, EREsp 419174/SP, Rel. Min. Aldir Passarinho Junior, 2ª Seção, DJe 4.8.2008; STJ, EREsp 111294/PR, Rel. Min. Castro Filho, 2ª Seção, DJ 10.9.2007; STJ, EREsp 1079763/SP, Rel. Min. Sidnei Beneti, 2ª Seção, DJe 06.9.2012; STJ, REsp 507490/RJ, Rel. Min. Humberto Gomes De Barros, 3ª Turma, DJ 13.11.2006.

[443] ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "fim social". In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo* – I, p. 157.

efetiva violação do novo controlador dos deveres que lhe forem atribuídos, de modo a impedir o prosseguimento da consecução social.

Se assim não fosse, os mesmos problemas já apontados para o recesso por mudança de controle – caso fosse possível – poderiam ser transpostos para a situação aqui tratada, *e.g.*, o desfalque nos caixas da companhia, que, repentinamente, se veria obrigada a desembolsar elevados haveres daqueles que decidissem deixar os quadros sociais. Nesse ponto a questão da impropriedade do uso da expressão *affectio societatis* ecoa com maior acento, uma vez que, caso fosse possível se retirar da companhia sob a mera alegação de que não há mais *affectio* entre os acionistas, estar-se-ia diante do reconhecimento de direito de retirada *ad nutum*. Disso resulta que os equívocos na concepção do que se entende por *affectio societatis* "laboram não só contra o sócio excluendo, como acima demonstrado, mas, igualmente, contra a própria sociedade e os sócios remanescentes, nos casos de retirada, por vezes impedindo o próprio prosseguimento da atividade, em da liquidação da quota do retirante"[444]. É importante mencionar, todavia, que este não constitui o entendimento que prevaleceu dentre os julgados analisados, os quais fundamentaram a possibilidade de dissolução parcial em sociedades anônimas na mera quebra da *affectio societatis*, prescindindo de qualquer elemento adicional para legitimar o ato[445]. No entanto, para a dissolução total, deve-se ir além e ter demonstrado não apenas o rompimento do liame subjetivo da relação entre os acionistas, mas também a inviabilidade de manutenção da sociedade.

[444] ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "fim social". In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo* – I, p. 157.

[445] Nesse sentido, vide: STJ, Resp. 1.303.284, Rel. Min. Nancy Andrighi, j. 16.04.2013, STJ, Resp. 1079763, Rel. Min. Sidnei Beneti, j. 25.04.2012, STJ, Resp. 917.531, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 17.11.2011, STJ, Resp. 1128431, Rel. Min. Nancy Andrighi, j. 11.10.2011.

3.3.3 Mecanismos de Proteção Mediante Direitos Subjetivos e Potestativos que Não Envolvem o Direito de Saída da Companhia

3.3.3.1 Direito de Voz

Ao investir em dada companhia, o acionista inevitavelmente faz uma conexão entre o crescimento do seu patrimônio e os esforços que pretende empregar no negócio.

Participar de uma companhia fechada representa uma escolha de vida, um compromisso de trabalhar com a família, com amigos ou pares de trabalho de modo consistente com seus valores. As companhias fechadas também podem servir para o lançamento de um novo produto ou serviço no mercado e, por isso, é natural que cada um dos acionistas esteja emocional e economicamente envolvido no desenvolvimento do negócio.

Nessa acepção, no momento de seu ingresso, o acionista está disposto a participar de maneira ativa dos negócios sociais, principalmente mediante o compartilhamento de ideias, informações, documentos e projetos.

Ressalte-se, que, dependendo do percentual de participação no capital da companhia, o acionista poderá se sentir frustrado ao descobrir que as assembleias gerais, quando efetivamente ocorrem, ou seja, quando de fato os acionistas se reúnem para debater e votar nos assuntos constantes da ordem do dia, já possuem a maior parte, senão todas as questões direcionadas pelos controladores, não havendo, em rigor, nenhuma possibilidade de modificação ou interferência dos demais acionistas. Por essa razão, costuma-se dizer que em uma sociedade com maioria pré-constituída, a minoria não tem condições de se impor e a Assembleia Geral acaba perdendo o seu sentido de ser.

Sobre o assunto, conforme já se expôs neste estudo, Herbert Wiedemann[446] sustenta que, diante de uma maioria pré-constituída não há barganha, mas contrato consigo mesmo. Assim é que a maioria não delibera, ordena. Isso significa dizer que quando há uma maioria pré-constituída esvaziam-se as negociações e, a despeito da forma de votação nas assembleias, o conteúdo é de ato unilateral.

Nesse contexto, o professor Benjamin Means[447] assinala que, nas hipóteses em que o efetivo direito de voz não seja concedido ao minoritário, (i) os tribunais deverão exigir dos controladores a comprovação da finalidade comercial legítima para a conduta contestada; (ii) as regras de observância de boa-fé e do cumprimento dos deveres fiduciários deverão ser aplicadas com maior severidade; e (iii) os tribunais poderão flexibilizar o direito de recesso.

É claro que nem todas as diretrizes aplicáveis ao ordenamento norte-americano devem ser reproduzidas em sua inteireza na realidade brasileira; no entanto, em muitas das passagens do presente estudo tomou-se como base a literatura mais evoluída produzida nos Estados Unidos, bem como as decisões proferidas pelos seus tribunais, os quais lidam há muitos anos com situações semelhantes àquelas aqui referidas e que podem contribuir para o aprimoramento dos contornos da matéria no plano nacional.

Os direitos políticos despontam como um dos principais fatores que podem resultar em opressão aos minoritários. Ao lado desses direitos, também são vistos como potenciais elementos de opressão dos minoritários os direitos de saída, sobretudo quando se fala em companhias fechadas.

No que tange aos direitos de saída, em rigor, nas companhias fechadas, os acionistas apenas conseguem desfazer-se de sua participação mediante a aquiescência do controlador. Isso porque os acordos de acionistas, comumente celebrados no âmbito dessas sociedades, soem estabelecer diversas restrições relacionadas à transferência de ações a

---

[446] As ponderações assinaladas neste item seguem os ensinamentos ministrados pelo professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França na disciplina DCO-5886 – Teoria Geral do Direito Societário II, cursada pela pesquisadora em 2010 e 2012 no doutorado em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

[447] MEANS, Benjamin. A voice-based framework for evaluating claims of minority shareholder oppression in the close corporation. *Georgetown Law Journal*, v. 97, p. 1.207-1.256, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1285204>. Acesso em: 21 jan. 2012.

terceiros, sempre tendo em vista o impedimento do ingresso de pessoas estranhas na sociedade, sobretudo no âmbito das sociedades anônimas personalistas.

As amarras dos acionistas ainda são reforçadas pelas dificuldades de dissolução da sociedade pelos minoritários, pelas possibilidades limitadas de direito de recesso e por não haver no ordenamento brasileiro a possibilidade de obrigar a companhia a recomprar as ações de seus acionistas.

O uso das expressões *saída* e *voz*, com referência aos minoritários, remonta à clássica análise de Hirschman, o qual observou que a deterioração em termos de qualidade de qualquer organização pode ser contida por meio de *saída*, *voz* ou mediante a combinação dos dois fatores. O autor recorre a exemplo de situação cotidiana, mas fora da realidade societária, para explicar o que se segue:

> Por exemplo, um consumidor insatisfeito pode comprar mercadorias em um estabelecimento concorrente (opção de "saída") ou reclamar para que o responsável pelo produto possa solucionar o problema (opção de "voz"). O declínio das vendas e reclamações de clientes poderá servir para estimular uma mudança. Dependendo das circunstâncias, os fatores "saída" e "voz" podem funcionar como mecanismos eficazes de remediação, e um desses fatores pode afetar o outro de variadas maneiras. Nas situações em que a "saída" for impossível – exemplo: de uma família ou um estado – a "voz" se torna mais importante. [...] No contexto das companhias fechadas, nas quais as condições de "saída" são limitadas, aumenta-se a importância da "voz"[448].

Destaca-se, assim, que as dificuldades de saída da companhia – seja pelo mercado, seja por meios legais – podem constituir um elemento adicional que propicia o surgimento de opressão pelo controlador.

Ainda, dado que em geral o controlador possui direito de preferência para a aquisição das ações de emissão da companhia, na hipótese de ameaça por qualquer minoritário de se desfazer de sua participação, o controlador terá de ser previamente consultado. A segurança do controlador é ainda maior, quando o assunto é o preço que o minoritário descontente poderá cobrar pela sua participação, *i.e.*, diante da absoluta falta de

[448] Tradução livre do original: "For instance, an unhappy customer can purchase goods from a competing firm (the 'exit' option) or complain about the perceived lack of quality and seek improvement (the 'voice' option). Declining sales and customer complaints may both serve to spur change. Depending upon the circumstances, either exit or voice may be effective as a mechanism of recuperation, and one can affect the other in a variety of ways. Where exit is impossible as a practical matter – for example, from a family or a state – voice automatically becomes more important. Yet, the lack of a credible threat of exit may in some circumstances diminish the effectiveness of voice. […] in the context of a close corporation, where structural exit limitations increase the importance of voice" (HIRSCHMAN, Albert O. *Exit, voice, and loyalty*: responses to decline in firms, organizations, and states. New York: Harvard University Press, 1970. p. 4-5).

interessados em adquirir suas ações, somado ao desinteresse em permanecer nos quadros sociais, o acionista, inevitavelmente, acabará transferindo a sua participação, a preço vil, ao próprio controlador.

O fator *voz*, igualmente importante, porém, discutido com menor frequência, também está relacionado à opressão que podem sofrer os minoritários. Em termos gerais, o direito de voz pode ser definido como "qualquer tentativa de mudança de uma situação insatisfatória que não implique em saída"[449]. Ressalte-se que o conceito desse direito deve se restringir ao poder de manifestação dos acionistas em assembleia geral, desde que essa manifestação seja suscetível de influenciar o direcionamento de uma dada deliberação, de modo que a assembleia fique desprovida de seu caráter unilateral.

Como regra, os minoritários não fazem parte da administração de companhias fechadas e não possuem nenhum meio para que sejam ouvidos de maneira a poderem exercer alguma influência nas decisões da companhia.

Nessa acepção, uma vez que há limitações extremas que dificultam a *saída* dos acionistas de companhia fechada, a eles, resta o recurso da *voz*, ou seja, porque não é possível aos minoritários – ou é muito difícil – deixar a sociedade diante de suas insatisfações, eles devem recorrer a mecanismos internos de governança que lhes garanta o direito de *voz*.

Importa ressaltar que o foco no poder de voz dos minoritários também pode atenuar o vício cometido pela doutrina de forçar a proteção dos minoritários no estabelecimento de direitos de saída.

O enfoque das discussões dirigidas ao resguardo dos interesses dos minoritários nos variados direitos de saída que possam existir pode conduzir a conclusões óbvias, de que nas companhias fechadas há grandes dificuldades de saída, dada a falta de liquidez das participações minoritárias.

Em determinados casos estão, inclusive, sendo criados certos mecanismos de saída que acabam por minar uma das principais características das companhias fechadas. O direito de voz merece, assim, atenção como ferramenta alternativa à satisfação dos

[449] Tradução livre do original: "as any attempt at all to change, rather than to escape from, an objectionable state of affairs" (HIRSCHMAN, Albert O. *Exit, voice, and loyalty*: responses to decline in firms, organizations, and states, p. 30).

interesses dos minoritários[450], e não apenas como um procedimento de proteção, mas também como um veículo que, por si só, pode tornar atrativo o investimento[451] em determinada companhia.

Acrescente-se que a ferramenta ora em discussão pode ser mais eficiente que as demais: criar um incentivo nas companhias fechadas de respeito ao direito de voz dos minoritários poderia reduzir o número de desacordos relacionados à governança, diminuindo, por consequência, o número de litígios que afogam os tribunais.

Cumpre salientar a importância vital do direito de voz nas companhias fechadas, pois as decisões tomadas com transparência e a participação dos minoritários provavelmente servirão aos interesses de todos os acionistas, evitando-se, desse modo, a posterior contestação daquilo que foi deliberado.

Segundo o ponto de vista mencionado, o propósito das deliberações ditas coletivas nada mais é do que se chegar a decisões que sejam entendidas como justas para todos. É claro que esse seria o cenário ideal[452], pretendido por qualquer minoritário no seio das organizações, contudo, sabe-se que o resultado de qualquer deliberação é atingido pelo

---

[450] "Quando os acionistas minoritários têm voz substancial, os tribunais podem razoavelmente exigir alegações de fato mais detalhadas, porque os acionistas minoritários já tiveram a oportunidade de influenciar as decisões antes de serem feitas e devem ter acesso à evidência de qualquer má conduta da maioria no processo de tomada de decisões. Despesas processuais também podem ser vistas como um aspecto de voz do acionista minoritário, uma vez que o mecanismo de ação judicial é uma ferramenta importante de expressão como último recurso, tendo em conta que os acionistas minoritários têm dificuldade de sair das companhias fechadas". Tradução livre do original: "When minority shareholders have substantial voice, courts can reasonably require more detailed factual allegations because minority shareholders have already had an opportunity to influence decisions before they are made and should have access to evidence of any majority misconduct in the decisionmaking process. Litigation costs can also be seen as an aspect of minority shareholder voice in that the litigation mechanism is an important expressive mechanism of last resort, given the difficulty minority shareholders have exiting close corporations" (MEANS, Benjamin. *A voice-based framework for evaluating claims of minority* shareholder oppression in the close corporation. *Georgetown Law Journal*, v. 97, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1285204>. Acesso em: 21 jan. 2012).

[451] Pedro *v.* Pedro. Court of Appeals of Minnesota, 1991 ("As expectativas primárias de acionistas minoritários incluem uma voz ativa na gestão da empresa e na condição de empregado". Tradução livre do original: "The primary expectations of minority shareholders include an active voice in management of the corporation and input as an employee").

[452] Hoschett *v.* TSI Int'l Software, Ltd. Delaware Court of Chancery, 1996 ("O valor da voz do acionista minoritário não depende do atingimento, em cada caso, de um processo deliberativo perfeito. Na verdade, mesmo caso se assuma cinicamente que os acionistas majoritários convidem os minoritários a partipar apenas como uma formalidade vazia, e não porque eles levem o ponto de vista da minoria a sério, a participação minoritária continua a ser importante. O mecanismo formal pode operar como uma restrição sobre a decisão da maioria se deve excluir a minoria dos benefícios da propriedade.". Tradução livre do original: "The value of minority shareholder voice does not depend upon achieving, in every case, a perfect deliberative process. Indeed, even if we assume cynically that majority shareholders will invite minority participation only as an empty formality, and not because they take the minority's views seriously, minority participation remains important. The formal mechanism may itself operate as a restraint on the majority's decision whether to exclude the minority from the benefits of ownership").

voto daqueles que possuem maior participação na companhia, independentemente do interesse dos demais.

Desse modo, muito embora o direito de voz não seja uma panaceia para os problemas dos minoritários, uma participação mais efetiva nas decisões poderá aprimorar o grau de governança da companhia, tornando-a mais transparente e menos propensa[453] ao comportamento opressivo em face dos minoritários.

Neste ponto, pode-se traçar certo paralelo entre a estrutura organizacional da sociedade anônima e a organização política do Estado, recorrendo-se ao pensamento de Aristóteles, cuja concepção deliberativa ressalta que a democracia é o governo dos muitos. A pluralidade dos pontos de vista sobre bem comum dá à democracia um caráter deliberativo, racional. O homem é concebido como um animal dotado de *logos* (palavra/razão). Cabe à democracia canalizar os diversos pontos de vista e argumentos para deliberar coletivamente. O direito é produto da razão prática. A deliberação sobre o bem, portanto, deve conter a mais ampla participação possível[454].

Conclui-se que, dada a proximidade das relações entre acionistas, em geral existentes em companhias fechadas, e diante da existência de restrições à *saída* dos minoritários, uma abordagem política diferenciada poderia ser entendida como uma medida mais apropriada do que uma de natureza econômica, como a tentativa forçada de exercer a *saída*[455], como última consequência.

---

[453] Meiselman *v.* Meiselman. Supreme Court of North Carolina, 1983 ("The connection between voice and legitimacy is that participation increase acceptance of decisions". Tradução livre do original: "A conexão entre voz e legitimidade é que a participação aumenta a aceitação de decisões").

[454] ARISTÓTELES. *The politics of Aristoteles*. London: Oxford University Press, 1971. p. 105 (1.277b).

[455] John Hart Ely, argumentando do ponto de vista político, expõe que, nas hipóteses em que o minoritário não possua direito de voz relevante, deve estar livre para sair e realocar seus recursos em outro negócio que seja mais compatível com seus interesses: "Um membro dissidente, para quem a opção 'voz' parece inútil, deve ter a opção de sair e se realocar em uma comunidade cujos valores ele(a) entenda ser mais compatível". Tradução do original: "*a dissenting member for whom the 'voice' option seems unavailing should have the option of exiting and relocating in a community whose values he or she finds more compatible*" (ELY, John Hart. *Democracy and distrust*: a theory of judicial review. New York: Harvard University Press, 1980. p. 179, sem grifo no original). Do ponto de vista econômico, Hirschman identifica posição favorável ao exercício do direito de saída, em vez do direito de voz como mecanismo de remediação à possível opressão causada aos minoritários: "cientistas políticos igualmente possuem uma 'incapacidade treinada', quando se trata de reconhecer a utilidade da saída". Tradução do original: "*political scientists similarly have a 'trained incapacity' when it comes to recognizing the usefulness of exit*" (HIRSCHMAN, Albert O. *Exit, voice, and loyalty*: responses to decline in firms, organizations, and states, p. 17).

3.3.3.1.1 Direito de Voz como Fator de Proteção dos Minoritários

O direito de participação, consubstanciado no direito de voz, constitui um dos mais importantes mecanismos para mitigar os efeitos dos desequilíbrios de poder. O direito em questão fora concebido originariamente como um direito político, cujo objetivo era o controle do poder do governo. Com o passar dos anos, mormente a partir do século XIX, o direito de participação passou então a englobar também os contratos privados, principalmente com a expansão das sociedades anônimas.

O direito de voz como direito de participação implica não apenas a possiblidade de os acionistas se manifestarem diante das matérias deliberadas em assembleia, como também a de indicarem representantes para os órgãos revestidos dos poderes de decisão na companhia.

Com relação ao exercício do direito de voto, a lei societária estabelece determinadas formalidades destinadas precipuamente à garantia de que todos os acionistas possam participar da assembleia, como, *e.g.*, a estipulação de prazo de convocação, a publicidade da convocação e um *quorum* mínimo de instalação e de deliberação de certas matérias. Isso porque esse direito é indispensável para a formação da vontade social e, nada obstante servir ao acionista para tutelar seus interesses individuais, é reconhecido por lei em razão do interesse social.

É importante ressaltar que, no ambiente das companhias fechadas, cujo controle, como regra, é concentrado, dificilmente os minoritários conseguirão influenciar no conteúdo das deliberações ou eleger os membros da administração, uma vez que referidos poderes estarão nas mãos dos controladores. "Ainda assim, o voto e a participação na Assembleia têm importância como forma de fiscalização e de limites ao poder do controlador"[456].

---

[456] SALAMA, Bruno Meyerhof; PRADO, Viviane Muller. Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas. *Direito GV*, São Paulo, n. 63, dez. 2010, p. 11. (Coleção de Artigos direito GV (*working papers*)).

Com isso se quer dizer que, muito embora aos minoritários não seja atribuída a condição de agentes capazes de influenciar nas decisões tomadas em assembleia, a simples obrigação de que matérias sensíveis sejam deliberadas nesse órgão – como a distribuição de dividendos, a eleição e a determinação da remuneração dos membros da administração, bem como a aprovação de suas contas – permite que os minoritários ao menos possam discutir e opinar sobre as matérias, bem como questionar as deliberações no âmbito do Poder Judiciário.

Nessa linha, são pertinentes as observações de Waldemar Ferreira[457] ao assinalar que o direito de voto "não é de exercício monossilábico, pelo sim ou pelo não". O efetivo exercício do direito de voto deve compreender:

> [...] a) o de ingresso e presença na Assembleia Geral; b) o de palavra; c) o de proposição; d) o de protesto; e) o de pedido, do de informações à mesa, por via de questões de ordem, ou à Diretoria, sobre a matéria da ordem do dia; f) o de expressão do voto, verbalmente ou por escrito[458].

Logo, o exercício do direito de voto deve ser estimulado para que os minoritários, ainda que não consigam exercer influência sobre as deliberações em assembleia, possam ao menos participar dos conclaves e, com isso, se aproximar mais daqueles que decidem acerca dos rumos da companhia, bem como manifestar o seu voto, protestar, pedir a palavra e solicitar informações.

No que tange, em particular, ao objeto de estudo da presente tese de doutoramento, cumpre observar que as operações de alienação de controle de companhias fechadas não estão sujeitas à aprovação dos acionistas em assembleia geral, uma vez que a negociação pelo controle ocorre diretamente entre seus titulares e o terceiro interessado.

Destaca-se que, muito embora o direito de voz constitua um importante instrumento de proteção dos minoritários nas assembleias gerais da companhia, uma vez que as operações de transferência não estão sujeitas ao crivo desse órgão, torna-se inapropriado para promover a proteção dos minoritários em operações dessa natureza.

Essa característica do direito de voz não poderia ser diferente, dado que os acionistas, sejam controladores ou não, possuem a livre disponibilidade de suas ações, bem

---

[457] FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial*. 7. ed, São Paulo: Saraiva, 1963. v. 4, p. 810.
[458] Ibidem, loc. cit..

como estão amparados pelas diretrizes da livre circulação das participações societárias e da livre substituição dos acionistas – observado o disposto no art. 136 da LSA e eventuais restrições legalmente estabelecidas no estatuto social ou em acordos de acionistas –, a venda de suas ações não deve estar condicionada à aprovação em assembleia.

Outro importante direito de participação dos minoritários consiste na possibilidade de indicação de membros para compor o conselho de administração da companhia, mediante o expediente de voto múltiplo, o qual pode ser requerido por acionistas que representem pelo menos 10% do capital votante da companhia (LSA, art. 141).

O voto múltiplo aumenta a possibilidade de os acionistas minoritários ganharem representatividade no conselho de administração, uma vez que, caso seja adotado, assegura-se ao acionista concentrar todos os votos em um candidato ou distribuí-los em vários e, ao proceder dessa forma, a minoria passa a ter o poder de eleger ao menos um pequeno número de membros que irão compor o conselho de administração. No caso das companhias fechadas, no entanto, se o controlador delibere em assembleia a extinção do conselho de administração, haveria a oclusão da proteção à minoria que tivesse recorrido ao voto múltiplo para ter representatividade no órgão. Nessa hipótese, seria mantida apenas a diretoria, na qual não há previsão legal de participação da minoria.

O direito ao voto múltiplo, todavia, não é ilimitado, pois o § 7º do art. 141 da LSA estabelece que, caso seja adotado o voto múltiplo e, concomitantemente, os acionistas minoritários votantes e não votantes tenham requerido votação em separado, o grupo controlador – com mais de 50% das ações ordinárias – pode eleger assentos no conselho de administração em número igual ao dos minoritários mais um.

Com a reforma da LSA ocorrida em 2001, por meio da Lei nº 10.303, ampliou-se a participação dos minoritários no conselho de administração, por meio da introdução do § 4º ao art. 141. Esse dispositivo prevê, nos incisos I e II, que terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: (i) de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% do total das ações com direito a voto; e (ii) de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que

representem, no mínimo, 10% do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

Apesar da ampliação de direitos promovida pela Lei nº 10.303/2001, os acionistas controladores permanecem com o legítimo direito de apontar a maioria dos conselheiros – e mais, as prerrogativas estabelecidas no art. 141 aplicam-se tão somente aos acionistas de companhias abertas.

É preciso que se esclareça que, a bem da verdade, a situação para os minoritários de companhias fechadas piorou com a introdução da referida lei no ordenamento brasileiro, dado que antes de sua vigência existia a regra de que "se o número de membros do conselho de administração for inferior a 5 (cinco), é facultado aos acionistas que representem 20% (vinte por cento), no mínimo, do capital com direito a voto, a eleição de um dos membros do conselho, observado o disposto no § 1º"[459]. Isso significa dizer que antes do novo regramento de 2001, os minoritários de companhias fechadas representantes de pelo menos 20% das ações votantes da companhia poderiam eleger um membro para compor o conselho de administração, no entanto, com a eliminação desse dispositivo, houve descabido enfraquecimento dos direitos dos minoritários, sobretudo daqueles integrantes dos quadros sociais de companhias fechadas.

Nesse passo ainda é importante mencionar que a lei estabelece a obrigatoriedade da existência de conselho de administração apenas nas companhias abertas, nas de capital autorizado (LSA, art. 138, § 2º) e nas sociedades de economia mista (LSA, art. 239), sendo facultativa a sua estipulação no estatuto social das companhias fechadas. Em razão do exposto, "as companhias fechadas, sem conselho de administração, não ensejam a representação da minoria. Isso nos parece inadequado e injusto"[460].

Outro retrocesso infundado promovido pela Lei nº 10.303/2001 está no veto ao § 5º, incisos I, II e III do art. 161 da Lei nº 6.404/1976, propostos pelo art. 2º do projeto[461].

---

[459] Redação da LSA, art. 141, § 4º, antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001.

[460] REQUIÃO, Rubens. Representação da minoria. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*, p. 78.

[461] A redação do artigo objeto do veto é a seguinte: "Art. 161. [...] § 5º Na companhia aberta, o conselho fiscal será composto de 3 (três) membros e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos por assembléia, e, na sua constituição, serão observadas as seguintes normas: I – os titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, em conjunto com os titulares de ações ordinárias, excluído o acionista controlador, terão direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente; II – o acionista controlador terá direito de eleger um membro e seu respectivo suplente; III – o

O dispositivo em questão propunha que nas companhias abertas o conselho fiscal fosse composto por três membros e seus suplentes, (i) cabendo aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, em conjunto com os titulares de ações ordinárias, excluído o acionista controlador, o direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente; (ii) o segundo membro e seu suplente seriam seria de escolha do controlador; (iii) já o terceiro, deveria ser eleito em comum acordo, pelos acionistas referidos nos itens (i) e (ii) deste parágrafo, devendo cada grupo indicar um representante para, em assembleia, proceder à eleição. Segundo a mensagem de veto, "A proposta cria a possibilidade de ditadura da minoria e o exercício de pressões ilegítimas por parte de quem sobrepõe seus interesses particulares ao da companhia, o que contraria o espírito do moderno direito empresarial"[462].

Nesse trilhar, assim como assinalado para o caso das assembleias, os minoritários não conseguem influenciar de modo ativo a tomada de decisões no conselho de administração, no entanto, dada a possibilidade de sua representatividade, ainda que mínima, é possível obter informações acerca da condução dos negócios sociais de maneira mais próxima daqueles que decidem os rumos da companhia, bem como questionar decisões na seara judicial.

Não se pode esquecer, contudo, que os acionistas poderão tratar em acordos de acionistas sobre reserva de assentos na administração da companhia como estratégia de proteção aos minoritários, mesmo que não determinem a vontade do órgão. É certo que essa proteção se torna mais efetiva quando acompanhada da outorga do poder de veto sobre certas decisões da administração, no entanto, assim como asseverado no caso das assembleias gerais, as operações de transferência de controle não constituem matéria que deva ser deliberada pelo conselho de administração, nos termos do art. 142 da LSA.

Isso significa que o direito de voz não constitui mecanismo apropriado no âmbito da administração para que os minoritários possam se proteger em operações de transferência de controle. No caso das companhias fechadas, em especial, nas quais os

---

terceiro membro e seu respectivo suplente serão eleitos em comum acordo, pelos acionistas referidos nos incisos I e II deste parágrafo, devendo cada grupo indicar um representante para, em assembléia, proceder à eleição. Não havendo consenso, a assembléia deliberará por maioria de votos, cabendo a cada ação, independente de sua espécie ou classe, o direito a um voto.".

[462] Mensagem nº 1.213, de 31 de outubro de 2001.

membros da administração costumam se confundir com os próprios controladores[463], o direito de voz costuma ser ainda mais prejudicado, dado que os acionistas não encontram guarida em nenhum dos órgãos sociais.

O fato de o direito de voz não se mostrar efetivo na proteção dos acionistas em operações de transferência de controle impõe a admissão de que os minoritários pudessem se precaver mediante o estabelecimento em acordos de acionistas de obrigação de aprovação prévia da transação pelos demais acionistas ou de estipulação de qualquer direito de veto sobre essa matéria.

Com a impraticabilidade da determinação dessas disposições no estatuto social ou em acordos de acionistas, faz-se necessário analisar outros mecanismos que possam efetivamente proteger os minoritários em razão da transferência do controle, conforme será observado no decorrer deste estudo.

3.3.3.2 Direito de Informação

O dever de informar, consubstanciado no art. 157 da LSA, foi determinado apenas para os administradores de companhia aberta, uma vez que se trata de uma postura intimamente relacionada à existência de um mercado público de captação de recursos.

A noção desse dever tem como origem as normas produzidas no ordenamento norte-americano (*duty of disclosure*). Na oportunidade do advento dos primeiros normativos federais que regulavam a emissão e a negociação dos títulos emitidos pelas

[463] Hansmann e Kraakman chegam a afirmar que "quanto mais suscetível a administração da companhia for aos interesses dos controladores, menos servirá aos interesses dos acionistas minoritários ou outras partes contratantes. Tradução livre do original: "the more responsive a firm's board is to the interests of the shareholder majority, the less likely it is to serve as an effective buffer to protect the interests of either minority shareholders or other contracting parties" (HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The basic governance structure. In: KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach, p. 34).

companhias, importantes discussões foram alvitradas sobre qual deveria ser a melhor política de regulamentação.

Como resultado dessas discussões, adotou-se a concepção do *duty of full disclosure*, segundo a qual a maneira mais eficaz de proteger o público investidor seria obrigar as companhias emissoras e seus administradores a conferir ampla divulgação e publicidade a fatos que de algum modo pudessem influir no valor dos títulos por elas emitidos. Essa foi, então, a origem da célebre afirmação do ex-juiz da Suprema Corte americana, Luiz Brandeis (1856-1941), ao defender a transparência de assuntos governamentais: "A luz do sol é o melhor desinfetante, e a luz elétrica, o mais eficiente policial"[464].

Atualmente, o princípio do *full disclosure* reflete um emaranhado de normas que objetivam reduzir, se não eliminar, a assimetria de informações entre os participantes do mercado. Em estudo publicado no ano de 1971, Comparato[465] já acentuava a importância desse mecanismo, ao propor sugestões para o que chamava de moralização do mercado de capitais, por meio de normativos que impedissem o *insider trading* e conduzisse ao *full and fair disclosure*, tendo como base a experiência norte-americana, a inglesa e a da própria América Latina.

A esse propósito, é indubitável a inexistência de mecanismo de proteção mais eficaz à decisão de investir em determinado negócio do que a obtenção do máximo de informações a ele atinentes. Não seria diferente no caso dos acionistas não controladores, aos quais cabe o papel, antes mesmo do ingresso na companhia, de se colocar a par de todos os dados do negócio, da companhia e especialmente das regras a que estará sujeito ao adquirir participação na empresa.

Conforme muito bem ponderado por Calixto Salomão Filho, "a relação controlador-minoritário gera uma assimetria de informação natural, de difícil disciplina

---

[464] Segundo o juiz, os banqueiros escapavam incólumes das crises financeiras, enquanto o ônus recaía invariavelmente sobre os poupadores da classe média. As ideias de Brandeis influenciaram a introdução de leis que tiveram como objetivo tornar o funcionamento dos mercados mais justo e eficiente, restringindo o poder dos grandes financistas e protegendo os poupadores.

[465] COMPARATO, Fábio Konder. "Insider trading": sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 2, 1971.

pelo direito societário"[466]. É por demais evidente que onde há assimetrias de informações há prejuízos ao bom funcionamento dos negócios, o que pode conduzir, em última escala, a um nefasto processo de seleção adversa, nos termos descritos pelo Nobel em Economia – George Arthur Akerlof[467]. Em breve síntese, o autor explica que a existência de informações assimétricas entre vendedores e compradores de veículos usados faz que os compradores não estejam aptos a identificar os veículos de má qualidade ou de qualidade duvidosa, uma vez que são dotados de menos informações que seus respectivos vendedores sobre o real estado do veículo. Disso decorre que tanto os veículos de má qualidade quanto os de boa qualidade tenham os mesmos preços, o que tende a afugentar os veículos de boa qualidade do mercado, restando apenas os de má qualidade. Conclui-se, com isso, que essa seleção adversa se dá em face da assimetria de informações.

A aplicação da teoria de Akerlof no presente estudo permite verificar que a ausência de informações torna propensa a sobrevivência no mercado apenas das companhias de qualidade ruim "em matéria de práticas de governança corporativa – pois não é possível para o comprador de ações ou o minoritário, que deve decidir entre permanecer na companhia ou não, diferenciar umas das outras, desaparecendo virtualmente o mercado para as boas companhias"[468].

Conforme já assinalado neste estudo, o que caracteriza e distingue em um primeiro momento as companhias abertas das fechadas é a admissão dos valores mobiliários de emissão daquelas à negociação no mercado de valores mobiliários. Isso significaria que, não se valendo as companhias fechadas de captação de recursos da poupança pública, aparentemente, não estariam sujeitas às mesmas regras de divulgação dos atos de seus administradores e controladores.

Essa inferência, no entanto, não denota convencer, pois, muito embora o art. 157 da LSA, de certa maneira, atrele o dever por ele estipulado à existência de um mercado público de captação, é defensável que o disposto na lei societária se estenda às companhias

---

[466] SALOMÃO FILHO, Calixto. Informação completa, direito societário e mercado de capitais. In: _____. *O novo direito societário*, p. 159-160.

[467] AKERLOF, George Arthur. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, Issue 3, p. 488-500, Aug. 1970. Akerlof foi laureado com o Prêmio Nobel de Ciências Econômicas em 2001, juntamente com Michael Spence e Joseph Stiglitz, com o artigo em referência, no qual descreve os problemas que podem ocorrer nos mercados caracterizados por informação assimétrica.

[468] SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit., p. 161.

fechadas não apenas como um desdobramento lógico do dever de lealdade dos administradores e, em especial, dos acionistas que determinam os rumos da companhia, mas também pela leitura que se faz do art. 116 da LSA, o qual encerra deveres endereçados ao controlador e se aplica a todas as companhias, sejam elas abertas ou fechadas.

O dever de lealdade como padrão de comportamento de administradores e controladores pode apresentar-se sob múltiplas facetas, dentre as quais não se pode descartar aquela atinente à confiança mútua que deve pautar qualquer relação jurídica, e que envolve o compartilhamento de informações necessárias à outra parte para que esta possa tomar a melhor decisão.

Muito embora a exigência de divulgação de informações tenha um amplo espectro de aplicação, interessa examiná-la sob o enfoque das operações de transferência de controle. É possível afirmar que existe um dever do acionista controlador de informar os demais acionistas sobre as negociações, a conclusão e as bases do negócio?

A transferência das ações de uma companhia, sobretudo daquelas que impliquem alteração do controle, tem como efeito imediato a mudança de titularidade da participação societária de determinado acionista, ou de um grupo deles.

A questão assume contornos distintos quando a análise se direciona aos seus efeitos mediatos, uma vez que a mudança no controle em geral implica profundas alterações para a companhia e seus participantes, notadamente, para os acionistas minoritários.

Dentre esses efeitos, a preocupação maior está justamente na figura daquele que passará a ditar os comandos da companhia, isso porque o controlador de companhia fechada costuma investir-se não apenas dos poderes que naturalmente são exercidos por qualquer acionista nessa qualidade – *e.g.*, prevalecer em todas as deliberações tomadas em Assembleia Geral, eleger os membros da administração, decidir sobre os rumos da companhia e de seus principais negócios etc. –, mas também é frequente que ele próprio integre a administração da companhia. Com isso, o poder supremo de decisões da companhia fica centralizado nas mãos do controlador – *e.g.*, promoção de mudanças organizacionais, como a inserção da companhia em um grupo de empresas que lhe consuma as riquezas e o potencial de geração de riquezas, utilização dos principais ativos

da companhia adquirida para pagamento de dívidas ou oferecimento de garantias, extinção da companhia como forma de retirar um concorrente do mercado[469] etc..

Dessa perspectiva, não se deve olvidar que a passagem do controle de um acionista para terceiro afeta o próprio centro de orientação e administração da companhia, podendo tanto mantê-la do modo como estava, como propiciar-lhe melhoras ou conduzir à ruína os seus principais negócios. Nesse contexto, "ao se discutir sobre as companhias fechadas, reconhecemos que acionistas geralmente considerariam qualquer alteração no controle da companhia como uma mudança fundamental, sobre a qual esperam ser protegidos"[470].

A atenção deve estar alocada com maior acento ao último efeito, pois é imprescindível que os acionistas não participantes da transferência do controle tenham ciência de quem substituirá o antigo controlador. Munidos dessa informação, os acionistas poderão tomar a decisão ótima, qual seja, aquela que diminui ao máximo a possibilidade de perdas.

Com isso se quer dizer que uma vez informado sobre a existência de um negócio em curso ou até mesmo das intenções de venda das ações pelo controlador, os demais acionistas poderão decidir permanecer na companhia, vender suas ações a um terceiro ou a outro acionista ou até mesmo tentar incluir suas ações no mesmo negócio em que haja a venda das ações de controle. A esse propósito, Menezes Cordeiro, ao tratar do dever de lealdade em sentido amplo, assevera: "manda, em geral: [...] que não se levem a

---

[469] Ao tratar da alienação do controle com vistas ao interesse social que permeia as operações dessa natureza, Calixto Salomão Filho discorre sobre algumas das principais situações práticas que colocam em risco a preservação de uma organização produtiva eficiente: "A casuística relativa à concreta periclitação do interesse social através de uma alienação de controle é muito expressiva. Imagine-se o caso de tentativa de aquisição de controle proveniente de pessoas cuja ligação ao nome da empresa pode ser negativo do ponto de vista comercial. [...] As consequências, danosas para a reputação da sociedade perante o mercado também são inegáveis [...]. Ou imagine-se o caso, não pouco frequente, de aquisição financiada por terceiros em que há o razoável temor de que o adquirente não disponha de meios suficientes para fazer frente aos débitos e venha a utilizar-se do patrimônio social para cobri-los – nesse caso o prejuízo patrimonial dos minoritários é evidente [...]. Pode-se finalmente cogitar do caso de aquisição por concorrente, em que os planos do adquirente são inserir a sociedade adquirida em estrutura grupal, em que perderá valor o seu interesse social em função do interesse de grupo" (SALOMÃO FILHO, Calixto. Direito societário e o novo mercado. In: _____. *O novo direito societário*, p. 139).

[470] Tradução livre do original: "In discussing the closely held corporation, we assumed that shareholders generally would consider any change in control of the enterprise to be a fundamental change from which they would expect to be protected." (SANTONI, Roland J. The developing duties of controlling shareholders and appropriate restraints on the sale of corporate control. *The Journal of Corporation Law*, n. 2, v. 4, p. 317).

cabo atuações laterais que prejudiquem o núcleo da situação; que se mantenha a outra parte informada de tudo quanto possa relevar para a situação nuclear"[471].

Seria inadmissível tolerar declarações imprecisas ou inexatas ou até o ocultamento de informações sobre negócios envolvendo a companhia que pudessem, de algum modo, influenciar na vontade negocial das minorias.

Ressalte-se também que, caso os não controladores ainda sejam informados das bases do negócio, deverão ter um relato atual acerca da situação econômico-financeira da empresa, bem como das expectativas de seu desempenho futuro. Com isso, certamente os acionistas não integrantes do controle poderão dispor de melhor aparato para decidir sobre o rumo de sua participação na companhia.

Nesse aspecto, valiosas são as palavras de Hodge O'Neil, para quem "a fidúcia que um acionista dominante ou o administrador da companhia que aliene o seu controle deve aos minoritários vai muito além de exigir que comprem as ações desses acionistas e as revendam". O autor ainda explica que

> [...] ele deve divulgar aos minoritários informações que possam impactar no valor das ações; quando um fiduciário aliena o controle, é obrigado a tomar alguma ação afirmativa para proteger os interesses dos minoritários, seja fornecendo-lhes informações sobre os termos da venda, seja até mesmo recusando-se a vender suas ações caso o adquirente não queira comprar as ações dos minoritários nas mesmas condições[472].

Saliente-se, ainda, que nos estatutos sociais de companhias fechadas há regras de cunho institucional, as quais regulam a pessoa jurídica, e regras de natureza contratual (convencionais), cujo escopo é regular as relações entre os acionistas e entre estes e a companhia. A disciplina dessas regras deve encontrar anteparo nos preceitos que regem as relações contratuais em geral, sobretudo o princípio da boa-fé, versado no art. 422 do CC, princípio esse capaz de criar deveres laterais, como, *e.g.*, o dever de informar:

---

[471] CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito das sociedades*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007. v. II, n. 221, p. 572.

[472] Tradução livre do original: "the fiduciary duty, which a dominant shareholder or corporate manager selling a control block of stock owes to minority shareholders, goes far beyond a simple requirement that if he purchases their shares for resale he must disclose to them information affecting the values of the shares; that to the contrary, when a fiduciary sells a controlling block of stock he is required to take some affirmative action to protect the interests of minority shareholders, perhaps by providing them with information as to the terms under which he is selling or even by refusing to sell unless the purchaser offers to buy the shares of minority holders on the same favorable terms" (O'NEAL, F. Hodge. Sale of a controlling corporate interest: bases of possible seller liability. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 38, 1976, p. 26).

> A boa-fé objetiva, verdadeira regra de conduta, estabelecida no art. 422 do CC/02, reveste-se da função criadora de deveres laterais ou acessórios, como o de *informar* e cooperar, para que a relação não seja fonte de prejuízo ou decepção para uma das partes, e, por conseguinte, integra o contrato naquilo em que for omisso, em decorrência de um imperativo de eticidade, no sentido de evitar o uso de subterfúgios ou intenções diversas daquelas expressas no instrumento formalizado[473]. (sem grifo no original)

Conclui-se, portanto, que os acionistas de companhias fechadas deverão pautar sua conduta durante toda a existência da companhia não apenas visando ao atendimento do interesse social, mas também observando os deveres de informar e cooperar com seus pares, conforme preceitua o dever maior de boa-fé, a que também estão sujeitos.

3.3.3.3 *Look Back Provision*

O controlador pode adquirir as ações de determinados acionistas da companhia para o fim de promover, no momento subsequente, a alienação do negócio em sua completude. Entretanto, em alguns casos, referida aquisição prévia de ações é realizada com o propósito de privar os demais acionistas de receber parte do lucro que teriam com a proposta de aquisição do negócio como um todo.

Para ilustrar, imagine-se a situação em que a empresa X, com capital social no valor de $50.000, dividido em 50.000 ações ordinárias, possui três acionistas: Caio, titular de 30.000 ações, Mário e Pedro, titulares, cada um, de 10.000 ações. Caio então inicia, sem comunicar aos demais acionistas, negociações com um terceiro investidor, interessado em adquirir a maior quantidade possível de ações da companhia. O potencial investidor oferta o valor de $5 por ação. Caio então consegue adquirir as ações de Mário e Pedro por $2 cada uma e, em seguida, as vende para o terceiro pelo valor individual de $5.

[473] STJ, Resp. 830.526, Rel. Min. Nancy Andrighi, j. 3.9.2009.

Esse é o contexto de aplicação da cláusula conhecida por *look back*, a qual estabelece que a diferença entre o preço pago por Caio a Mário e Pedro e o preço da revenda para o terceiro deve ser ressarcido a Caio e Mário.

Dessa forma, é possível evitar que o controlador arquitete maliciosamente a compra das ações dos não controladores a preço baixo, tendo como propósito primordial reunir o maior número de ações possível, para que possa vendê-las a preço mais elevado, guardando para si todo o sobrevalor que for pago pelo terceiro investidor.

3.3.3.4 Responsabilidade Civil do Controlador – *Actio Pro Socio*[474]

Ao desempenhar as atribuições que lhes incumbe, bem como ao exercer os poderes emanados de sua posição, os controladores estão suscetíveis a causar danos à companhia, aos acionistas e aos terceiros – também designados *stakeholders*.

A diferenciação dos polos de responsabilidade civil do controlador, pautada na posição jurídica do agente prejudicado, afigura-se como o fator desencadeador das distintas formas de tutela, resultante do processamento de ações de cunho social e individual de responsabilidade.

Sublinhe-se que a responsabilidade interna dos controladores no âmbito da companhia constitui critério orientador do contrabalanceamento de poderes conferidos pela lei, estatuto e acordos de acionistas, de modo a assegurar que seu exercício prime pela consecução do interesse da companhia.

A conduta do controlador pode dar margem a uma série de ilícitos capazes de afetar o patrimônio da companhia, dentre os quais é possível destacar[475]: (i) a prática de

[474] Este item foi construído com base no artigo de autoria desta pesquisadora, intitulado *Actio pro socio*, que se encontra no prelo.

atos de liberalidade à custa da companhia; (ii) a utilização, em proveito próprio ou alheio de bens, serviços ou créditos da companhia; (iii) a violação das disposições que determinam o dever de lealdade em detrimento da companhia; (iv) a venda dos ativos da companhia por valores não compatíveis com o mercado ou sem que haja a devida autorização para a prática do ato; (v) a prática de atos que se desviem do objeto social; (vi) a celebração de contratos em condições que lhe tragam proveito pessoal etc.

Para os fins do presente estudo, importam os possíveis comportamentos abusivos do controlador no contexto da transferência de controle de companhias fechadas.

Nesse ensejo, é possível identificar diversas práticas, dignas de nota, aptas a atingir o patrimônio da companhia, como: (i) a possibilidade de venda do controle para pessoas de má reputação que possam prejudicar a imagem da companhia e o andamento dos respectivos negócios no mercado; (ii) a utilização do patrimônio social para saldar os débitos do adquirente do controle; (iii) a promoção de mudanças organizacionais pelo comprador do controle, como a inserção da companhia em um grupo de empresas que lhe consuma as riquezas e o potencial de geração de riquezas; (iv) a extinção da companhia como forma de retirar um concorrente do mercado etc..

As práticas arroladas envolvem o comportamento oportunista não apenas do controlador original, que transfere o controle a terceiro, sem a observância do dever de investigar, mas também do novo controlador, ao não atender aos deveres insertos no dever maior de lealdade que deve pautar as relações entre os acionistas da companhia.

O controlador também poderá ser responsabilizado pela prática de atos que causem prejuízos aos demais acionistas. No âmbito da transferência de controle, os mesmos comportamentos descritos há pouco para o caso de afetação do patrimônio da companhia podem ser aqui reiterados, com o agravante de que o patrimônio do minoritário seja atingido diretamente – e não indiretamente, como ocorre quando o patrimônio da companhia é afetado. Para ilustrar, cite-se o exemplo do controlador que pretenda transferir suas ações a um terceiro e, então, força a aquisição de ações dos minoritários a preço vil, para que, em seguida, possa vendê-las junto com as suas, a preço muito superior àquele

[475] Os exemplos em questão foram abordados por Marcelo Adamek ao tratar da responsabilidade de administradores na companhia (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas*). São Paulo: Saraiva, 2009. p. 199-200).

pago aos minoritários, apropriando-se da diferença entre os valores pagos e os auferidos com a revenda.

O comportamento do controlador em operações de transferência de controle também pode afetar terceiros. Os chamados *stakeholders* – como credores, fornecedores, consumidores e contratantes em geral, exceto os investidores –, *e.g.*, podem ser atingidos toda vez que o patrimônio da companhia sofrer prejuízos em decorrência dos atos praticados pelo controlador, como aqueles já descritos neste tópico, capazes de prejudicar o patrimônio social e, em especial, pela liquidação da companhia, caso a aquisição do controle tenha ocorrido apenas para que o adquirente se aproveitasse de determinado ativo dela ou de um de seus negócios, tendo por finalidade a extinção da companhia. Esse comportamento prejudicial também poderá ocorrer no caso de aquisição da companhia para eliminar um concorrente no mercado.

O princípio basilar da responsabilidade civil do controlador encontra-se consubstanciado na LSA, art. 117, segundo o qual "O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder". O § 3º do artigo em comento preceitua, ainda, que "O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo".

A propósito da matéria, sublinhe-se que a lei societária normatiza o exercício do poder de controle e articula a noção de responsabilidade por ato ilícito: "(a) enuncia regra de conduta a ser observada pelo acionista, impondo-lhe o dever de exercer o poder de controle para realizar o objeto da companhia"; ainda, "(b) define como abusivo o poder de controle com outros fins" e "(c) cria para o acionista o dever de reparar os danos causados por atos praticados com abuso de poder"[476].

Logo, assevera-se que três são os pressupostos concernentes à responsabilidade civil do controlador: (i) a sua conduta comissiva ou omissiva antijurídica; (ii) a existência de dano ao lesado; e (iii) a constatação de nexo de causalidade entre a sua conduta e o dano ocasionado ao lesado.

É de se ressaltar, no entanto, que muito embora o art. 117 da LSA imponha ao *acionista controlador* o dever de responder pelos danos causados por atos praticados com

[476] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Responsabilidade do controlador. In: _____. *Direito dascCompanhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 842-843.

abuso de poder, deixou de tratar sobre quem teria legitimidade para a propositura da respectiva ação de reparação.

O art. 246 da LSA, por sua vez, dispõe de modo expresso sobre os que possuem legitimidade ativa para a propositura de ação de reparação de danos contra *sociedade controladora* que cause prejuízos à companhia por infração ao disposto nos arts. 116 e 117 da LSA[477]. A despeito de não haver disposição expressa que relacione o dever previsto no art. 117 ao procedimento para o seu cumprimento estabelecido no art. 246, abalizada doutrina[478] e a jurisprudência[479] equiparam, para esse efeito, a sociedade controladora ao acionista controlador.

A lei confere, portanto, ao autor da ação de responsabilização do *controlador ou da sociedade controladora* legitimidade extraordinária para pedir indenização, em nome próprio, contudo, em favor da sociedade. A lide é da companhia, que tem o interesse material, direto e principal; a titularidade do processo, todavia, é do acionista, que tem interesse processual e, eventualmente, interesse material indireto e subsidiário no seu resultado.

---

[477] A sanção primeira refere-se à anulação da deliberação tomada em assembleia geral que seja estranha ao interesse da companhia. O ato abusivo pode, no entanto, não comportar referida sanção – *e.g.* se não se consubstanciar como deliberação – ou, ainda, a anulação pode não ser suficiente para compor os prejuízos causados à companhia e seus minoritários. "Daí a sanção da reparação das perdas e danos – inegavelmente difíceis de apurar –, que complementa, sempre que possível, a anulação, ou a substitui quando não há deliberação a anular" (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Responsabilidade do controlador. In: _____. *Direito das companhias*, p. 844).

[478] Nesses termos, aduzem Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho: "De todo modo, o princípio genérico de substituição processual em matéria societária já foi estabelecido no art. 246, § 1º, da lei societária. Não haveria sentido aplicar o dispositivo apenas quando o controlador fosse pessoa jurídica, deixando de se aplicar na hipótese autorização legal expressa para substituição processual no caso de controlador pessoa física." (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima.* 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 384).

[479] "Direito comercial. Sociedade anônima. Alienação do controle acionário. Acionista controlador. Ação de indenização promovida por acionista minoritário, como substituto processual, contra sociedade controladora, com fundamento no art. 246, da Lei n. 6.404/76. Ação proposta, também, contra a pessoa física do acionista controlador maior. Alegação de ilegitimidade. *A lei equipara a sociedade controladora ao acionista controlador (art. 116, da Lei n. 6.404, de 1976). Infere-se, pois, que acionista controlador pode ser pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, podendo ambos figurar no pólo passivo da ação prevista no art. 246, da Lei das Sociedades Anônimas. Por outro lado, como o autor da ação não pede indenização em benefício próprio, mas em nome próprio a prol das sociedades de que faz parte como acionista menor, com respaldo no art. 246, par. 1. da Lei n. 6.404/76, está legitimado extraordinariamente, para fazê-lo*. Assim, a lide é da companhia, que tem o interesse material, direto e principal. A titularidade do processo, no entanto, é do acionista, que tem interesse processual e, eventualmente, interesse material indireto e subsidiário no seu resultado. (M. Carvalhosa e Nilton Latorraca)" (TJRJ, 14ª Câmara Cível, Ap. nº 2001.001.10401, j. 28.08.2001, Rel. Des. Mauro Nogueira) (sem grifo no original).

É imperativo sublinhar que, no entanto, a proteção efetiva dos minoritários não é assegurada plenamente nos mecanismos previstos na LSA, pois, conforme será possível notar, o legislador brasileiro optou por um sistema de responsabilização no qual, em princípio, não se admite a propositura de *ação individual* por um acionista contra seu par para obrigá-lo ao cumprimento de obrigações pessoais resultantes do contrato de sociedade e respectivos negócios (*actio pro socio*).

A chamada *actio pro socio*, estudada com acento nas lições de Direito Romano[480], bem como no Direito Alemão[481], pode ser definida como "uma ação em favor do sócio de boa-fé, que nasce do contrato de sociedade, para reclamar e fazer efetivas durante a sua existência as obrigações recíprocas dos sócios"[482].

No Brasil, cogita-se a *actio pro socio* no âmbito das sociedades limitadas, com esteio na dicção do art. 981 do CC: "Celebram contrato de sociedade as pessoas que *reciprocamente* se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados." (sem grifo no original).

Colacionam-se, a esse propósito, as sábias palavras de Pontes de Miranda[483], que com maestria elucida a questão da reciprocidade como necessária ao alcance do fim comum buscado por aqueles que se unem por meio de contrato de sociedade:

> O contrato de sociedade é para que se faça a sociedade, relação jurídica que dele se irradie. *O vínculo dos sócios é recíproco*. Todos têm o dever de atividade ou

---

[480] A sociedade (*societas*), no Direito Romano, era formada por um contrato consensual, sinalagmático e de boa-fé. Consensual, pois, para a sua eficácia, devia haver o entendimento entre pessoas capazes acerca de um objeto lícito; sinalagmático, por fazer nascer obrigações recíprocas para as partes contratantes; e, de boa-fé, porque pressupunha sempre o consentimento das partes a respeito de seu teor e de suas responsabilidades. Referidos contratos permitiam que duas ou mais pessoas, designadas por "sócios" (*socii*), se obrigassem a colocar em comum bens (*res*) ou esforços (*operae*) com o propósito de alcançar um fim patrimonial lícito que lhes fosse proveitoso. As obrigações dos sócios entre si eram estabelecidas e decorriam do contrato de sociedade, sendo sancionadas por um único tipo de ação judicial, a *actio pro socio.*

[481] Embora a *actio pro socio* tenha sido inicialmente aceita no Direito Alemão por decisões dos tribunais do *Reich*, a sua admissão ocorre apenas em relação às sociedades de pessoas; não há *actio pro socio* no direito acionário. Nas GmbH prevalece a regra de que os sócios não podem se valer se ações individuais para o pleito de reparação de danos indiretos que tenham sofrido. Podem os sócios, contudo, mediante aprovação em assembleia, deliberar a propositura de ação pela sociedade contra um dos sócios (GmbHG § 46, inciso 8). Em razão disso, o principal motivo que fundamenta a possibilidade de utilização do mecanismo da *actio pro socio* no âmbito das GmbH reside no fato de que não há na GmbHG disposições equivalentes à AktG §§ 147 e 148, que garantam aos minoritários o direito de se valer das ações derivadas.

[482] Tradução livre do original: "Acción a favor del sócio, de buena fe, que nace del contrato consensual de sociedad (societas), para reclamar a hacer efectivas durante la sociedad las recíprocas obligaciones de los sócios y a la dissolución para liquidar estas obligaciones" (GARRIDO, Manuel Jesús García. *Diccionario de la jurisprudencia romana*. Madrid: Dykinson, 2008. p. 14).

[483] MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1965. t. L, p. 16.

> contribuição para que se obtenha o fim comum. *Cada sócio tem o direito a que os outros cumpram*, de modo que se não há somente dois sócios, a pluralidade exsurge. (sem grifo no original)

Interessante notar que já no ano de 1938, o jurista J. M. de Carvalho Santos[484] asseverava que "o contrato de sociedade é bilateral, porque desde o momento de sua formação *obriga reciprocamente os contratantes*" (sem grifo no original).

Em adição a isso, as obrigações recíprocas entre os sócios derivam não apenas do texto expresso da lei, como também do dever de cooperação existente entre eles.

Nessa trilha caminha o pensamento de Barbosa Filho[485] ao asseverar que a "cooperação e a identidade qualitativa das prestações erigidas dos contratos singularizam a sociedade", o que impossibilita classificar essa modalidade de contrato como unilateral ou como bilateral. Em razão da plurilateralidade que o permeia, nascem do "contrato de sociedade vínculos múltiplos e idênticos entre todos os contratantes".

Sublinhe-se, no tocante à noção de cooperação como elemento central das sociedades, a assertiva de Calixto Salomão Filho[486] de que o caráter conatural de qualquer sociedade, tanto de pessoas como de capitais, está centrado na cooperação que deve existir entre aqueles que perseguem um objetivo comum. Contudo, caso esse elemento não constitua um elo natural entre os sócios, pode se garantir o seu alcance mediante a celebração de acordos de sócios.

Ao abordar o tema, o doutrinador faz a seguinte ilação: "ou a cooperação é introduzida por via contratual (acordo de acionistas) ou não é possível constituir qualquer relação duradoura entre os sócios, comportando-se a sociedade como uma sociedade unipessoal de fato"[487].

A dissertação de Calixto Salomão Filho ora colacionada demonstra com clareza que o autor propugna pela relevância da cooperação como elemento central da organização societária.

---

[484] SANTOS, J. M. de Carvalho. *Código civil brasileiro interpretado*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1938. v. XIX, p. 6.
[485] BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Código civil comentado*. Coordenação de Min. Cezar Peluso. São Paulo: Manole, 2006. p. 923.
[486] SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, p. 54-55.
[487] Ibidem, loc. cit..

Nessa acepção, as obrigações dos sócios pautam-se não apenas na relação que titularizam com a sociedade, mas também naquelas formadas entre eles próprios, o que significa dizer que, em princípio, um sócio poderia obrigar o outro a cumprir as obrigações contraídas perante a sociedade, fazendo valer o instituto da *actio pro socio*.

Herbert Wiedemann[488], ao abordar a questão dos deveres de lealdade dos sócios, coloca em debate a quem caberia perseguir os direitos decorrentes do vínculo de lealdade dos sócios: se a própria sociedade, a coletividade dos sócios, os sócios de forma individual ou todos os sócios, independentemente uns dos outros.

O próprio autor responde à indagação ao dissertar que, nas sociedades de pessoas, as pretensões sociais atreladas a questões patrimoniais (*Gesamthand*) são exercidas pela própria sociedade e, para ela, por meio de seus administradores. Esclarece que, quando o contrato social não dispuser de modo diverso, as questões patrimoniais serão defendidas – independentemente da capacidade jurídica ou processual – pelos demais sócios no relacionamento interno, "com o que ainda está sendo respeitado o caráter personalístico da comunhão"[489]. Ainda de acordo com Wiedemann, a *actio pro socio* será o instrumento por meio do qual os sócios de sociedades de pessoas, individualmente, poderão cobrar deveres de lealdade de toda sorte dos demais sócios, mas sempre em prol da sociedade.

A despeito da carência de decisões dos tribunais brasileiros acerca do tema, bem como de dedicação aprofundada da doutrina, vislumbra-se, com base na formação contratual das sociedades anônimas de pessoas, a possibilidade de cogitar, ao menos no plano teórico, a propositura da *actio pro socio* como ferramenta de proteção aos sócios na tentativa de forçarem o cumprimento de obrigações contraídas pelos seus pares perante a companhia.

---

[488] WIEDEMANN, Herbert. Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas. Trad. de Otto Carlos Vieira Ritter von Adamek. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, p. 154.
[489] Ibidem, loc. cit..

3.3.4 Mecanismos Previstos no Direito Estrangeiro

3.3.4.1 Direito Norte-Americano

A análise dos mecanismos propriamente ditos demanda que antes se teçam algumas breves linhas sobre o sistema de regras que circundam o direito societário norte-americano.

De modo geral, cada Estado possui legislação própria acerca do regramento que irá reger as relações societárias. No nível federal, a American Bar Association elaborou o chamado *Revised Model Business Corporation Act* (RMBCA)[490], o qual consiste na versão revisada do *Model Business Corporation Act* (MBCA), introduzido no ano de 1950, em face das variações existentes em cada Estado sobre a disciplina das sociedades. Como complemento ao MBCA, foi elaborado ainda o *Model Statutory Close Corporation Supplement*, o qual, assim como o MBCA, presta-se a servir como parâmetro geral para a elaboração das normas locais, podendo suas diretrizes serem aplicadas no todo ou em parte ao serem produzidas as normas de cada Estado.

Com efeito, apesar de não obrigatório, o MBCA e seus suplementos contêm os principais elementos que estruturam o direito societário norte-americano. Algumas instituições não governamentais também lançaram importantes contribuições em complemento aos normativos em questão, como o *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, publicado pelo American Law Institute (ALI), o qual exerce grande influência no sistema de governança das companhias.

Ainda, previamente à abordagem dos principais mecanismos de proteção das minorias em companhias fechadas, impende retomar alguns pontos das lições a respeito da opressão no ordenamento norte-americano (vide item 3.1), uma vez que as práticas

[490] O RMBCA é, atualmente, seguido por 24 Estados norte-americanos. Cf. BEBCHUK, Lucian A. The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, v. 118, n. 3, p. 833-914, Jan., 2005. Disponível em: <http://ssrn.comQabstract=387940>. Acesso em: 28 nov. 2012.

revestidas desse elemento em rigor servem de fundamento para a aplicação dos variados remédios previstos nas legislações.

Com efeito, a interpretação do termo em questão pelos tribunais norte-americanos se configura sob basicamente três direcionamentos: (i) opressão como conduta ilícita; (ii) opressão como quebra dos deveres de fidúcia; e (iii) opressão como violação das expectativas razoáveis dos minoritários.

No primeiro caso, a definição de opressão como conduta ilícita apresenta-se um tanto quanto vaga, todavia, é capaz de englobar uma série de situações que acabam por ser definidas casuisticamente, como a obtenção de benefícios privados de controle, o pagamento de salários excessivos a certos participantes da companhia, a exclusão dos minoritários ao acesso de informações, a retenção de dividendos etc.[491].

Em diversos casos decididos pelas cortes americanas, o termo opressão, no entanto, foi compreendido como resultado da quebra dos deveres fiduciários, os quais foram determinados por diversas vezes como deveres embutidos no dever maior de boa-fé e que devem ser observados pelos controladores em relação aos minoritários.

Assim como a interpretação dada no primeiro caso, o foco do presente entendimento está na conduta do controlador – o que não ocorre na terceira abordagem, segundo a qual o termo *opressão* tem como fundamento a quebra das expectativas razoáveis dos minoritários, transpondo-se, dessa forma, o foco do comportamento do controlador para o interesse do minoritário.

O primeiro caso a tratar do assunto foi julgado pela Suprema Corte de Nova York – Myron F. Topper et al. *v.* Park Sheraton Pharmacy, Inc[492] –, no qual Topper alegou que havia deixado o emprego que já estava há 25 anos e se mudara com a família da Flórida para Nova York, passando a ser acionista minoritário e diretor de duas farmácias. Em razão do desempenho na companhia, teve o salário praticamente dobrado logo no primeiro ano, no entanto, em seguida, foi demitido, sem nenhuma justificativa. A atitude

---

[491] Cf. Hayes *v.* Olmsted & Assocs., CA A106401, Court of Appeals of Oregon, 173 Ore. App. 259, 21 p. 3d 178, 2001; Baker v. Commercial Travelers Mut. Acci. Asso., Court of Appeals of New York, 4 N.Y. 2d 828, 150 N.E. 2d 233; 173 N.Y.S. 2d 803, 1958.

[492] Myron F. Topper et al. v. Park Sheraton Pharmacy, Inc. [NO NUMBER IN ORIGINAL]. Supreme Court of New York, Special Term, New York County. 107 Misc. 2d 25; 433 N.Y.S.2d 359; 1980 N.Y. Misc. LEXIS 2821, October 24, 1980.

inesperada da companhia fez que Topper recorresse à Justiça para pleitear, alternativamente, a recompra de suas ações pela companhia ou a sua dissolução. A Suprema Corte de Nova York então decidiu que "as ações do réu [...] prejudicaram severamente as expectativas razoáveis de Topper, que constituem o negócio das partes, tendo em conta que a conduta subsequente deve ser levada em consideração"[493].

Essa abordagem se cerca das características peculiares das companhias fechadas, as quais, *de per si*, atraem investidores interessados em integrar nos quadros sociais. Nessas companhias, é comum que os acionistas também sejam seus empregados e, dessa maneira, uma das principais expectativas dos investidores está no recebimento de salários e benefícios relacionados às funções exercidas e não de dividendos.

Nesse ponto, torna-se relevante sublinhar que, muito embora a maior parte dos textos normativos dos Estados americanos se dirija indistintamente às companhias abertas e fechadas, é notória a tendência ao surgimento de regras destinadas, em específico, às companhias fechadas, em face das características que lhe são próprias e que trazem à tona necessidades especiais.

Examinadas as principais interpretações acerca do que se compreende por opressão, é preciso tecer algumas linhas acerca dos mecanismos disponíveis para saná-la.

Uma das primeiras ferramentas utilizadas para combater práticas de opressão era a dissolução judicial da companhia. O termo *opressão*, como justificativa para a dissolução, foi introduzido pioneiramente no *Illinois Business Corporation Act* de 1933[494], e repercutidas por diversos outros Estados, bem como pelo RMBCA, *cuja section 14.30 (2)* versa*: "O tribunal pode dissolver a companhia, mediante ação proposta por acionista, caso se verifique que os diretores ou aqueles que estiverem no controle da companhia*

[493] Tradução livre do original: "the respondent's actions [...] severely damaged Topper´s reasonable expectations, which constitute the bargain of the parties in light of which subsequent conduct must be appraised" (Myron F. Topper et al. v. Park Sheraton Pharmacy, Inc. [NO NUMBER IN ORIGINAL]. Supreme Court of New York, Special Term, New York County. 107 Misc. 2d 25; 433 N.Y.S.2d 359; 1980 N.Y. Misc. LEXIS 2821, October 24, 1980).

[494] No caso pioneiro de Illinois – Central Standard Life Ins. Co. *v.* Davis –, a Suprema Corte reconheceu que a opressão não implicava a identificação de conduta ilegal ou fraudulenta, mas sim, daquela dotada de abuso ou arbitrariedades (Central Standard Life Ins. Co. *v.* Davis, No. 34166, Supreme Court of Illinois, 10 Ill. 2d 566; 141 N.E.2d 45; 1957 Ill. LEXIS 240, March 20, 1957).

agiram, estão agindo ou vão agir de uma forma que seja ilegal, opressiva ou fraudulenta"[495] (sem grifo no original).

Na prática, as Cortes raramente concedem o referido direito, por constituir meio drástico de solução dos problemas enfrentados pelos acionistas. O que se quer é sanar eventuais pontos dissonantes existentes entre os acionistas, sem que, para tanto, a companhia como um todo tenha de ser extinta, já que isso prejudicaria todos os demais acionistas, bem como os *stakeholders* e o desenvolvimento econômico em geral.

Por essa razão, outro remédio passou a ser utilizado pelos acionistas de companhias fechadas quando seus interesses são contrariados em face de operações que alterem a estrutura, o comando ou a saúde financeira da companhia – o chamado *appraisal remedy*.

Esse mecanismo permite que se confira ao acionista a oportunidade de que suas ações sejam adquiridas pela companhia, por determinado valor de avaliação, e, após isso, o acionista se retira dos quadros sociais.

Nesse passo, é preciso recordar que, tradicionalmente, as principais decisões deliberadas no âmbito das companhias norte-americanas eram tomadas por unanimidade[496], sobretudo aquelas que afetavam as expectativas originais dos acionistas, ou como o negócio deveria ser operado. No entanto, esse modo de aprovação das matérias atravancava o dinamismo requerido pela consecução dos negócios sociais, razão pela qual passou-se a conferir legitimidade para que o poder de decisão ficasse a crivo da maioria.

Ao mesmo tempo em que a decisão por maioria conferiu maior celeridade para determinar as decisões da companhia, acabou por extinguir os direitos de veto antes titularizados pelos acionistas – por unanimidade –, criando potenciais riscos aos investidores. Por essa razão, juntamente com a atribuição de poderes à maioria, foram introduzidos os *appraisal rights* como forma de compensar a perda do direito de voz na aprovação de matérias fundamentais para a companhia e seus acionistas. O direito em questão também encontra como fundamento para a sua implementação a possibilidade de

---

[495] Tradução livre do original: "the court may dissolve a Corporation in a proceeding by a shareholder if it is established that the directors or those in control of the Corporation have acted, are acting, or will act in a manner that is illegal, oppressive or fraudulent".

[496] BRANSON, Douglas M.; PINTO, Arthur R. *Understanding corporate law*. 3. ed. New York: LexisNexis, 2009. p. 127.

conferir liquidez às ações dos investidores que desejarem se retirar da companhia quando modificações fundamentais ocorrerem.

É preciso salientar, no entanto, que os *appraisal rights* praticamente não são utilizados pelos acionistas, sobretudo nas companhias fechadas, dado integrar um procedimento moroso e de elevados custos. Esse direito também não é visto como forma de refrear os ímpetos de oportunismo dos controladores, dado terem ciência de que poucos serão aqueles que enfrentarão as adversidades contidas no procedimento para poder alcançar o resultado pretendido. Referido direito também se mostra inadequado, pois abrange poucas situações que fundamentam o seu exercício. Assim, a crítica que se faz reside no fato de que nem todas as situações geradas nas companhias fechadas estão abrangidas pelas possibilidades que justificam o disparo dos *appraisal rights*.

Com essa perspectiva, o MCBA permite aos acionistas estabelecerem diversos outros mecanismos que possam protegê-los, sobretudo quando o assunto for a transferência de controle das companhias fechadas. Muito embora não haja regras específicas acerca da proteção dos minoritários em transações dessa natureza, os deveres direcionados aos controladores, como o de lealdade, de fidúcia e de boa-fé, são com frequência invocados para a proteção das minorias nos *cases* levados a julgamento.

De todo modo, à semelhança do que se disse sobre a situação dos acionistas de companhias fechadas brasileiras, cabe, precipuamente aos próprios acionistas, à míngua de proteção destinada, em particular, aos casos de opressão na transferência de controle, estabelecer no estatuto ou em acordos cláusulas que confiram proteção adicional àquela disposta em lei, sendo, dentre elas, as mais comuns no Direito Norte-americano as seguintes[497]: (i) acordos de votos (*voting agreements*); (ii) emissão de múltiplas classes de ações (*multiple classes of shares*); (iii) direitos de veto (*veto rights*); e (iv) acordos de transferência (*buy-sell agreements*).

Os acordos de votos disciplinam o exercício do voto na companhia e têm como propósito resguardar o poder de controle – ou a defesa dos interesses dos minoritários, quando celebrado entre esses. A emissão de múltiplas classes de ações, por sua vez, visam atender a interesses particulares de certos grupos de acionistas; já os direitos de veto

[497] AMERICAN BAR ASSOCIATION. Managing closely held corporations: a legal guidebook [notes]. *Business Lawyer (ABA)*, Chicago, v. 58, n. 3, p. 1.110-1.114, May 2003.

possibilitam que matérias consideradas fundamentais para a consecução social dependam da aprovação de certos acionistas ou de determinado *quorum* mais elevado. Por derradeiro, os acordos de transferência permitem, em última análise, o controle de quem fará parte dos quadros sociais.

No que tange aos acordos de transferência, destacam-se: (i) restrições nas transferências de ações apenas para determinadas pessoas; (ii) direito de primeira oferta (*first offer*), segundo o qual o acionista que pretenda se desfazer de suas ações deverá oferecê-las, prioritariamente, aos demais acionistas da companhia; (iii) direito de preferência (*right of first refusal* ou *preemptive right*), o qual determina a prioridade dos acionistas da companhia na compra das ações de outro acionista que tenha recebido proposta de terceiros; (iv) direito de venda conjunta (*tag along right*), que estabelece o direito dos minoritários de venderem sua participação em conjunto com a do controlador; e (v) venda conjunta forçada (*drag along*), no qual o controlador pode obrigar que os demais acionistas vendam sua participação em conjunto com as ações de controle.

3.3.4.2 Direito Inglês

O *Companies Act* 2006 consolida diversas regras destinadas à disciplina do direito societário inglês, no entanto, por se tratar de país que segue o sistema da *common law*, a maior parte das regras deve ser perseguida nas decisões proferidas pelos tribunais.

O *Companies Act* estabelece quatro principais formas pelas quais as companhias poderão se organizar[498]: (i) *private company limited by shares* – a responsabilidade dos sócios é limitada ao valor subscrito e não integralizado; (ii) *private company limited by guarantee* – a empresa não tem um capital social e a responsabilidade dos membros é limitada ao montante que eles concordaram em contribuir para os ativos da

[498] DAVIES, Paul L. *Gower and Davies´ Principles of modern company law*. 7. ed. London: Sweet & Maxwell, 2003.

empresa, se for liquidada (em rigor um valor nominal); (iii) *private unlimited company* – a responsabilidade dos sócios é ilimitada; e (iv) *public limited company* – a responsabilidade dos sócios é limitada ao valor subscrito e não integralizado. Apenas as ações emitidas por essas sociedades podem ser negociadas no mercado.

Nos termos do S. 4 (1) do *Companies Act* 2006, "companhia fechada é toda aquela que não seja companhia aberta"[499]. As companhias abertas (*public companies*), por sua vez, são aquelas que necessitam de capital mínimo, devem ter pelo menos dois conselheiros e podem negociar suas ações no mercado.

Elegem-se, portanto, como foco de análise os institutos aplicáveis às *private companies*, uma vez que os acionistas se situam em posição mais vulnerável, ante a ausência de liquidez de suas ações.

Ao contrário do que se observou no Direito Norte-americano, o *appraisal remedy* não constitui prática muito difundida no Direito Inglês, tendo sido previsto o instituto apenas nas seções 110-111 do *Insovency Act* de 1986. Isso porque o país tem por tradição permitir que o acionista que se sinta prejudicado peticione e comprove que a maioria violou alguma lei ou algum preceito estabelecido na jurisprudência; assim, o Direito Inglês não tem como tradição conferir mecanismos automáticos de saída, com base na discordância das decisões tomadas pela maioria.

Nesse esteio, o chamado *unfair prejudice remedy*[500] consiste em um dos mecanismos mais utilizados na defesa dos interesses da minoria. Ele está previsto nas seções 994-996 do *Companies Act de 2006* e pode ser invocado com base no fato de que (i) os assuntos da empresa estão sendo ou foram realizados de modo injustamente prejudicial aos interesses dos membros em geral, ou de parte deles – incluindo o próprio autor da ação; ou (ii) um ato ou omissão, atual ou futuro da companhia, é ou será prejudicial.

Admitida a ação, o juízo deverá determinar medidas capazes de remediar a situação injusta comprovada pelo autor da ação, dentre as quais, a seção 996 do *Companies Act* assinala, exemplificativamente: (i) regular a condução dos negócios sociais; (ii) exigir

---

[499] Tradução livre do original: "a private company is any company that is not a public company".

[500] O presente estudo tem como propósito não se aprofundar nas práticas societárias encontradas no Direito Inglês, mas sim, tecer breves comentários sobre o tratamento dos direitos minoritários, no entanto, é pertinente ressaltar que os acionistas também podem se valer de outros mecanismos, como*: derivative action*, *enforcement of shareholders´rights*, *the right to attack the alteration association*, *winding-up remedy* etc..

que a companhia ou determinado acionista faça ou deixe de fazer algo; (iii) exigir que as alterações nos estatutos da companhia apenas sejam implementadas mediante prévia autorização judicial; (iv) determinar a compra das ações de um acionista por outro par ou pela própria companhia.

Apesar de amplamente utilizado, pleitear o direito em questão costuma ser um processo longo e bastante custoso, razão pela qual cabe aos acionistas mais prudentes determinar proteções especiais logo que ingressarem na companhia, no que toca às transferências de controle, de modo a conferir proteções adicionais àquelas previstas em lei ou aos minoritários que tenham de se valer do procedimento do *unfair prejudice remedy*.

3.3.4.3 Direito Alemão

As duas principais formas pelas quais as sociedades podem se organizar no ordenamento alemão são a *Aktiengesellschaft* (AG) e a *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH). *Grosso modo*, as AG são comparáveis às *public companies* inglesas ou às *publicly held corporation* norte-americanas, ao passo que as GmbH podem ser comparadas com as *private limited companies* inglesas e às *closed corporation* norte-americanas.

Cada um dos tipos é regulado por normas distintas. As AG são disciplinadas pela *Aktiengesetz* (AktG), ao passo que as GmbH são reguladas pela *GmbH-Gesetz* (GmbHG). Apesar de se equipararem no que se refere a diversos preceitos básicos, os dois tipos societários possuem regras substancialmente distintas, sobretudo no tocante à proteção dos acionistas minoritários.

A propósito da disciplina, é de se notar que a tradição no Direito Alemão nunca foi a de proteger primordialmente os acionistas, sendo colocados em primeiro plano os chamados *stakeholders* – credores, empregados e os próprios administradores da companhia –, sobretudo nas AG. Sublinhe-se que não é outro o tratamento dispensado ao

minoritário, que sempre esteve em segundo plano, no entanto, nos últimos anos, algumas reformas vieram à tona com o propósito de reconsiderar determinadas proteções necessárias a esses acionistas.

Na realidade, as reformas destinadas ao aprimoramento das regras de governança, incluindo a proteção às minorias, vêm sendo realizadas há muitos anos, uma vez que vários fatores convergiram para essa necessidade, como, *e.g.*, a globalização da economia e o consequente aumento das relações comerciais entre os países, a necessidade de atrair capitais internos e estrangeiros para o desenvolvimento da economia interna[501].

Em face da temática do presente trabalho, será conferido enfoque à regulação apenas das GmbH.

A despeito de tanto o princípio da legitimidade da companhia – para reivindicar os danos experimentados em seu patrimônio – quanto o princípio que determina que os acionistas não possuem legitimidade para pleitear diretamente danos indiretos por eles sofridos terem sido recepcionados pelo Direito Alemão, o tratamento conferido às AG é distinto daquele endereçado às GmbH no que concerne à responsabilização dos sócios e/ou administradores da sociedade. Com efeito, o legislador confere aos acionistas das primeiras, legitimidade para a proposição de ações derivadas (AktG §§ 147 e 148), ao passo que, às últimas, passou o ordenamento alemão a admitir a *actio pro socio*, a qual garante ao sócio da GmbH o direito de exigir, em seu próprio nome, dos outros sócios o cumprimento de obrigações que tenham contraído perante a sociedade[502].

Nesses termos, a ação social *ut singuli* ou *actio pro socio* pode ser conceituada como a ação do sócio, pela qual ele, individualmente, exerce pretensão da sociedade em

---

[501] As ponderações assinaladas neste item seguem os ensinamentos ministrados pelo professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França na disciplina DCO-5886 – Teoria Geral do Direito Societário II, cursada pela pesquisadora em 2010 e 2012 no doutorado em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

[502] Ao tratar do ânimo continuativo relacionado a todos os elementos do contrato social, sobretudo à pessoa dos sócios, ao objeto e ao objetivo comum, Fábio Konder Comparato se reporta ao Direito Romano clássico para explicar que não é apenas uma vez e para o todo e sempre que os sócios manifestam seu interesse em permanecer em dada sociedade, "é continuamente e todos os dias, de tal maneira que, cessando a *affectio* rompe-se, *ipso facto*, o vínculo contratual que os une". Nesse esteio, o professor assinala que essa exigência de perseverança em determinado acordo social resulta na "exigência de acendrada boa fé. Característica da *actio pro socio* é que o que se deixa de condenar pelo inadimplemento de uma de suas obrigações contratuais por insignificante que seja, comete um ato de grave malícia (*dolus malus*) e incorre na infâmia" (COMPARATO, Fabio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: "nova et vetera". *Revista de Direito Mercantil*, n. 36, 65, p. 69).

nome próprio. Embora a *actio pro socio* tenha sido inicialmente aceita no Direito Alemão por decisões dos tribunais do *Reich*, a sua admissão ocorre apenas em relação às sociedades de pessoas; não há *actio pro socio* no direito acionário. Nas GmbH prevalece a regra de que os sócios não podem se valer de ações individuais para o pleito de reparação de danos indiretos que tenham sofrido. Podem os sócios, no entanto, mediante aprovação em assembleia, deliberar a propositura de ação pela sociedade contra um dos sócios (GmbHG § 46, inc. 8). Desse modo, o principal motivo que autoriza a utilização do mecanismo da *actio pro socio* no espectro das GmbH está no fato de que não há na GmbH disposições equivalentes às da AktG §§ 147 e 148, que garantam aos minoritários o direito de se valer das ações derivadas.

Nesse esteio, os requisitos que autorizam a propositura da *actio pro socio* nas GmbH podem ser assim resumidos: (i) ocorrência de deliberação prévia em Assembleia Geral; (ii) a deliberação deve ter sido pelo não ajuizamento da ação; e (iii) referida deliberação pelo não ajuizamento deve configurar violação do dever de lealdade.

Deve-se levar em consideração, no entanto, que o mecanismo em questão não tem demonstrado eficiência econômica na prática. Isso porque a propositura da *actio pro socio* é limitada apenas à relação entre os sócios, e não entre esses e os administradores da sociedade, o que significa dizer que, em princípio, a *actio pro socio* não constituiria instrumento hábil a exigir o cumprimento de obrigações assumidas pelos administradores com a sociedade, mas apenas entre os sócios e esta. Ademais, o sócio que ajuizou a ação em benefício da sociedade deve arcar com a integralidade dos custos incorridos com a sua propositura, não tendo a sociedade o dever de reembolso. Outro motivo relevante consiste na grande dificuldade de obtenção de informações pelos sócios para que a ação seja proposta, o que, na maioria das vezes, acaba por desestimular o uso dessa ferramenta como mecanismo de proteção dos sócios da GmbH.

O fato é que a GmbHG contém poucos dispositivos destinados à proteção dos minoritários contra eventuais práticas abusivas dos controladores. Isso porque se presume que nessas sociedades as relações entre os sócios sejam mais próximas, menos complexas e mais flexíveis, o que resulta na possibilidade de que possam negociar o

estabelecimento de regras adicionais que julguem necessárias à proteção dos participantes da companhia.

Dentre as principais ferramentas protetivas previstas em lei, pode-se destacar a proibição de voto, a qual está prevista na GmbHG, seção 47 (4), e encerra a ideia de que o acionista referido nas situações seguintes estará impedido de votar: (i) quando a deliberação disser respeito à liberação do acionista de alguma responsabilidade ou obrigação; (ii) na hipótese de se tratar de transação entre partes relacionadas; ou (iii) no caso de propositura de ação ou qualquer outra medida legal contra o acionista.

Outro importante mecanismo de proteção, já amplamente discorrido no presente estudo, e que foi desenvolvido no âmbito dos tribunais alemães, diz respeito ao dever de lealdade que deve pautar as relações entre os acionistas e entre estes e a companhia, sobretudo nas GmbH, em que as relações entre os sócios são predominantemente pessoais e dotadas de confiança, consideração e boa-fé.

No que toca ainda às GmbH, a lei também prevê outros remédios, como, *e.g.*, a dissolução, a expulsão[503] e o recesso.

Nesses termos, a seção 61 da GmbHG versa sobre a ferramenta da dissolução judicial da sociedade nos casos em que se tornar impossível a consecução do seu fim ou quando houver causas substanciais que motivem a sua dissolução.

Por se tratar de medida extremamente severa, a lei também prevê a possibilidade de direito de retirada, pelo qual o acionista que o exercer deverá receber valor justo pelas suas ações, garantindo-se certa liquidez às ações das GmbH.

Por fim, o remédio da expulsão constitui boa medida para os acionistas que pretendam permanecer na sociedade em vez de se retirar. A expulsão pode se destinar inclusive ao controlador[504]. Muito embora a expulsão dependa de deliberação, o

---

[503] Sobre expulsão e retirada na Alemanha, vide: SCOGIN, Hugh T. Jr. Withdrawal and expulsion in Germany: a comparative perspective on the close corporation problem. *Michigan Journal of International Law*, v. 15, p. 127-188, 1993; e MILLER, Sandra K. Minority shareholder oppression in the private company in the European Community: a comparative analysis of the German, United Kingdom, and French "close corporation problem". *Cornell International Law Journal*, v. 30, n. 2, p. 381-428, 1997.

[504] KLEINDIEK, Detlef. Protection of minority shareholders under German Law. *International Company and Commercial Law Review*, London: Sweet & Maxwell, p. 144-145, 1993.

acionista alvo fica proibido de exercer seu voto no conclave, permitindo-se, assim, que mesmo o controlador possa ser expulso.

4 CONCLUSÕES

Sem prejuízo das demais conclusões parciais consubstanciadas ao longo do estudo, procurar-se-á consolidar a seguir aquelas que se nos afiguram como principais.

4.1 Súmula das Conclusões

Como conclusões principais do estudo, destacam-se as seguintes:

– Companhias fechadas

● Em vista do que foi exposto no presente estudo, é possível concluir que as companhias fechadas possuem características próprias, capazes de diferenciá-las das companhias abertas, das sociedades limitadas e também das chamadas sociedades familiares.

● Ao tratar das sociedades *anônimas personalistas*, *sociedades limitadas travestidas de sociedades por ações* ou *sociedades circunstancialmente anônimas*, as quais são marcadas, em boa medida, pela afinidade e identificação pessoal entre os acionistas, bem como pela confiança mútua, concluiu-se que nem todas as companhias fechadas são necessariamente revestidas de caráter *intuitu personae*.

● Assim, muito embora o *intuitu personae* tenda a ser mais acentuado nas sociedades anônimas fechadas, essa característica não deve ser tomada como verdade absoluta em todas as companhias dessa natureza. O que se defende é a existência de regras próprias para as sociedades anônimas fechadas, sobretudo para aquelas revestidas de características personalistas, em vez de mantê-las sob o mesmo regramento das

companhias abertas ou das forçosas tentativas de interpretação que buscam elementos das sociedades limitadas para fundamentar a proteção dos minoritários.

● Nesses termos, conclui-se que este é o momento de se cogitar da instituição de normas específicas para as companhias fechadas, levando-se em conta, inclusive, as próprias subdivisões que podem ocorrer dentro desse tipo societário – sociedades anônimas fechadas personalistas e não personalistas – de modo que se promova a real eficácia na proteção dos acionistas, especialmente quando se trata da transferência de controle, cujas regras atuais deixam apenas ao crivo dos acionistas o estabelecimento de proteções especiais. Essas proteções, muitas vezes, não são por eles pactuadas e, quando são estabelecidas por meio de pacto, nem sempre se mostram capazes de alcançar o real objetivo de proteger adequadamente todas as partes envolvidas na transação.

– Companhias fechadas e art. 254-A da LSA

● Muito embora grande parte da doutrina tenha colocado em xeque o art. 254-A, em função da não inclusão dos minoritários de companhias fechadas em seu espectro de proteção, chega-se à conclusão de que as companhias fechadas não foram incluídas porque a proteção dos minoritários dessas sociedades não tem como base um sistema de compensação pelo não recebimento do prêmio de controle, tal como ocorre nas companhias abertas, mas sim, em uma premissa maior fundada nas arraigadas relações contratuais que podem constituir o critério orientador dessa modalidade societária e que impedem o controlador de perpetrar injustiças.

● No contexto das transferências de controle, dado que os minoritários não possuem nenhum tipo de ingerência na realização da operação, bem como nas suas condições e, mais ainda, de decidir para as mãos de quem o controle será repassado, é certo que existe a possibilidade de a conduta do controlador pautar-se por certos desvios – *e.g.*, privação dos acionistas de informações sobre a transferência do controle, transferência para controlador que prejudique a companhia e/ou seus acionistas etc..

● Nessas circunstâncias, o fundamento da proteção dos acionistas está justamente na confiança mútua, consideração, respeito, lealdade e fidelidade que

conduziram à contratação da sociedade e não em institutos como o da oferta pública obrigatória (LSA, art. 254-A), o qual tem como função precípua promover a devida compensação a certos acionistas que não fizerem parte do controle.

– Custos de agência

● Não obstante, em uma primeira análise, boa parte da doutrina tenha sustentado que a inexistência de mercado para as ações de companhias fechadas constitua a origem dos principais problemas enfrentados pelos minoritários dessas companhias, conclui-se não ser este o motivo imediato que limita a venda de participações minoritárias. Em uma companhia em que os controladores extraiam elevados benefícios privados de controle, pratiquem atos abusivos ou se valham de brechas legais para auferir vantagens pessoais, ainda que existisse um mercado destinado à negociação das referidas ações, provavelmente não haveria compradores interessados e, se houvesse, estariam dispostos ao pagamento de preço vil, dado que o adquirente das ações da minoria estaria sujeito às mesmas dificuldades do vendedor após ingressar na companhia.

– Benefícios privados de controle

● De modo geral, com base nos estudos feitos por Alexander Dyck e Luigi Zingales e por Tatiana Nenova, verificou-se que benefícios privados de controle estão relacionados, sobretudo, a mercado de capitais menos desenvolvidos, concentração de propriedade, negociações realizadas de modo privado e menor proteção aos investidores.

● Muito embora as inferências apontadas tenham sido obtidas com base na análise de companhias abertas, conclui-se que é possível inseri-las no contexto das companhias fechadas, nas quais as questões institucionais e jurídicas analisadas possuem reflexos ainda mais preocupantes, tendo em vista a ausência de regulação específica para as operações de transferência de controle, sobretudo das companhias marcadas pelo traço *do intuitu personae*, hipótese esta que configura se não o principal, um dos marcos mais

importantes em que os controladores podem extrair benefícios particulares à custa dos demais acionistas da companhia.

– Eficiências e ineficiências nas transferências de controle

● A análise das características peculiares das sociedades anônimas fechadas conduz à conclusão de que o melhor modelo de transferência de controle no Brasil é aquele que possa inibir as transações ineficientes, ainda que para isso algumas operações eficientes tenham de ser abortadas, pois, caso se permitisse a ocorrência de transações ineficientes, em que a situação da companhia e dos acionistas que nela permanecessem fosse piorada, a minoria teria consideráveis dificuldades em deixar os quadros sociais ou buscar reparos aos prejuízos sofridos.

● Com efeito, é possível concluir que o modelo que melhor ampararia a realidade das companhias fechadas brasileiras seria o do tratamento *igualitário total relativo*, calcado na limitação dos poderes do controlador. Segundo esse modelo, o comprador do controle também fica obrigado a adquirir as ações dos acionistas minoritários, evitando-se, com isso, que possa desviar as riquezas desses acionistas no futuro, mediante a obtenção de benefícios privados de controle (tratamento *igualitário total*). No entanto, os minoritários receberiam pouco menos pelas suas ações (tratamento *igualitário relativo*), apenas em decorrência das maiores atribuições e responsabilidades do controlador na companhia. Para tanto, deveriam os acionistas estabelecer um teto de valor a ser pago pelas ações de controle; com isso, seriam inibidas as transferências ineficientes e viabilizadas as eficientes, pois a obrigatoriedade de comprar de todas as ações da companhia deixaria de constituir ônus excessivo que pudesse inviabilizar a compra pelo adquirente.

– A quem deve ser atribuído o ágio pago pelo controle?

● Em um ambiente saudável de mercado, conclui-se que as ações de controle não valem muito mais que as demais ações, justificando-se o sobrevalor das ações do controlador apenas pelos maiores deveres e responsabilidades assumidos perante a companhia. Com isso, o sobrevalor do controle constituiria mera compensação pelos deveres e responsabilidades adicionais a ele atribuídos, não havendo que se falar, portanto, em repartição com os demais acionistas, ainda que titulares de ações de mesma classe.

● Conclui-se que, em um ambiente no qual haja distorção desses valores, o sobrevalor embutido nas ações de controle não diz respeito apenas aos deveres e responsabilidades assumidos em maior grau pelos controladores, mas sim à possibilidade de que possa extrair benefícios privados da companhia. Em situações como essa, costuma-se verificar o pagamento de elevados prêmios de controle, os quais podem estar associados ao interesse do novo controlador em dispor, redirecionar, subordinar ou extinguir a organização societária, a qual pertence, como visto, a todos os acionistas e, portanto, o valor a ela correspondente, recebido pela venda do controle, deve ser partilhado entre todos os acionistas na proporção detida no capital da companhia.

– Princípio majoritário

● Como indissociável complemento do princípio majoritário, verificou-se a temática da proteção à minoria, uma vez que, em sendo as decisões tomadas por uma maioria, a ela devem ser impostos determinados deveres que funcionem como limitadores de sua atuação. Isso porque as companhias de controle centralizado e com regra da maioria propiciam a oportunidade de que os controladores oprimam os minoritários ou lhes causem desvantagens.

● No entanto, conclui-se que o paradoxo imanente entre o princípio majoritário e a proteção à minoria deve ser solucionado de modo equacionado e equilibrado, na medida em que o fortalecimento unilateral do princípio majoritário conduziria à perda dos minoritários como financiadores da sociedade, ao passo que a unilateral elevação da

proteção à minoria teria, inevitavelmente, a paralisia da sociedade como consequência. Isso não significa dizer que a decisão majoritária deva ser intocável, mas, ao revés, deve ser sempre contrastável, seja pelo mérito, seja pela legitimidade. A legitimidade do poder da maioria deve limitar-se à orientação para a função de ordenação da pessoa jurídica e de modo que seu exercício se dê, sempre e inevitavelmente, visando ao interesse social.

– Regulação e autorregulação

● Verificou-se que a LSA dispõe sobre diversos direitos compreendidos como essenciais e também direitos direcionados à minoria, no entanto, grande parte destes últimos está voltada apenas para matérias que devam ser deliberadas em assembleia ou pela administração da companhia; nesse caso, as operações – como, *e.g.*, a transferência de controle – que não devem ser objeto de deliberação em nenhuma das instâncias da companhia, acabam por passar ao largo das proteções previstas em lei. Nesse contexto, é possível concluir que resta aos acionistas mais prudentes a contratação de regras especiais no estatuto ou em acordos de acionistas no momento do ingresso nos quadros sociais.

● A discussão acerca do modelo mais eficiente de disciplina das relações entre os acionistas – via contrato ou positivação pelo legislador – decorre predominantemente da tentativa de investigar aquele que melhor acomode os interesses dos acionistas e que confira proteção em boa medida aos acionistas não controladores. A celebração de contrato como mecanismo de proteção adicional ao anteparo legal pode ser vantajosa ou eficiente sempre que os custos advindos de sua formalização sejam menores do que aqueles que possam ser enfrentados na submissão do acionista apenas ao regramento legal.

● Ante a conjuntura brasileira, em que o sistema jurídico nem sempre é eficaz no que tocante a impedir que os benefícios privados sejam aproveitados pelo controlador, conclui-se que os custos serão tão maiores quanto mais escassas forem as regras de proteção estabelecidas pelos próprios acionistas em acordos ou no estatuto da companhia.

– A incompletude contratual e os problemas de autocontrole

● O problema da contratação incompleta foi abordado sob a perspectiva que traz para primeiro plano a natureza intertemporal da contratação e potenciais problemas relacionados aos interesses da própria parte contratante, no presente e no futuro, chamados de problemas de autocontrole. Um dos principais problemas de autocontrole discutidos foi o da procrastinação, a qual ocorre em vista do fato de que os agentes geralmente avaliam apenas a gratificação imediata, isto é, tendem a conferir maior peso aos custos que incorrerão imediatamente do que àqueles a que estarão sujeitos apenas no futuro. Com efeito, os contratos, por natureza, imputam às partes custos imediatos e benefícios futuros. Esse *iter* que se forma entre momento da criação dos custos e do aproveitamento dos benefícios constitui um dos principais motivos pelos quais as partes repetidamente procrastinam negociar as regras que irão pautar a relação.

● Para minorar os custos imediatos e de suprir eventual desconhecimento acerca da importância de se regular matérias relacionadas à transferência de controle de companhias fechadas, uma possível medida *de lege ferenda* seria o estabelecimento em lei da obrigatoriedade de as partes estipularem regramentos mínimos a respeito das condições de saída e transferência de suas ações, incluindo critérios de precificação dessas ações em cada situação. Defende-se, aqui, não a intervenção do Estado na livre autonomia das partes, mas sim, a tentativa de reduzir, senão eliminar possíveis contingências relativas a essas questões, que costumeiramente geram impasses e disputas perante os tribunais.

– Por que proteger a minoria?

● Nos termos deste estudo, conclui-se que a proteção às minorias na sociedade anônima resulta da verificação de uma utilidade social e funcional, no sentido de que a companhia, como um agente da vida econômica, deve ser conduzida, pela lei, a dar cumprimento ao seu objeto de modo harmonioso e eficiente. A sociedade anônima possui uma função, pois ela não existe apenas como um modo de organização e separação patrimonial, mas, sobretudo, como um instrumento de desenvolvimento de atividade

econômica. Infere-se daí que a proteção das minorias no direito positivo resulta do pressuposto fundamental de que a sociedade anônima, enquanto agente econômico que é, influencia sobremaneira as relações entre os demais agentes, cabendo ao Direito positivo coibir toda forma de abuso que seja capaz de causar desequilíbrios na organização da empresa.

● Conclui-se também que a minoria deve ser protegida com base no fato de que no Direito Brasileiro vige o princípio majoritário, em que a formação da vontade não ocorre por cabeça, mas sim pela participação no capital e, uma vez estando a maior parte dos votos nas mãos de uma maioria *estável*, essa maioria sempre prevalecerá – daí a necessidade de uma especial proteção à minoria.

● Não se pode olvidar, contudo, que todos os acionistas, em princípio, são iguais e possuem os mesmos direitos, não se justificando a proteção à minoria apenas por estar ela nessa condição, mas sim, quando houver violação de seus direitos pela maioria, o que significa dizer que a balança da proteção não deve pender para nenhum dos lados, seja da maioria ou da minoria, pois uma visão unilateral pode privar o controlador de direitos ou desproteger a minoria.

● Conclui-se ainda que os minoritários devem ser protegidos nas operações de transferência de controle das companhias fechadas enquanto cotitulares do interesse social, na medida em que o negócio pode colocar em risco a preservação da organização produtiva. O interesse social que se está a falar diz respeito à manutenção da empresa operante, de modo que se possa preservar o pleno desenvolvimento da organização.

– Direitos individuais e de minoria

● Observou-se que os direitos individuais são orientados em face de uma coletividade atomizada, em que o agente seja ouvido e possa influir na decisão social. Isso ocorre porque nesse modelo novas maiorias podem ser formadas permanentemente. De modo diverso, perante uma maioria estável, os minoritários são meros acompanhantes, assistentes, uma vez que dificilmente poderão contar com a efetiva possibilidade de

influenciar a política societária, fator esse que justificaria a estipulação de regras próprias de proteção daqueles que estiverem nessa situação.

● Assim, conclui-se que uma das funções da proteção à minoria é evitar os riscos de desigualdade de tratamento quando a relação de supremacia e subordinação se torna uma relação estável de dominação. A proteção individual, por sua vez, garante proteção mínima, mediante a defesa dos interesses dos sócios, consubstanciada na concessão de direitos subjetivos, instrumentalizados por meio de direitos irrenunciáveis e intangíveis.

● Conclui-se também, por um lado, que a proteção individual se dá independentemente da relação de maioria e minoria e, por outro, que a proteção à minoria tem como escopo a busca pela defesa da proteção do agente em uma relação que envolva maioria e minoria, dando-se esta proteção precipuamente pela imputação de deveres à maioria, podendo, no entanto, dar-se complementarmente mediante direitos subjetivos, de modo que se restrinja o poder da maioria.

– Proteção formal e substancial da minoria

● Viu-se que a proteção às minorias pode se dar basicamente por duas categorias de direitos: direitos formais e direitos substanciais.

● Conclui-se que os direitos formais acabam por efetivamente reforçar a posição da maioria, uma vez que a outorga de direitos difíceis de serem exercidos enfraquece a sua utilidade como ferramenta de proteção. No caso de operações de transferência de controle de companhias fechadas, os referidos direitos são ainda mais difíceis de serem invocados para fins de proteção da minoria, uma vez que transações dessa natureza não estão sujeitas à aprovação em assembleia.

● Já os direitos substanciais, embora viabilizem *de per si* proteção efetiva das minorias, não estão aptos a dar guarida aos minoritários no âmbito de operações de transferência de controle de companhias fechadas, porque (i) a letra da lei não trata de qualquer direito substancial que possa ser clamado pelo minoritário em operações dessa natureza, (ii) as operações de transferência de controle não estão sujeitas à aprovação em

assembleia, (iii) as companhias fechadas não devem passar pelo crivo da CVM e (iv) há expressiva morosidade nos tribunais e também incipiente experiência das câmaras empresariais na variada gama de assuntos societários que são repetidamente discutidos.

– Recursos de que podem se valer os controladores para oprimir os não controladores no Brasil

● A análise realizada no presente estudo demonstrou que a manifestação do abuso de poder pode se mostrar ambivalente, conforme haja desvio ou excesso. Viu-se ainda que o abuso do poder de controle, gerador de conflitos entre controladores e não controladores, pode se pautar não apenas pela extração de benefícios pecuniários, mas também pela obtenção de vantagens não econômicas.

● Assim, conclui-se que ante a impraticável interferência dos minoritários nas operações de transferência de controle, em um ambiente marcado pelas amplas possibilidades de extração de benefícios privados pelo controlador, a minoria possa ser prejudicada. Esse prejuízo pode decorrer não apenas pelo fato de essa minoria não receber nenhuma parte do sobrevalor pago ao controlador, mas, principalmente, pela expressiva chance de ingressar nos quadros societários um novo controlador que continue a extrair tais benefícios, pois, em princípio, ele apenas estará disposto a pagar um elevado prêmio de controle, que extrapole a justificativa das maiores atribuições e responsabilidades do controlador, aquele que tiver interesse em tirar proveito do excedente pago.

● Conclui-se também que a venda do controle para pessoas de má reputação pode prejudicar a imagem da companhia e o andamento de seus negócios no mercado. A problemática não está arquitetada apenas na reputação do adquirente enquanto agente inapto a exercer adequadamente as atividades sociais, mas em especial na sua imagem enquanto profissional idôneo, que não tenha sua figura associada a escândalos atinentes a fraudes, violação da lei ou descaso para com os negócios assumidos.

● Conclui-se ainda que determinado agente pode adquirir o controle de uma companhia com o mero intuito de utilizá-la como moeda de troca em outros negócios nos quais tenha contraído débitos, seja na forma de repasse de suas ações para um credor ou até

mesmo dos próprios ativos da companhia, os quais também podem ser onerados se oferecidos em garantia a essas mesmas dívidas.

● Também é possível concluir que a transferência do controle para agente que promova mudanças organizacionais, mediante a inserção da companhia em um grupo de empresas que lhe consuma as riquezas e o potencial de geração de valores pode afetar de modo negativo aqueles que permanecerem na companhia, sobretudo se esta for inserida em determinado grupo com patrimônio deficitário, o que faz supor uma possível alteração da perspectiva de lucro dos acionistas, atingindo gravemente os seus interesses.

● Por fim, conclui-se que o controle de uma companhia pode ser adquirido com o único propósito de extingui-la, na tentativa de eliminar um concorrente do mercado. Em face de a liquidação de uma companhia constituir fato de tamanha gravidade, dado que afeta não apenas às relações societárias, mas também ás trabalhistas, fiscais e consumeristas (*stakeholders* em geral), a lei prevê expressamente essa hipótese e a enquadra como inconteste modalidade de abuso de poder do controlador.

– Limitações do poder do controlador

● Conforme verificado, todas as unidades da sociedade humana requerem um representante de governo, a quem cabe, em última instância, tomar todas as decisões finais pela e para a entidade. Com isso, conclui-se que o titular do controle possui justa legitimação no exercício de seu poder, uma vez que não há sociedade sem poder. Entretanto, esse poder deve ser organizado, sobretudo porque a todo poder correspondem deveres e responsabilidades uma vez que se trata de um direito-função, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas.

● À tendência do fortalecimento ilimitado da dinâmica de que a todo poder deve corresponder certa ordenação social que, em si mesma, representa a negação do arbítrio e, por conseguinte, a limitação desse mesmo poder como forma de reestruturar as relações societárias, estabelecendo formas de comunicação entre os acionistas e meios de informação que conduzam a um comportamento cooperativo.

● O poder de que se trata e que justifica a proteção dos minoritários é o poder de dispor do patrimônio alheio, isso porque o controle não se manifesta como comando hierárquico, exigindo obediência e cominando sanções, mas sim, como poder de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial dos acionistas não controladores.

● Decerto, foi por entender que o poder do acionista controlador deve ser reconhecido sob a ótica da arquitetura sociológica, presente nas relações internas da companhia, que a lei societária procurou racionalizar tal poder, sob a escritura de diretrizes comportamentais aptas a legitimar o poder de controle. No entanto, em decorrência da constatação prática de que nem sempre os preceitos insculpidos nos ditames legais se verificam nas relações entre os acionistas, o presente estudo se propôs a tratar dos principais mecanismos que os próprios acionistas devem estabelecer em acordo ou no próprio estatuto para que possam se desvencilhar com mais facilidade dos auspiciosos distúrbios sociais decorrentes do exercício abusivo do poder de controle.

● Conclui-se que, se, por um lado, a dinâmica de todo poder tende ao seu fortalecimento ilimitado, por outro, ela não dispensa certa ordenação social que, em si mesma, representa a negação do arbítrio e, por conseguinte, a limitação do poder.

● No que tange às transferências de controle, é possível concluir que a operação não é neutra para os não controladores, os quais poderão ficar em situação pior do que se encontravam antes da alienação do controle, o que significa dizer que a pessoa do controlador pode ser essencial no resultado eficiente ou ineficiente da transação e por isso se falar nos deveres de fidúcia, lealdade e, especialmente, no dever de investigar como limitadores dos poderes do controlador.

– Mecanismos de proteção à minoria em operações de transferência de controle de companhias fechadas

● Do exposto neste estudo, conclui-se que cabe aos acionistas, no momento do ingresso na companhia, estabelecer determinadas posições jurídicas subjetivas ativas, bem como deveres aos controladores, no intuito de limitar seus poderes como meio de conferir

efetiva proteção aos minoritários em transações de transferência de controle de companhias fechadas.

● Nesse contexto, conclui-se que os principais mecanismos aptos a limitar o poder do controlador como forma de proteção das minorias podem ser classificados sob basicamente três ordens: (i) princípios e deveres limitadores da atuação do controlador (*e.g.*, deveres laterais dos participantes de contratos associativos sob a ótica dos contratos relacionais, princípio da coordenação – correspondência entre poder e responsabilidade, dever de lealdade societário e de investigar compradores previamente à alienação do controle e deveres fiduciários do controlador); (ii) direitos subjetivos e potestativos relacionados ao direito de permanência ou saída da companhia (*e.g.*, direito de recesso, direito de primeira oferta e direito de preferência, direito de venda conjunta, opção de venda e compra, aquisição de ações pela própria companhia, vedação à negociação e exclusão do acionista controlador); e (iii) direitos subjetivos e potestativos que não envolvem o direito de saída da companhia (*e.g.*, direito de voz, direito de informação, *look back provision*, responsabilidade civil do controlador – *actio pro socio*).

– Princípios e deveres limitadores da atuação do controlador

. O princípio da coordenação. Correspondência entre poder e responsabilidade

● Tratou-se do princípio geral de que o poder e a responsabilidade devem se corresponder como preceito embutido no dever maior de lealdade. Conclui-se que, em rigor, o seu conceito está associado à determinação de limites ao poder do controlador como mecanismo de proteção da minoria. Isso porque o controle societário se assenta no poder de influir na esfera jurídica alheia, mais precisamente, no poder de dispor do patrimônio alheio, fator esse que torna latente o dever de lealdade do seu agente, sobretudo na vertente que implica a responsabilidade como consequência lógica desse poder.

● A transposição da concepção traduzida no princípio em questão para as operações de transferência de controle de companhias fechadas permite concluir que uma vez sendo o controlador o principal agente capaz de decidir sobre os rumos sociais,

sobretudo quando decide transferir a sua participação no capital da companhia para terceiros, não deve deixar ao desamparo aqueles que permanecerem na companhia. Isso significa dizer que não se pode descurar a posição da minoria na companhia, ainda que o controlador resolva deixar os quadros sociais.

– O dever de lealdade societário e o de investigar compradores previamente à alienação do controle

● Conforme análise realizada neste estudo, o acionista tem perante a companhia, e para com os demais membros que a integram, deveres de consideração, os quais são sintetizados em deveres de boa-fé, colaboração e proteção – salvaguarda. Todos esses deveres são traduzidos pela lealdade, que diz respeito a deveres intrínsecos àqueles que se associam por um contrato de sociedade. Em outros termos, esse dever sustenta-se no poder adicional que os controladores possuem e que lhes permite dispor sobre o patrimônio próprio e alheio na assembleia geral de acionistas e na administração da sociedade.

● Conclui-se que a alienação de controle, como operação que resulta em profundas alterações à companhia e seus acionistas não controladores, justifica imputar aos controladores uma rigorosa observância do dever de lealdade para com seus pares, o qual é capaz de limitar os poderes da maioria no exercício de sua influência fática ou jurídica, devendo tomar todas as diligências necessárias para verificar a idoneidade do adquirente do controle, suas pretensões no comando da companhia, seu histórico enquanto investidor e gestor de empresas e outras características que possam promover a maximização do valor das ações dos acionistas não controladores.

– Deveres fiduciários do controlador

● Conclui-se que o fato de inexistirem maiorias alternadas para votação em assembleias de acionistas traz, por si só, limitações de atuação dos minoritários, os quais acabam em situação de submissão ao grupo estável, que sempre prevalecerá nos conclaves.

Disso resulta que o dever de fidúcia poderá ser invocado ainda que o acionista esteja no exercício pleno de seus direitos de voto, pois as limitações decorrentes do princípio da maioria constituem, por si só, circunstância que enseja proteção adicional fundada nesse dever.

● No caso das companhias fechadas, os administradores representam uma extensão dos titulares do controle, havendo uma superposição de esferas de poder entre controle e administração, o que, em última análise, significa a existência de um único efetivo poder na companhia. Com base nessa realidade é possível concluir que não apenas os administradores, mas também os demais órgãos da companhia acabam por ter sua conduta pautada pela expressão da vontade do controlador. Ante a essa estrutura concentracionista de poder, quando os deveres fiduciários dos administradores são imputados aos controladores, nem sempre são suficientes para afastar a aptidão dos controladores de obter benefícios privados de controle. Assim, o foco da regulação deve estar direcionado precipuamente para a redução das possibilidades de obtenção de benefícios particulares pelos controladores.

– Deveres laterais dos participantes de contratos associativos sob a ótica dos contratos relacionais

● O contrato de sociedade foi tratado como contrato relacional, de constituição de comunhão de escopo e de cooperação, pois, sendo duradouro, facilmente explica a relevância do fim comum na sociedade e a maior intensidade dos deveres acessórios ou laterais de conduta decorrentes da boa-fé objetiva no âmbito da relação jurídica societária.

● Conclui-se que a figura dos contratos relacionais aplica-se, mormente, nas contratações de longo prazo e complexas, as quais se encontram em ponto diametralmente oposto ao dos contratos autônomos, instantâneos ou descontínuos. Assim é que os contratos relacionais, de modo geral, integram relações complexas entre diversas partes, nas quais são determinantes os vínculos pessoais, de confiança, solidariedade e cooperação.

● Os preceitos apontados assumem ainda maior expressão no contexto das relações entre os acionistas de companhias fechadas, nos quais a confiança, a colaboração e a solidariedade, bem como o reconhecimento das desigualdades de poder, constituem verdadeiros pilares que sustentam a concepção de que essa ainda é uma forma de associação atrativa ao investimento.

– Direitos subjetivos e potestativos relacionados ao direito de permanência ou saída da companhia

. Direito de recesso

● Conforme observado, não obstante nas companhias impere o princípio da circulabilidade das ações, dificilmente o minoritário consegue transferir a sua participação a terceiro, pois, ao adquiri-las, o comprador estará sujeito às mesmas dificuldades enfrentadas pelos vendedores, sobretudo em um ambiente marcado por ampla margem de obtenção de benefícios privados pelo controlador, hipótese essa que acaba por resultar na venda das ações pelos minoritários ao próprio controlador, em rigor a preços irrisórios.

● Assim, por força das limitações atinentes ao próprio sistema das companhias fechadas, o acionista que pretender desfazer-se de sua participação, especialmente por discordar das decisões tomadas pela maioria, poderia pensar em recorrer ao mecanismo do recesso. Essa ferramenta constitui um verdadeiro contrapeso relativo aos poderes que a lei atribui à maioria para modificar as bases essenciais do estatuto social, permitindo-se que os acionistas discordantes liquidem a sua participação no capital social sem que, para tanto, necessitem encontrar compradores para suas ações.

● Viu-se que as operações de transferência de controle de companhias fechadas não são passíveis de deliberação em assembleia geral e, portanto, não foram sequer consideradas a integrar o rol de matérias que permitiriam o exercício do direito de recesso. Desta sorte, muito embora a mudança no controle possa frustrar as expectativas dos minoritários, uma vez que o novo controlador pode imprimir profundas mudanças na condução dos negócios sociais, essa hipótese passou ao largo daquelas que entendeu o

legislador constituírem motivos suficientes para justificar o direito de o acionista retirar-se da companhia.

● Conclui-se que isso tem razão de ser, uma vez que, conforme observado, originariamente, o direito de retirada foi concebido como um contraponto à adoção do princípio majoritário. Admitiu-se que mudanças fundamentais na estrutura da companhia fossem tomadas por maioria, mas, por serem tais mudanças tão sensíveis, viabilizou-se aos minoritários discordantes uma válvula de escape que permite a saída da companhia. Desse modo, o fundamento histórico para o direito de retirada está mais relacionado à questão de justiça na distribuição de poderes políticos na companhia e menos à proteção efetiva do acionista.

● Assinalou-se ainda que o reembolso deve ser compreendido não como uma indenização, mas sim, como mecanismo de liquidez que atua como um contrapeso ao poder da maioria de determinar unilateralmente os rumos dos negócios sociais. A *ratio* do recesso está não na restauração do equilíbrio na sociedade, muito menos na correção de injustiças ou na reparação de danos decorrentes de práticas ilícitas, mas sim, na garantia de liquidez, em que ao acionista dissidente é permitido o reembolso, em moeda, do valor de suas ações.

● Conclui-se, portanto, que a função primeira do direito de retirada não é, e nunca foi, proteger os minoritários da obtenção de benefícios privados pelo controlador. Para isso existem regras próprias de abuso de poder de controle. Se o controlador aprovar uma operação com outro interesse que não o interesse da companhia, ele deve ser responsabilizado. Além disso, estratégias institucionais devem ser adotadas para reduzir ao máximo a apropriação de benefícios pelo controlador, tais como ações de responsabilidade, determinação de sistema de informações mais rígido, nulidade ou anulação de deliberações etc.

● Logo, caso a alienação do controle da companhia esteja revestida de alguma forma de abuso ou que implique a prática de ato ilícito pelo controlador, o remédio adequado não deve consistir na permissão de que aqueles que sejam prejudicados se retirem da companhia, até porque, muitas vezes, os acionistas atingidos não têm interesse em deixar os quadros sociais. Não se consegue punir uma prática abusiva ou ilícita com a permissão de fuga daqueles que forem prejudicados, mas sim, com a efetiva penalização

dos agentes que tiveram conduta prejudicial.

● Outro importante argumento que permite concluir o afastamento da possibilidade de recesso nas operações de transferência de controle está na possível afetação do capital da companhia, decorrente da devolução de quantias aos retirantes, o que exige uma postura mais rígida do legislador em determinar um número restrito de hipóteses que efetivamente possam alterar a estrutura da sociedade, modificar os direitos de participação dos acionistas ou promover modificações essenciais no contrato associativo.

● Por fim, conclui-se que mais um importante fator que inibe o recesso no caso de transferência de controle reside na possibilidade de que sejam barradas operações eficientes, isto é, o novo controlador poderia não ter nenhum incentivo para adquirir ações de controle, já que, além de arcar com o custo das ações de controle, ainda correria o risco de assumir elevados gastos decorrentes do pagamento de haveres aos acionistas que tivessem remanescido na companhia e que resolvessem exercer o seu direito de retirada.

– Direito de primeira oferta (*right of first refusal*) e direito de preferência (*preemptive right*)

● Verificou-se que, no tocante à preempção que o controlador titulariza em relação à aquisição de ações dos minoritários, não há nenhuma vantagem, uma vez que o controlador não tem obrigação de adquirir as ações por aquele ofertadas. De outra sorte, a preempção pode ser vista como desvantajosa ao minoritário em face do tempo adicional que suas ações ficarão impedidas de serem vendidas, até que o procedimento completo para o exercício do direito de preferência/direito de primeira oferta previsto no estatuto ou em acordo possa ser completado. Conclui-se, com isso, que o acionista minoritário, que já encontra dificuldades próprias do sistema das companhias fechadas para desfazer-se de suas ações, poderá encontrar nos direitos aqui discutidos mais um obstáculo para a venda de sua participação, caso o potencial adquirente não tenha interesse em aguardar que o procedimento de primeira oferta/preferência possa ser concluído.

● No que diz respeito à preferência/primeira oferta que os minoritários têm no tocante à aquisição das ações de controle no momento da venda, seria possível afirmar que o estabelecimento desses direitos constituiria mecanismo apto à proteção da minoria, tendo em vista que se prestaria à restrição do ingresso de terceiros na companhia, afastando o risco de que o controle passasse para mãos indesejadas pelos acionistas que permanecessem nos quadros sociais. No entanto, a toda evidência, o referido direito esbarra na recorrente ausência de condições financeiras de aquisição do controle pela minoria.

– Direito de venda conjunta (*tag along*)

● De acordo com a realidade brasileira, sobretudo no que diz respeito às companhias fechadas, a lei e seu *enforcement* não estão aptos a coibir a obtenção de benefícios pelo controlador, do que resulta ser o modelo igualitário (direito de venda conjunta) o melhor, pois ser capaz de impedir as transferências ineficientes que prejudicam os minoritários. Dentro desse modelo, desponta o do tratamento igualitário total e absoluto, na medida em que o parcial e limitado não possui a aptidão de inibir as transações ineficientes. Assim, é possível concluir que o modelo do tratamento igualitário é marcadamente superior em um ambiente de elevada capacidade de obtenção de benefícios privados.

● Logo, caberá aos acionistas mais prudentes de companhias fechadas, no momento do ingresso na companhia, estabelecer regramento que contemple a possibilidade de venda conjunta de suas ações com as ações de controle, devendo ser observadas as mesmas condições que forem oferecidas ao controlador, de modo que se possa alcançar o máximo de eficiência na transação, tendo em conta a realidade em que se inserem essas companhias no cenário brasileiro.

– Opção de venda/compra (*put and call option*)

● Notou-se que é possível estabelecer uma opção de venda para os minoritários, tendo como fator desencadeador do direito a transferência do controle. Nesse caso, o controlador ficaria obrigado a comprar as ações dos acionistas que exercessem esse direito. Em rigor, o estabelecimento da opção apenas teria eficácia se estivesse acompanhado de disposição que obrigasse o controlador a informar, com antecedência, sobre a venda do controle, bem como quem deveria assumir o comando da companhia, de modo que o detentor da opção tivesse condições de analisar a conveniência e a oportunidade do seu exercício.

● Diante do fato de que os maiores problemas podem ser enfrentados pelos minoritários apenas após a transferência do controle, quando efetivamente o novo controlador já estiver à frente do comando da companhia, de nada valerá o contrato de opção celebrado com o antigo controlador. Conclui-se que restará a esses acionistas a celebração de novo contrato de opção com o novo controlador, tendo outros elementos, diferentes da transferência do controle, como fatores desencadeadores da opção de venda de suas ações ou de compra das ações do controlador, de modo a conferir certa liquidez às suas ações, notadamente se tiverem indícios de que poderão ter problemas com a nova figura detentora do controle.

– Vedação à negociação (*lock up period*)

● Conclui-se que esse mecanismo serve à importante função de proteger a minoria por meio da manutenção, durante certo tempo, da figura do controlador nos quadros da companhia. Isso porque um dos principais fatores considerados pela minoria para investir em uma companhia fechada está relacionado à pessoa do controlador, tendo em vista a sua experiência, credibilidade, reputação e trato para com os demais acionistas da companhia.

● De outra sorte, o *lock up period* pode ser visto como um mecanismo demasiadamente maléfico aos minoritários se destinado a proibir o não controlador de

vender suas ações por determinado período. Muito embora essa hipótese seja mais rara, se concebida na prática, poderá prejudicar ainda mais a ausência de liquidez das ações desses acionistas, os quais não poderão desfazer-se de sua participação, ainda que estejam descontentes com a condução dos negócios sociais.

– Exclusão do acionista controlador

● A exclusão de um acionista, independentemente da forma como se aperfeiçoe, apenas é legitimada pelo comportamento capaz de prejudicar o prosseguimento da relação societária, caso contrário, outras medidas menos gravosas devem tomar lugar.

● No contexto das transferências de controle, dado que os minoritários não possuem ingerência alguma acerca da realização da operação, bem como sobre suas condições e, mais ainda, para as mãos de quem o controle será repassado, é certo que existe a possibilidade de a conduta do novo controlador ser pautada por inúmeros desvios. As diversas possibilidades de que esses desvios possam ocorrer, associadas à particularidade de iliquidez das ações de companhias fechadas, bem como de exercício limitado do direito de retirada, conduziram à necessária análise de mecanismo que permita afastar dos quadros sociais aquele acionista que pratique atos inviabilizadores da consecução social, ainda que esse acionista seja o controlador.

● Viu-se que o rompimento da *affectio societatis* jamais poderá constituir o fundamento para que se exclua um acionista, isso porque a perda da *affectio societatis* autoriza apenas a retirada daqueles que perderem o interesse em permanecer nos quadros sociais, não a exclusão dos acionistas tidos como indesejados. Essa última, por tratar-se de medida de extrema gravidade, exige a prova de violação grave dos deveres sociais, isto é, deve-se demonstrar uma justa causa imputável ao acionista que tenha acabado por gerar esse rompimento e, consequentemente, que justifique a exclusão. Ademais, a admissão da exclusão por mera quebra da *affectio societatis* significaria reconhecer que a exclusão não dependeria de falta grave e poderia dar-se pela simples vontade da maioria, isto é, a minoria sempre estaria sujeita aos caprichos e desmandos de uma maioria arbitrária, que poderia extirpar-lhe a posição na companhia de acordo com o seu ânimo em dado

momento. Ademais, o juiz ficaria impossibilitado de decidir em contrário quando a ele fossem apresentados argumentos de término da *affectio* entre os acionistas.

● Conclui-se que a exclusão do acionista funda-se, em última análise, na teoria do inadimplemento contratual. Por rompimento do contrato deve-se compreender o inadimplemento dos deveres assumidos pelos acionistas na companhia. A obrigação que se está a falar aqui diz respeito aos caracteres pessoais dos acionistas enquanto membros de uma coletividade em que deve prevalecer a confiança mútua, fidelidade, lealdade e consideração entre seus integrantes. Por essa razão, a divergência entre os acionistas, na medida em que configura impedimento à realização do objeto social, ampara também o afastamento daquele causador da discórdia.

– Dissolução Parcial

● Conforme discutido ao longo do presente estudo, os tribunais pátrios estão cada vez mais se inclinando para a possibilidade de dissolução parcial nas sociedades anônimas fechadas, cujas relações pautam-se pela confiança e consideração pessoal entre os acionistas.

● A propósito da disciplina, verificou-se que o art. 206, inciso II, alínea "b", da LSA contempla o caso de dissolução total da companhia por decisão judicial, uma vez provado que a companhia não pode preencher o seu fim. Essa hipótese pode ocorrer, sobretudo quando preponderar a desinteligência entre os acionistas, permeada pela ruptura da confiança, harmonia, fidelidade e respeito mútuo entre eles, situação essa em que se mostra induvidosa a impossibilidade de prosseguimento com as atividades sociais.

● Entretanto, a regra da dissolução total não se prestaria ao atendimento dos preceitos econômicos e sociais envolvidos na preservação da empresa, cuja observação é indispensável em qualquer ordenamento, sobretudo no plano nacional, em que as normas são elaboradas, cada vez mais, tendo em conta os interesses dos trabalhadores, do Fisco, dos consumidores e do desenvolvimento econômico como um todo.

● Conclui-se que o pedido de dissolução parcial deve ter como fundamento não o rompimento da *affectio societatis*, mas sim, a inviabilidade de continuação do sócio nos

quadros sociais, em face de alguma justa causa assim considerada no âmbito judicial. Ou ainda, por efeito da violação de deveres como lealdade, boa-fé e colaboração pelos demais sócios, bem como em decorrência de qualquer outra hipótese de dissolução total não impositiva, permanecendo os demais sócios no curso normal da exploração social.

● No que diz respeito às operações de transferência de controle, conclui-se não ser possível que o acionista descontente com a operação possa se valer do direito de recesso, uma vez que essa hipótese não está prevista no art. 136 da LSA. Não se quer aqui defender a substituição de um instituto pelo outro, isto é, tratar a dissolução parcial como se recesso fosse. A legitimação para o pleito de dissolução parcial não deve estar somente na ocorrência pura e simples da transferência do controle da companhia, é preciso que haja a efetiva violação do novo controlador dos deveres que lhe forem atribuídos, de modo a impedir o prosseguimento da consecução social.

– Direitos subjetivos e potestativos que não envolvem o direito de saída da companhia

– Direito de voz

● Conforme se viu, o direito de voz como direito de participação implica não apenas a possiblidade de que os acionistas possam se manifestar diante das matérias deliberadas em assembleia, como também indicar representantes para os órgãos revestidos dos poderes de decisão na companhia.

● É importante ressaltar que, no ambiente das companhias fechadas, cujo controle, como regra, é concentrado, dificilmente os minoritários conseguirão influenciar no conteúdo das deliberações ou eleger os membros da administração, uma vez que tais poderes estarão nas mãos dos controladores. Ainda assim, o voto e a participação na assembleia têm importância como forma de fiscalização e de limites ao poder do controlador.

● As operações de alienação de controle de companhias fechadas não estão sujeitas à aprovação dos acionistas em assembleia geral, uma vez que a negociação pelo

controle ocorre diretamente entre seus titulares e o terceiro interessado. Conclui-se que, muito embora o direito de voz constitua um importante instrumento de proteção dos minoritários nas assembleias gerais da companhia, uma vez que as operações de transferência não estão sujeitas ao crivo desse órgão, ele é inapropriado para promover a proteção dos minoritários em operações dessa natureza.

– Dever de informar

● Nos termos do presente estudo, viu-se que a passagem do controle de um acionista para terceiro afeta o próprio centro de orientação e administração da companhia, podendo tanto mantê-la do modo como estava, como propiciar-lhe melhorias ou conduzir à ruína os seus principais negócios. Nesse contexto, ao se tratar das companhias fechadas, reconheceu-se que acionistas geralmente considerariam qualquer alteração no controle da companhia uma mudança fundamental, sobre a qual esperam ser protegidos.

● Nesse contexto, conclui-se que cabe ao controlador divulgar, aos minoritários, informações que possam impactar no valor das ações, em particular quando há potencial transferência do controle em curso. Nesse caso, deve o controlador fornecer-lhes informações sobre os termos da venda e, sobretudo, a respeito da figura que irá assumir os comandos da companhia.

● Com isso quer-se dizer que uma vez informados sobre a existência de um negócio em curso ou até mesmo das intenções de venda das ações pelo controlador, os demais acionistas poderão decidir permanecer na companhia, vender suas ações a terceiro ou a outro acionista ou até mesmo tentar incluir suas ações no mesmo negócio em que haja a venda das ações de controle.

● Mais ainda, caso os não controladores sejam informados das bases do negócio, deverão ter um relato atual acerca da situação econômico-financeira da empresa, bem como das expectativas de seu desempenho futuro. Desse modo, certamente os acionistas que não integrem o controle terão melhor aparato para decidirem sobre o rumo de sua participação na companhia.

– Look back Provision

● Conclui-se que com a ferramenta da *loock back provision*, em que se estabelece a obrigação de ressarcimento pelo vendedor do controle aos demais acionistas que tiverem suas ações adquiridas em momento imediatamente anterior à venda do controle, da diferença entre o preço pago pelo controlador original por essas ações e do valor obtido com a venda do controle, é possível evitar que o controlador arquitete maliciosamente a compra das ações dos não controladores a preço baixo, tendo como propósito primordial reunir o maior número de ações possível, para então vendê-las a preço mais elevado, guardando para si todo o sobrevalor que for pago pelo terceiro investidor.

– Actio pro socio

● Conforme verificado, a proteção efetiva dos minoritários não está plenamente assegurada nos mecanismos de responsabilização previstos na LSA, porque o legislador brasileiro optou por um sistema de responsabilização no qual, em princípio, não é permitida a propositura de *ação individual* por um acionista contra outro para obrigá-lo ao cumprimento de obrigações pessoais resultantes do contrato de sociedade e de seus negócios (*actio pro socio*).

● Conclui-se que é possível cogitar, ao menos no plano das sociedades anônimas fechadas personalistas e das sociedades limitadas, a propositura da *actio pro socio*, com base no Código Civil, art. 981, que estabelece a reciprocidade do dever de cumprir as obrigações a que se comprometeu cada membro que constitui a sociedade.

– Transferência de controle em companhias fechadas: uma teoria em construção

Após percorrer o longo caminho traçado no presente estudo, espera-se ter alcançado o propósito inicial assinalado no início do trabalho, qual seja, comprovar que a

limitação dos legítimos poderes do controlador em operações de transferência de controle de companhias fechadas constitui mecanismo eficaz de proteção à minoria em transações dessa natureza.

Na análise do assunto, discutiu-se essa limitação dos poderes do controlador como o núcleo dos mecanismos de proteção das minorias, tendo em vista principalmente que as decisões nas companhias fechadas brasileiras são tomadas, como regra, por uma maioria estável, ficando os demais acionistas em uma posição de mera subordinação às decisões tomadas pelos controladores.

Essa teoria ainda encontra-se em construção no plano nacional, e a sua cristalização pressupõe o aprimoramento de estudos relacionados não apenas aos direitos subjetivos dos acionistas e das técnicas protetivas que podem ser inseridas nos estatutos sociais e em acordos de acionistas, mas, sobretudo, de deveres laterais que possam efetivamente contrabalancear o legítimo poder do qual o controlador deve se revestir para que possa comandar a companhia, com os direitos dos minoritários, que merecem tutela em função do fato de que parte de seu patrimônio fica submetida a uma organização alheia.

Nessa acepção, destacam-se os deveres de investigar o adquirente do controle, lealdade, consideração e os princípios fundamentais que devem reger as relações societárias, como o da coordenação (correspondência entre poder e responsabilidade) e o da organização de poderes materializado no princípio majoritário.

Associado ao desenvolvimento doutrinário da matéria, seria desejável que o legislador introduzisse regras destinadas em especial às companhias fechadas, notadamente no que diz respeito às operações de transferência de controle, tendo em conta as recorrentes discussões em torno da proteção à minoria.

Com isso não se quer relegar o minoritário à condição de injustiçado, tampouco rotular o controlador como uma figura perversa, que sempre estará pronto para cometer abusos e tirar proveito de sua posição, angariando benefícios em detrimento dos demais acionistas. Isso porque o minoritário, ao ingressar na companhia, tem plena ciência do modelo estabelecido pelo legislador para as companhias fechadas – *e.g.*, baixa ou nenhuma liquidez das ações; possibilidades reduzidas de recesso; direito de venda do controle sem a necessidade de deliberação; inexistência de obrigação do controlador de repartir o sobrevalor pago pelas ações de controle em caso de venda, bem como de incluir

as ações dos minoritários na mesma operação etc.. Ao revés, o que se defendeu foi a necessidade de que sejam estabelecidas em acordo ou no estatuto social medidas protetivas adicionais àquelas previstas em lei, pelos próprios acionistas, no momento de ingresso na companhia, em função das características peculiares de que se revestem as companhias fechadas, que frequentemente geram impasses nas relações societárias, sobretudo em operações que impliquem em mudança do eixo central da companhia, como a transferência de controle.

Como observado, por diversos motivos as partes deixam de estabelecer as referidas proteções ao ingressarem nos quadros sociais e acabam por enfrentar os mais variados percalços durante o período em que permanecem na companhia, uma vez que a tutela passa a ser aquela prevista exclusivamente na lei, pendendo sempre para o uso de normas destinadas precipuamente às companhias abertas ou até mesmo às sociedades limitadas, com poucas regras endereçadas especificamente para as companhias fechadas, mais ainda, para as companhias fechadas dotadas de traço personalista. Ainda, ante a conjuntura brasileira, em que o sistema jurídico nem sempre é eficaz para impedir que os benefícios privados sejam aproveitados pelo controlador, os custos de agência serão tão maiores quanto mais escassas forem as regras de proteção estabelecidas pelos próprios acionistas em acordos ou no estatuto da companhia.

Nesses termos, teve-se o propósito chamar atenção para a necessidade do estabelecimento de regras pelo legislador que despertem nas partes a preocupação de melhor se informar e conhecer as condições a que estarão sujeitas ao ingressar em uma companhia fechada, especialmente na qualidade de acionista minoritário. Em outros termos, reconhecer que uma lei que não estabeleça proteções efetivas aos minoritários, mas que lhes garanta o direito de estipular regras nesse sentido – seja no estatuto, seja em acordo de acionistas – é substancialmente diferente de uma lei que estipule tais proteções e que faculte aos acionistas removê-las por meio de contratos.

Em face da relevância dos problemas apontados, o presente trabalho tem por escopo servir de estímulo para que outros estudos sobre o tema possam ser desenvolvidos, contrastando ou até mesmo aprofundando as ideias aqui desenvolvidas, as quais podem ter apresentado imperfeições ou desacertos em razão do grande desafio de estudar assunto pouco explorado no Direito Brasileiro.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*: abuso das posições subjetivas minoritárias. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

_____. Anotações sobre a exclusão de sócios por falta grave no regime do Código Civil. In: _____ (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Notas sobre a sociedade perpétua. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 50, n. 157, p. 112-114, Jan. 2011.

_____. Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "fim social". In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo* – I (obra coletiva). São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 156-159.

AKERLOF, A. George. Procrastination and obedience. *The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Hundred and Third Annual Meeting of the American Economic Association*, v. 81, Issue 2, p. 1-19, May 1991.

_____. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, Issue 3, p. 488-500, Aug. 1970.

ALDRIGHI, Dantes M.; OLIVEIRA, Vinícius M. de. The influence of ownership and control structures on the firm performance: evidence from Brazil. Disponível em: <http://www.usp.br/facon/biblioteca.php?a=16>. Acesso em: 10 abr. 2013.

AMARAL, Luiz Fernando de Camargo Prudente do. *A função social da empresa no direito constitucional econômico brasileiro*. São Paulo: SRS, 2008.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. Managing closely held corporations: a legal guidebook [notes]. *Business Lawyer (ABA)*, Chicago, v. 58, n. 3, p. 1.110-1.114, May 2003.

ANDREWS, William D. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. *Harvard Law Review*, v. 78, p. 505-563, 1965.

ARISTÓTELES. *The politics of Aristoteles*. London: Oxford University Press, 1971.

ASCARELLI, Tullio. Confusione del patrimonio della società e del socio; società con una società anonima e società anonima simulata. In: _____. *Studi in tema di società*. Milano: Giuffrè, 1952.

_____. Limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie. In: _____. *Saggi di diritto commerciale*. Milano: Giuffrè, 1955.

_____. O contrato plurilateral. In: _____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

_____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

ASQUINI, Alberto. I battelli del Reno. *Rivista delle società*, n. 4, 1959.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Princípios do novo direito contratual e desregulamentação do mercado – direito de exclusividade nas relações contratuais de fornecimento – função social do contrato e responsabilidade aquiliana do terceiro que contribui para inadimplemento contratual. In: _____. *Estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 137-147.

BAMONTE, Thomas J. Expanding the fiduciary duties of close corporation shareholders: the dilemma facing Illinois Corporate Law. *Northern Illinois University Law Review*, v. 15, p. 257-270, 1995.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Código civil comentado*. Coordenação de Min. Cezar Peluso. São Paulo: Manole, 2006.

BAYNE, D. Corporate control as a strict trustee. *Georgia Law Review*, n. 53, 1965.

_____. The sale-of-control premium: the definition. *Minessota Law Review*, n. 53, 1969.

_____. Investment value of control stock. *Minnesota Law Review*, n. 54, 1969.

_____. Sale-of-control premium: the intrinsic illegitimacy. *Texas Law Review*, n. 215, 1969.

_____. *The philosophy of corporate control*: a treatise on the law of fiduciary duty. Chicago: Loyola University Press, 1986.

BEBCHUK, Lucian. The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, v. 118, n. 3, p. 833-914, Jan. 2005. Disponível em: <http://ssrn.comQabstract=387940>. Acesso em: 28 nov. 2012.

_____. Efficient and inefficient sales of corporate control. *Quarterly Journal of Economics*, v. 109, p. 957-992, 1994.

_____; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights. In: MORCK, Randall K. (Ed.). *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

BERLE, Adolf. “Control” in corporation law. *Cornell Law Review*, n. 58, p. 1.212-1.257, 1958.

_____. The price of power: sale of corporate control. *Cornell Law Review*, n. 50, 1965.

BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. Reprint Edition. Buffalo: William S. Hein & Co., Inc, 1982.

_____. _____. Rev. ed. New York: Brace & World Inc, 1969.

BERNHEIM, B. Douglas; WHINSTON, Michael Dennis. *Incomplete contracts and strategic ambiguity*. Cambridge: Harvard Institute of Economic Research, 1997.

BEVILAQUA, Clóvis. *Opúsculos*. Rio de Janeiro: Pongetti, 1941. 3ª série.

BEZERRA, Andréia Cristina et al. Conflito de interesses. Impedimento de direito de voto e conflito material. Interpretação do artigo 115, § 1º da Lei das Sociedades por Ações. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Mercado de capitais brasileiro*: doutrina, case & material. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. Trust, trustworthiness, and the behavioral foundations of corporate law. *University of Pennsylvania Law Review*, June 2001.

BRADLEY, Edwin J. An analysis of the model close corporation act and a proposed legislative strategy. *The Journal of Corporation Law of Georgetown Law University*, v. 10, p. 830-840, 1985.

BRANSON, Douglas M.; PINTO, Arthur R. *Understanding corporate law*. 3. ed. New York: LexisNexis, 2009.

BROOME, John. Discounting the future. *Philosophy and Public Affairs*, v. 23, Princeton University Press, p. 143-154, 1994.

BULGARELLI, Waldirio. *O conselho fiscal nas companhias abertas*. São Paulo: RT, 1988.

_____. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A*: de acordo com a reforma Lei nº 6.404/76. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CAMPBELL, David. Relational contract and the nature of private ordering: a comment on Vincent-Jones. *Indiana Journal of Global Legal Studies*, v. 14, p. 279-300, 2007.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 34, out.-dez. 2006.

_____. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXIV, n. 59, 1985.

CAPATANI, Márcio Ferro. Os contratos associativos. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Org.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CARVALHAL DA SILVA, André; LEAL, Ricardo. *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*. New York, 2003. (Coppead working paper series, n. 390).

_____. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ-DE-SILANES, F.; CHONG, A. (Eds.). *Investor protection and corporate governance*: firm level evidence accross Latin America. Stanford: Stanford University Press, 2007.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954. v. IV.

_____. *Tratado de direito comercial brasileiro.* 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1963. v. II.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas.* São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.* São Paulo: Saraiva, 1977. v. 1.

CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions.* Paris: Sirey, 1962.

CLAESSENS, Stijn et al. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v. LVII, n. 6, p. 2.741-2.771, 2002.

CLARCKSON, Kenneth et al. *West's Business Law*: text and cases. 10. ed. Mason: Thomson West Mason, 2006.

CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

COMPARATO, Fábio Konder. "Insider trading": sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 2, 1971.

_____. *Direito empresarial*: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Notas de texto de Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

_____. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: "nova et vetera". *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 36, 65, 1979.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima.* 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COOPER, Arnold C.; FOLTA, Timothy B.; WOO, Carolyn. Entrepreneurial information search. *Journal of Business Venturing*, Florida: Elsevier, v. 10, p. 114-118, 1995.

CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito das sociedades*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007. v. II.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994.

COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo. do. *A obrigação como processo*. São Paulo: Bushatsky, 1976.

CUNHA, Carolina. A exclusão de sócios em particular nas sociedades por quotas. In: VVAA. *Problemas de direito das sociedades*. Coimbra: Almedina, 2002.

DALMARTELLO, Arturo. *L´esclusione dei soci delle società comercialle.* Padova: Cedam, 1939.

DAVIES, Paul L. *Gower and Davies´ Principles of modern company law*. 7. ed. London: Sweet & Maxwell, 2003.

_____; HOPT Klaus. Control transactions. In: HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2006.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy,* v. 93, 1985.

DENT, George. *Lawyers and trust in business alliances*. *The Business Lawyer*, v. 58, n. 1, p. 45-82, Nov. 2002.

DONADIO, Giuseppe. *Il recesso del socio*. Milano: Giuffrè, 1940.

DYCK, I. J. Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, n. 2, 2004.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Corporate control transactions. *Yale Law Journal*, n. 91, 1982.

_____. Close corporations and agency costs. *Stanford Law Review*, v. 38, p. 284-285, 1986.

_____. Close corporations. In: _____. *The economic structure of corporate law*. London: First Harvard University Press, 1996.

_____. *Contract and fiduciary duty*. Chicago: The University of Chicago Press, 1993. v. 36.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. London: First Harvard University Press, 1996.

_____. *The fiduciary principle.* Chicago: The University of Chicago Press, 1993. v. 36.

EIZIRIK, Nelson. Acordo de acionistas. Invalidade de cláusula que impõe obrigação à companhia. Prevalência do interesse social sobre os termos do acordo de acionistas. Invalidade de contrato acessório que obriga a companhia a adquirir as próprias ações. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. *Aspectos modernos do direito societári*o. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. O mito do controle gerencial – alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 66, p. 103-106, 1987.

ELY, John Hart. *Democracy and distrust*: a theory of judicial review. New York: Harvard University Press, 1980.

ERICKSON, John R.; GOLDBERG, Victor P. Quantity and price adjustment in long-term contracts: a case study of petroleum coke. *Journal of Law and Economics*, v. 30. n. 2, p. 369-398, 1987.

FERRARI, Aldo. *L'abuso del diritto nelle società*. Padova: CEDAM, 1998.

FERREIRA, Waldemar. *O direito insurrecional do acionista* (memorial). São Paulo: Revista dos Tribunais, 1939.

_____. *Tratado de direito comercial*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 1963. v. 4.

FERRI, Giuseppe. *Manuale di diritto commerciale*. 5. ed. Torino: Unione Tipografico-Editoriale Torinese, 1981.

FERRO-LUZZI, Paolo. *I contratti associativi*. Milano: Giuffrè, 2001.

FISCHEL, Daniel R. The appraisal remedy in corporate law. *American Bar Foundation Research Journal*, v. 8, n. 4, p. 875-902, 1983.

FOLK, Ernest L. *Folk on the Delaware general corporation law*: a commentary and analysis. 2. ed. Delaware: Little Brown & Co Law & Business, 1987.

FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. A dissolução parcial inversa nas sociedades anônimas fechadas. Temas atuais sobre direito comercial. *Revista do Advogado*, São Paulo: AASP, ano XXVIII, n. 96, p. 107-114, 2008.

_____. A exclusão de sócio da sociedade por quotas de responsabilidade limitada no direito brasileiro. In: FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da; BOTALLO, Eduardo Domingos (Coord.). Sociedades *por quotas de responsabilidade limitada*. São Paulo: AASP, 1987.

_____. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

_____; SZTAJN, Raquel. *Código civil comentado*. São Paulo: Atlas, 2008. v. XI.

FORGIONI, Paula Andrea; MESSINA, Paulo de Lorenzo. *Sociedades por ações*: jurisprudência, casos e comentários. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

_____. Dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle – dever de maximização do valor das ações dos acionistas não controladores – interpretação de estatuto de companhia aberta – possibilidade de cumulação de OPAS. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 158, abr./jun. 2011.

_____. *O projeto de código comercial*: um arremedo de projeto de lei, 3.5.2012. Disponível em: <www.migalhas.com.br>. Acesso em: 12 ago. 2012.

GALGANO, Francesco. *La forza del numero e la legge della ragione*: storia del principio di maggioranza, Bologna: Il Mulino, 2007.

GARRIDO, Manuel Jesús García. *Diccionario de la jurisprudencia romana*. Madrid: Dykinson, 2008.

GARRIGUES, Joaquín. *Hacia un nuevo derecho mercantil*. Madrid: Tecnos, 1971.

_____. *Problemas atuais das sociedades anônimas*. Tradução de Norberto da Costa Caruso MacDonald. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 1982.

GIERKE, Otto von. *Über die Geschichte des Majoritätsprinzips*. Separata do Schmollers Jahrbuch. Berlin: Duncler & Humblot, 1915. Tradução italiana sob o título Sulla storia del principio di maggioranza, *Rivista delle Società*, 1961.

GILBERT, Daniel T.; EBERT, Jane E. J. Decisions and revisions: the affective forecasting of changeable outcomes. *Journal of Personality and Social Psychology*, v. 82, 2002.

GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. *The law and finance of corporate acquisitions*. New York: Foundation Press, p. 714-722, 1995.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, 2003.

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439-554, 2009.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito das minorias na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 25, n. 63, 1986.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Direito de retirada: um limite ao princípio majoritário na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 48, n. 151/152, p. 13-21, jan./dez. 2009.

_____. Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 29, n. 77, 1990.

_____; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2.

HAMILTON, Robert W. Private sale of control transactions: where we stand today. *Canada-United States Law Journal*, v. 13, p. 229-262, 1988.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. *The end of history for corporate law*. New Haven: Yale Law School Working Paper, n. 235. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=204528>. Acesso em: 10 out. 2011.

_____. The basic governance structure. In: KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2006.

HART, Herbert L. A. *The concept of law*. Edited by Penelope A. Bulloch and Joseph Raz. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 1994.

HART, Oliver. *Firms, contracts, and financial structure*: clarendon lectures in economics. Oxford: Oxford University Press, 1995.

_____; MOORE, John. *Incomplete contracts and renegotiation*. New York: The Econometric Society, 1988. v. 56.

HEINBERG, John Gilbert. History of the majority principle. *The American Political Science Review*, Washington: American Political Science Association, v. 20, n. I, p. 52-68, 1926. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1945098>. Acesso em: 18 fev. 2012.

HIRSCHMAN, Albert O. *Exit, voice, and loyalty*: responses to decline in firms, organizations, and states. New York: Harvard University Press, 1970.

IVEY, Gary C. Standards of management conduct in close corporations: a transactional approach. *Stanford Law Review*, v. 33, p. 1.141-1.160, 1981.

JENNINGS, R. W. Trading in corporate control. *California Law Review*, v. 44, n. 1, p. 1-39, MAR., 1956.

_____; MARSH, H.; COFFE, J. C. *Securities regulation. Cases and materials*. 5. ed. New York: The Foundation Press, Inc., 1990.

JOERGES, Christian. Relational contract theory in a comparative perspective: tensions between contract and antitrust law principles in the assessment of contract relations between automobile manufacturers and their dealers in Germany. (Symposium: Law, private governance and continuing relationships). *Wisconsin Law Review*, n. 3, p. 581-613,1985.

KAHAN, Marcel. Sales of corporate control. *Journal of Law, Economics and Organization*, Oxford University Press, v. 9, n. 2, p. 368-79, Oct. 1993.

KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. The appraisal remedy and the goals of corporate law. *UCLA Law Review*, v. 32, p. 429-473, 1985.

KENNEDY, Duncan. Distributive and paternalist motives in contract and tort law, with special reference to compulsory terms and unequal bargaining power. *Maryland Law Review,* v. 563, p. 566-568, 1982.

KLEINDIEK, Detlef. Protection of minority shareholders under German Law. *International Company and Commercial Law Review*, London: Sweet & Maxwell, p. 144-145, 1993.

KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law*: a comparative and functional approach. Oxford: Oxford University Press, 2006.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.*: exposições: pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1995-1996. v. 1.

_____. *A Lei das S.A.* 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. II.

_____. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 810-811.

_____. *Fundamentos da reforma das S/A*. Rio de Janeiro: AEDE-SBERJ, 1976. p. 22-23. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 76, 1989.

_____. Responsabilidade do controlador. In: _____. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 842-843.

LAUTENSCHLAGER JR., Nilson. Notas sobre a história do princípio da maioria de Otto Friedrich von Gierke (1841/1921). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros [no prelo].

LEAL, R.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ-DE-SILENES, F.; CHONG, A. (Eds.). *Investor protection and corporate governance*: firm level evidence accross Latin America. Stanford: Stanford University Press, 2007.

LETSOU, Peter V. The role of appraisal in corporate law. *Boston College Law Review*, v. 39, n. 1, p. 1.121-1.174, 1998.

LOEWENSTEIN, George; SCHKADE, David. A visceral account of addiction. *Getting hooked*: rationality and addiction. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

MACAULAY, Stewart. Non-contractual relations in business: a preliminary study. *American Sociological Revie*w, Wisconsin: American Sociological Association, v. 28, n. 1, p. 55-67, 1963. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2090458>. Acesso em: 3 fev. 2013.

MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

_____. Contratos relacionais no direito brasileiro. *Revista USP*, São Paulo, v. 1, n. 1, 1999.

MANKIW, Gregory N. *Principles of economics*. 5. ed. New York: Lightning Source Inc. 2009.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Politics and Economics*, 1965.

MANNING, Bayless. *The shareholder's appraisal remedy*: an essay for Frank Coker. New Haven: The *Yale Law Journal Inc.*, v. 72, n. 2, p. 223-265, 1962.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

MATIAS, João Luis Nogueira. *A função social da empresa e a composição de interesses na sociedade limitada*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MEANS, Benjamin. A voice-based framework for evaluating claims of minority shareholder oppression in the close corporation. *Georgetown Law Journal*, v. 97, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1285204>. Acesso em: 21 jan. 2012.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro.* 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, v. 2, 1963.

MENEZES CORDEIRO, António. *Manual de direito das sociedades*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2007. v. I.

MILLER, Sandra K. Minority shareholder oppression in the private company in the European Community: a comparative analysis of the German, United Kingdom, and French "close corporation problem". *Cornell International Law Journal*, v. 30, n. 2, p. 381-428, 1997.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1965. t. L.

MOLL, Douglas K. *Minority oppression & the limited liability company*: learning (or not) from close corporation history. The University of Houston Law Center, 2010.

MOLL, Douglas K. Reasonable expectations v. implied-in-fact contracts: is the shareholder oppression doctrine needed?. *Boston College Law Review*, v. 42, p. 989, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1663487>. Acesso em: 25 mar. 2013.

_____. University of Houston Law Center. Of Donahue and fiduciary duty: much Ado about… ?, 33 *W. New Eng. L. Rev*., n. 471, 2011.

MOLL, Douglas K.; RAGAZZO, Robert. *Closely held business organizations*: cases, materials, and problems (introduction). Minnesota: West Publishing, 2006.

MOTA, Nelson Cândido. Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da lei das S.A. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXI, n. 46, 1982.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: ARAGÃO, Leandro Santos de; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Org.). *Direito societário* – desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e capital disperso: eficiências e ineficiências. In: ADEMAK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003.

O'KELLEY JR., Charles R. T. Filling gaps in the close corporation contract: a transaction cost analysis. *Northwestern University Law Review*, v. 87, p. 218-219, 1992.

O'DONOGHUE, Ted; RABIN, Matthew. Doing it now or later. *American Economic Review*, p. 105-106, 1999.

O'NEAL, F. Hodge. *O'Neal's oppression of minority shareholders.* New York: Clark Boardman Callaghan, 1989.

_____. Close corporations: existing legislation and recommended reform. *The Business Lawyer*, 1978.

_____. Sale of a controlling corporate interest: bases of possible seller liability. *University of Pittsburgh Law Review*, Pittsburgh, v. 38, 1976.

_____. *Resolving disputes in closely held corporations*: intra-institutional arbitration. Cambridge: Harvard Law Review Association, 1954.

_____. Restrictions on transfer of stock in closely held corporations: planning and drafting. *Harvard Law Review*, v. 65, p. 773-816, Mar. 1952.

O'NEAL, F. Hodge; DERWIN, Jordan. *"Squeeze-outs" of minority shareholders*: expulsion or oppression of business associates. New York: Clark Boardman Callaghan, 1975.

_____. *Expulsion or oppression of business associates.* Durham: Duke University Press, 1964.

_____. *Expulsion or oppression of business associates*: "squeeze-outs" in small enterprises. Durham: Duke University Press, 1961.

_____; THOMPSON, Robert B. *O'Neal's oppression of minority shareholders*: protecting minority rights in squeeze-outs and other intracorporate conflicts. New York: Clark Boardman Callaghan, 1986.

_____. *Close corporations, law and practice*. New York: Clark Boardman Callaghan, 1958.

PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Forense, 2002.

PASTERIS, Carlo. *Il controllo*. Milano: Giuffrè, 1957.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 76, 1998.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972. t. L.

POSNER, Richard. *Economic analysis of law*. 3. ed. Boston: Little Brown and Company, 1986.

_____. The ethical and political basis of the efficiency norm in common law adjudication. *Hofstra Law Review*, v. 8, p. 488-497, 1980.

PRADO, Roberta Nioac. Análise crítica do instituto da oferta obrigatória, em decorrência da alienação de controle de companhia aberta, em face da realidade brasileira (artigo 254-A da Lei n. 6.404, de 1976). 2004. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

_____. Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedades por ações de capital aberto fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei n. 6.404/76 e Resolução 401/76 – é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 106, 1997.

PRADO, Roberta Nioac. Fundamentos jurídicos e econômicos da OPA a posteriori (tag along) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de governança corporativa. *Revista Direito GV*, v. 2, n. 1, p. 172-173, jan.-jun. 2006.

RANDS, William. Closely held corporations: restrictions on stock transfers. *Commercial Law Journal*, v. 84, p. 461-469.

_____. Do sistema acionário – uma análise negocial. Tradução e introdução de Nilson Lautenschleger Jr. *Revista de Direito Mercantil*, ano XLI, n. 128, out./dez. 2002.

_____. *Vom Aktienwesen* – Eine geschäftliche Betrachtung. Berlin, 1917. Tradução italiana La realtà della società per azioni – riflessioni suggerite dall' esperienza degli affari. *Rivista delle Società*, anno V, fasc. 4-5, luglio-ott. 1960.

REQUIÃO, Rubens. A oclusão da representação da minoria por manobra da maioria. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*, São Paulo: Saraiva, 1980. v. II.

_____. A proteção da minoria no caso de alienação e aquisição do controle. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. II.

_____. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 1.

_____. O "*intuitus personae*" nas sociedades anônimas. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. II.

_____. Responsabilidade das maiorias e proteção das minorias nas sociedades anônimas. In: _____. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 2.

RIBEIRO, Renato Ventura. A Lei de Sociedade por Ações e as companhias intuitus personae. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima* – 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

RIBSTEIN, Larry E. Are partners fiduciaries?. University of Illinois Law Review, Symposium Issue, v. 2005, n. 1, Feb. 2005; Illinois Public Law Research Paper No. 04-20; U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=596585>. Acesso em: 18 maio 2012.

ROCK, Edward; WACHTER, Michael L. Waiting for the omelet to set: match-specific assets and minority oppression. In: MORCK, Randall K. *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

ROPPO, Enzo. *O contrato.* Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 1988.

ROSE, Carol M. *Trust in the mirror of betrayal.* Faculty Scholarship Series. Paper n. 1.811, 1995, p. 531. Disponível em: <http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1811>. Acesso em: 13 abr. 2012.

SALAMA, Bruno Meyerhof; PRADO, Viviane Muller. Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas. *Direito GV*, São Paulo, n. 63, dez. 2010, p. 11. (Coleção de Artigos direito GV (*working papers*)).

SALOMÃO FILHO, Calixto. Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas. In: _____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 131-136.

_____. Deveres fiduciários do controlador. In: _____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

_____. Direito societário e o novo mercado. In: _____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

_____. Introdução do Co-autor. Poder econômico: a marcha da aceitação. In: COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Notas de texto de Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

_____. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SANTONI, Roland J. The developing duties of controlling shareholders and appropriate restraints on the sale of corporate control. *The Journal of Corporation Law*, n. 2, v. 4, 1979.

SANTORO-PASSARELLI, Francesco. *Dottrine generali del diritto civile*. 9. ed. Napoli: Dott Eugenio Jovene, 2002.

SANTOS, J. M. de Carvalho. *Código civil brasileiro interpretado*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1938. v. XIX.

SCHMIDT, Dominique. *Conflits d'interêt dans la société anonyme*. Paris: Joly, 2004.

_____. *Les droits de la minorité dans la société anonyme*. Paris: Sirey, 1970.

SCOGIN, Hugh T. Jr. Withdrawal and expulsion in Germany: a comparative perspective on the close corporation problem. *Michigan Journal of International Law*, v. 15, p. 127-188, 1993.

SCOTT, Robert E. Conflict and cooperation in long-term contracts. *California Law Review,* v. 75, n. 6, p. 2.005-2.054, 1987.

SPIER, Kathryn E. Incomplete contracts and signalling. *RAND Journal of Economics*, v. 23, n. 3, p. 432-443, 1992.

STORM, Timothy J. Remedies for oppression of non-controlling shareholders in Illinois closely-held corporations: an idea whose time has gone. *Loyola University Chicago Law Journal*, Chicago, v. 33, n. 2, p. 388-389, 2002.

SZTAJN, Rachel. *Direito de recesso*. 1982. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1982.

THOMPSON, Robert Blashel. *The shareholder's cause of action for oppression.* New York: Business Lawyer, 1993. p. 699-745.

TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e aquisições*: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002.

UTSET, Manuel A. A theory of self-control problems and incomplete contracting: the case of shareholder contracts. *Utah Law Review*, 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=597143>. Acesso em: 15 mar. 2012.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. II.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. 3. ristampa. Milano: Casa Editrice Dottore Francesco Vallardi, 1935. v. 3.

WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge. Os poderes manifestos no âmbito da empresa societária e o caso das incorporações: a necessária superação do debate pragmático-abstracionista. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

WEBSTER'S Ninth New Collegiate Dictionary. Massachusetts: Merriam-Websters Inc., 1991.

WHITFORD, William C. Contract law and the control of standardised terms in consumer contracts: an American report. *European Review of Private Law*, n. 2, p. 193-210, 1995.

_____. Contracts and the new formalism: commentary. *Wisconsin Law Review*, n. 2, p. 631-643, 2004.

_____. Ian Macneil's contribution to contracts scholarship. *Wisconsin Law Review*, n. 3, p. 545-560, 1985.

WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht,* Band I: Grundlagen. München: C. H. Beck, 1980.

_____. *Gesellschaftsrecht,* Band II: Recht der Personengesellschaft. München: C. H. Beck, 2004.

_____. Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum* Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

WILHELMSSON, Thomas. Questions for a critical contract law and a contradictory answer: contract as social cooperation. In: _____ (Ed.). *Perspectives of critical contract law*. Aldershot: Dartmouth, 1993.

WILLIAMSON, O. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

_____. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2, 1979.

ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos fiduciary duties no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, v. 36, n. 109, p. 137-149, jan./mar. 1998.

ZINGALES, Luigi. The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience. *The Review of Financial Studies*, v. 7, n. 1, p. 125-148, 1994.

_____. What determines the value of corporate votes? *Quarterly Journal of Economics*, CX, p. 1.047-1.073, 1995.

Sites

www.bmfbovespa.com.br

www.dnrc.gov.br

www.ssrn.com