LUÍS ANDRÉ NEGRELLI DE MOURA AZEVEDO

Concentração e Dispersão do Poder Político nas Organizações Coletivas Finalísticas. Regime Jurídico da Companhia Aberta Integrante do Novo Mercado da Bolsa de Valores: o Papel Decisivo Desempenhado pelos Instrumentos Jurídicos de Dissociação entre Representatividade Política e Participação Econômica de Acionistas no Âmbito da Companhia

Tese de Doutorado

Orientador:

Professor Dr. Eduardo Secchi Munhoz

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2015

LUÍS ANDRÉ NEGRELLI DE MOURA AZEVEDO

Concentração e Dispersão do Poder Político nas Organizações Coletivas Finalísticas. Regime Jurídico da Companhia Aberta Integrante do Novo Mercado da Bolsa de Valores: o Papel Decisivo Desempenhado pelos Instrumentos Jurídicos de Dissociação entre Representatividade Política e Participação Econômica de Acionistas no Âmbito da Companhia

Tese de Doutorado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Eduardo Secchi Munhoz.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

São Paulo – SP

2015

Nome: Azevedo, Luís André N. de M.

Título: Concentração e Dispersão do Poder Político nas Organizações Coletivas Finalísticas. Regime Jurídico da Companhia Aberta Integrante do Novo Mercado da Bolsa de Valores: o Papel Decisivo Desempenhado pelos Instrumentos Jurídicos de Dissociação entre Representatividade Política e Participação Econômica de Acionistas no Âmbito da Companhia

Banca Examinadora

Aos meus...

...pela convivência roubada.

RESUMO

Ao redor do mundo, a maioria das companhias listadas de grande porte tem acionista controlador, à exceção dos EUA e do RU, em que o comando da atividade empresarial é exercido, de fato, pelos administradores. A conformação de controle dominante em cada país resulta de uma série de fatores, muitos deles de ordem jurídica, os quais levam ao surgimento e permanência de uma dessas variantes, ao mesmo tempo em que parecem inibir o desenvolvimento da estrutura alternativa. A gradativa convergência global dos padrões de propriedade acionária a um denominador comum, aparentemente em curso - dos extremos da dispersão e concentração absolutas para o cenário intermediário dos blocos de participação minoritária relevantes detidos por investidores institucionais - *não* tem sido acompanhada de transformações significativas nas estruturas de poder de controle interno dominantes em cada país, as quais, em essência, continuam as mesmas. Isso significa que os fatores (*jurídicos*, especialmente) que levam à predominância de tais estruturas continuam em atuação, não obstante modificações havidas no grau de dispersão do capital com direito a voto de companhias listadas. Este trabalho visa apresentar um conjunto mais específico de fatores jurídicos que, ao mesmo tempo e de modo decisivo, favorecem a proliferação de uma dentre as duas estruturas de controle consideradas (controle acionário ou gerencial) e inibem o desenvolvimento de outra. Trata-se dos *instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas*, os quais exercem papel central na conformação do regime jurídico das companhias abertas com elevada dispersão do capital votante, integrantes do Novo Mercado da BVSP.

Palavras-chave: Direito Societário. Direito do Mercado de Capitais. Companhias abertas. Dispersão do capital votante. Estruturas de controle societário. Instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica.

ABSTRACT

Most of the large listed companies outside USA and UK have a controlling shareholder. The dominant control structure in each country is the result of multiple determinants, many of them arising from the legal system. The gradual convergence of ownership patterns around the world – from the extremes of the total concentration and separation of ownership and control to the intermediate scenario of significant blockholdings held by institutional investors - has not been accompanied by a relevant shift in the control structures in listed companies of most of the countries, specially those in the Brazilian Novo Mercado. This Doctorate Thesis presents a specific subset of legal factors contributing for that outcome: the legal instruments separating voting rights from cash-flow rights.

Keywords: Corporate Law. Capital Markets Law. Listed Companies. Ownership and Control Structures. Legal Instruments Separating Voting Rights and Cash-Flow Rights.

RIASSUNTO

In torno al mondo, la maggioranza delle compagnie elencate di grande portata hanno l'azionista di controllo, eccezione fatta agli Stati Uniti e allo Regno Unito, in cui il controllo dell'attività imprenditoriale è svolto, infatti, dagli amministratori. La conformazione del controllo dominante in ogni paese è risultato da una serie di fattori, molti di loro di ordine giuridico i quali portano al sorgimento e permanenza di una di queste varianti, allo stesso tempo in cui sembrano di inibire lo sviluppo della struttura alternativa. La graduale convergenza globale dei modelli di proprietà azionaria ad un denominatore comune, apparentemente in corso, - degli estremi della dispersione e concentrazione assolute per lo scenario intermedio dei blocchi di partecipazione minoritaria rilevante detenuti dagli investitori istituzionali – *non* viene accompagnata da trasformazioni significative nelle strutture del potere di controllo interno dominanti in ogni paese, le quali, essenzialmente, continuano le stesse. Vale a dire che i fattori (soprattutto *giuridici*) che portano alla predominanza di tali strutture continuano in attuazione, nonostante le modifiche occorse nel grado di dispersione del capitale con il diritto al voto di compagnie elencate. Questo lavoro vuol presentare un insieme più specifico di fattori giuridici che, allo stesso tempo e di maniera decisiva, favoriscono la proliferazione di una su due strutture di controllo considerate (controllo azionario o controllo dagli amministratori) e inibiscono lo sviluppo dell'altra. Si tratta degli *strumenti giuridici di dissociazione fra rappresentabilità politica e partecipazione economica* di azionisti, i quali esercitano un ruolo centrale nella conformazione del regime giuridico delle compagnie aperte con alta dispersione del capitale votante, integranti del Nuovo Mercato della BVSP.

Parole-chiave: Diritto Societario. Diritto del Mercato di Capitali. Società Quotate. Dispersione del capitale votante. Strutture di controllo societario. Strumenti giuridici di dissociazione fra rappresentabilità politica e partecipazione economica.

ÍNDICE

Abreviaturas.....	14
Introdução.....	15
CAPÍTULO I – PREMISSAS DE ANÁLISE.....	22
1.1. O paradigma metodológico da Organização Coletiva Finalística.....	22
1.2 Outras ressalvas importantes	24
1.3 Substrato fático: surgimento de companhias com acentuada dispersão de capital no Novo Mercado da BVSP.....	26
1.4 Definição de poder de controle na LSA	31
1.5 Particularidades do controle minoritário.....	32
CAPÍTULO II – ESTRUTURAS DE CONTROLE SOCIETÁRIO AO REDOR DO MUNDO.....	36
2.1 Diversidade global.....	36
2.2 Certa uniformidade local.....	37
2.3 Não existe uma estrutura de controle, de <i>per se</i> , superior.....	39
2.4 Dependência estrutural.....	41
2.4.1 Dependência estrutural: razões jurídicas.....	42
2.4.1.1 Dependência estrutural inserida na moderna teoria dos sistemas jurídicos	45
2.4.1.2 Centralidade das regras de proteção a acionistas.....	47
2.4.1.3 Proteção dos acionistas em companhias cujo capital votante é mais <i>concentrado</i>	49
2.4.1.4 Proteção dos acionistas em companhias cujo capital votante é mais <i>disperso</i>	53
2.4.1.5 Das regras protetivas à Teoria das Famílias Jurídicas: um caminho a ser criticado.....	55
2.4.1.6 Contraponto histórico: as “grandes reviravoltas” no desenvolvimento sócio-econômico das nações.....	59
2.4.1.7 Outro contraponto: permeabilidade das tradições jurídicas.....	64
2.4.2 Dependência estrutural: razões extra-jurídicas.....	65

2.4.2.1 O papel das “regras de conduta” (<i>social norms</i>).....	66
2.4.2.2 Razões econômicas em sentido amplo.....	69
2.4.2.2.1 Tendência de permanência de estruturas consideradas eficientes pelos agentes econômicos.....	69
2.4.2.2.2 Extração de benefícios privados como fator a contribuir para a manutenção de estruturas.....	71
2.4.3 Razões de ordem política.....	73
2.4.3.1 Distribuição de poderes de representação na arena política como resultante de estruturas de capital e controle pré-existentes.....	76
2.5 Papel decisivo dos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas.....	77

CAPÍTULO III - SISTEMAS COM *REDUZIDA* DISPONIBILIDADE DE INSTRUMENTOS JURÍDICOS DE DISSOCIAÇÃO ENTRE REPRESENTATIVIDADE POLÍTICA E PARTICIPAÇÃO ECONÔMICA DEACIONISTAS..... 80

3.1 Alguns esclarecimentos.....	80
3.2 Modelo norte-americano: principais condicionantes.....	81
3.2.1 Combate aos conglomerados e à concentração do poder econômico.....	81
3.2.2 Reformas subsequentes à crise de 1929.....	85
3.2.3 Impactos de outras leis federais.....	89
3.2.4 O papel da autorregulação.....	92
3.2.5 Respostas legislativas às crises dos anos 2000.....	94
3.2.6 Síntese conclusiva.....	98
3.3 Modelo britânico: principais condicionantes.....	99
3.3.1 Breve retrospectiva histórica.....	102
3.3.2 Desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.....	103
3.3.3 Reformas posteriores ao <i>crash</i> da NYSE.....	105
3.3.4 Regulação em tempo de crises.....	106
3.3.5 Criação da FSA.....	110
3.3.6 Promulgação do FSMAAct de 2000.....	111
3.3.7 Reações à crise financeira de 2008. Extinção da FSA.....	114
3.3.8 Síntese Conclusiva.....	116
3.4 A nova <i>corporation</i> . Ativismo societário e investidores institucionais.....	120

3.4.1 Separação entre propriedade e controle. Realidade ou mito?.....	120
3.4.2 Ascensão dos investidores institucionais.....	127
3.4.3 Relativa reconcentração da propriedade acionária em companhias listadas e o surgimento de novos conflitos de interesses.....	132
3.4.4 Fundos de pensão enquanto investidores institucionais: particularidades...	137
3.4.5 Ativistas societários: atuação complementar à dos investidores institucionais.....	143
3.4.6 Atuação conjunta com investidores institucionais, como estratégia de redução dos custos envolvidos no ativismo societário.....	146

CAPÍTULO IV – SISTEMAS COM *ACENTUADA* DISPONIBILIDADE DE INSTRUMENTOS JURÍDICOS DE DISSOCIAÇÃO ENTRE REPRESENTATIVIDADE POLÍTICA E PARTICIPAÇÃO ECONÔMICA DE ACIONISTAS..... 150

4.1 Problemas decorrentes da <i>excessiva</i> dissociação entre representatividade política e participação econômica. Concentração do poder de controle societário.....	150
4.2 Instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica.....	155
4.2.1 Alguns dados empíricos: Brasil.....	156
4.2.2 Alguns dados empíricos: demais países.....	163
4.2.3 Impactos sobre o valor da companhia.....	166
4.2.4 Participação acionária por intermédio de estrutura piramidal.....	169
4.2.4.1 Abordagem alternativa: teoria do “mercado de capitais interno”.....	173
4.2.4.2 Estruturas piramidais envolvendo companhias do Novo Mercado.....	177
4.2.4.3 Crítica à disciplina legal dos grupos de sociedades no Brasil.....	178
4.2.5 Estruturas acionárias duais.....	181
4.2.5.1 Estruturas duais em companhias sob controle acionário.....	182
4.2.5.1.1 Alguma extração de benefícios particulares do controle deve ser tolerada.....	189
4.2.5.2 Estruturas duais em companhias sob controle gerencial.....	192
4.2.5.3 Conclusão sumária. Estruturas acionárias duais.....	197
4.2.6 Acordo de acionistas tendo por objeto o exercício do poder de controle....	200

4.2.6.1 Acordo de controle em companhia com <i>reduzida</i> dispersão do capital votante.....	203
4.2.6.2 Acordo de controle em companhia com <i>acentuada</i> dispersão do capital votante.....	205
4.2.7 Cláusulas estatutárias limitando o número máximo de votos em assembleias gerais e impondo a realização de oferta pública de aquisição de ações.....	209
4.2.7.1 Cláusulas de limitação de votos na história recente brasileira.....	212
4.2.7.2 A dissociação <i>inversa</i> resultante da limitação de votos em assembleias gerais.....	213
4.2.8 Outros instrumentos jurídicos que acarretam dissociação entre participação política e econômica de acionistas.....	214
4.3 Apontamentos acerca da companhia aberta com acentuada dispersão do capital votante no Novo Mercado da BVSP.....	217
Considerações a título de conclusão.....	225
Bibliografia.....	231

ABREVIATURAS

AktG	<i>Aktiengesetz</i> de 1965
BVSP	BM&F Bovespa S/A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CC	Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil)
CF	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, conforme emendada
CPC	Lei n. 5.869, de 11 de janeiro de 1973 (Código de Processo Civil, conforme alterada
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
LCVM	Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976, conforme alterada
LSA	Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada
LSE	<i>London Stock Exchange</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
RU	Reino Unido

Introdução

São diversos os estudos a demonstrar que, ao redor do mundo, a maioria das companhias listadas¹ de grande porte tem acionista controlador, à exceção dos EUA e do RU, em que o comando da atividade empresarial é exercido, de fato, pelos administradores.²

A conformação de controle dominante em cada país resulta de uma série de fatores, muitos deles de ordem jurídica, os quais levam ao surgimento e permanência de uma dessas variantes, ao mesmo tempo em que parecem inibir o desenvolvimento da estrutura³ alternativa.

Apesar de estudos mais recentes terem identificado uma redução na dispersão média do capital votante de companhias listadas norte-americanas, com o aumento do número de investidores institucionais titulares de blocos de participação acionária relevante⁴, estes

¹ Este trabalho se volta, no caso brasileiro, às companhias abertas de grande porte com ações negociadas no mercado de valores mobiliários (art. 4º da LSA e LCVM) e, quando à referência é feita aos demais países, simplesmente às grandes companhias com ações de sua emissão transacionadas em bolsa de valores. Para fins metodológicos, tanto umas, como outras, serão designadas “companhias listadas”, por se tratar de expressão mais sintética e, ao mesmo tempo, mais abrangente.

² BERLE JR., Adolf A.; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932; REINIER KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; e ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2ª ed., 2009; BARCA, Fabrizio; e BECHT, Marco (orgs.) *The Control of Corporate Europe*. New York: Oxford University Press, 2001; BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. *Corporate Governance and Control*. ECGI – Finance Working Paper no. 02, 2002, disponível em <http://ssrn.com/abstract=343461>; CHEFFINS, Brian. *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. In *Journal of Legal Studies* 30, 2001, pp. 459-484; CHUNG, Kee H.; e ZHANG, Hao. *Corporate Governance and Institutional Ownership*. In *46 J. Fin. & Quantitative Analysis* 247, 270, 2011; CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H.P. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. In *Journal of Financial Economics* 58:1-2, 2000, pp. 81-112; dentre muitos outros.

³ A expressão “estruturas de controle”, utilizada ao longo deste trabalho, se refere às duas modalidades absolutamente antagônicas de exercício do poder de controle interno: de um lado, o “controle acionário”, de titularidade, como é evidente, de um ou mais acionistas que prevalecem de modo permanente nas deliberações da assembleia geral, elegendo a maioria dos administradores da companhia (Art. 116 da LSA); e, de outro lado, o “controle gerencial”, exercido, de fato, pelos administradores da companhia, os quais, diante da elevada dispersão do capital votante e do absenteísmo dos acionistas, passam a fazer com que sua vontade prevaleça nas deliberações assembleares, por meio, inclusive, do encaminhamento de pedidos públicos de procuração (*proxys*). As situações em que o controle da companhia é compartilhado ou exercido isoladamente por *trabalhadores* não foram consideradas, seja por razões de ordem metodológica e decorrentes das limitações a que se submete este trabalho, seja em razão de sua menor incidência no universo de companhias listadas em bolsas de valores dos países objeto de análise mais aprofundada ao longo do presente (notadamente, EUA, RU e Brasil).

⁴ GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. *Concentrated Ownership Revisited: the Idiosyncratic Value of Corporate Control*. In *Columbia Law and Economics Working Paper No. 444, ECGI - Law Working Paper No. 206*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2228194>; GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*. In *The*

parecem não ameaçar, ao menos por enquanto, a posição dominante dos administradores. Da mesma forma, em outros países (no Brasil, inclusive), a maior quantidade de companhias listadas⁵ e, dentre elas, de companhias com elevada dispersão das ações votantes, não levou ao desaparecimento do acionista controlador, tendo apenas acarretado modificações nos instrumentos que emprega para continuar exercendo seu poder.

Vale dizer, a gradativa convergência global dos padrões de propriedade acionária a um denominador comum, aparentemente em curso - dos extremos da dispersão e concentração absolutas para o cenário intermediário dos blocos de participação minoritária relevante detidos por investidores institucionais⁶ - não tem sido acompanhada de transformações significativas nas estruturas de poder de controle interno⁷ dominantes em cada país, as quais, na essência, continuam as mesmas.

*Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, Working Paper No. 438, Mar., 2013, disponível em <http://www.law.columbia.edu/lawec/>; GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation. In ECGI Working Paper Series in Law, Law Working Paper N° 239, 2014, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2359690>; HANSMANN, Henry; KRAAKMANN, Reinier. The End of History for Corporate Law. 89. In *Georgetown Law Journal*, 439, 2001; PICHHADZE, Aviv. The Nature of Corporate Ownership in the USA: The Trend Towards the Market Oriented Block-holder Model. In *Capital Markets Law Journal Vol.* 05, no. 01, 2010, pp. 63 e ss.; GILLAN, Stuart S.; e STARKS, Laura T. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. In *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, No. 2, 2003, disponível em <http://ssrn.com/abstract=480983>; HAWLEY, James; e WILLIAMS, Andrew. Universal Owners: Challenges and Opportunities. In *15:3 Corp. Gov.* 415, 2007, p. 415, salientando que “(...) ainda que existam diversos investidores institucionais, a propriedade acionária é, de fato, concentrada nas mãos de um número relativamente pequeno de investidores institucionais de grande porte. Por exemplo, nos EUA os 100 maiores veículos de investimento institucional detêm 52% de todas as ações objeto de negociação pública.” (destaque no original).*

⁵ A propósito do substancial desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários europeus a partir dos anos 1990, com o ingresso de novas companhias, aumento do valor das captações via oferta pública de valores mobiliários e incremento das atividades bursáteis, cf. COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*, In *111 Yale Law Journal* I, 2001, pp. 16-20; e VAN DER ELST, Cristoph. *The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization? Working Paper, Financial Law Institute, Ghent University*, abr., 2000.

⁶ Cf. salienta Clifford G. Holderness “(...) apesar de muitos acreditarem que nos EUA existe propriedade acionária difusa, a evidência apontada em sentido contrário. Dentre uma amostra representativa de companhias listadas nos EUA, 96% delas têm acionistas titulares de blocos de participação relevante”. (*The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. In *22 Rev. Fin. Stud.* 1377, 1384, 1388, 2009, p. 32).

⁷ A referência é feita às companhias listadas de grande porte (v. Nota de Rodapé n. 01) cuja titularidade do controle se situa no âmbito interno da organização societária, por estar nas mãos de um ou mais acionistas - ainda que o efetivo controlador seja o detentor de participação indireta no capital, mediante a interposição de uma ou mais sociedades holding (Art. 2º, parágrafo terceiro, da LSA) - ou dos administradores da própria companhia. Em consequência, a estrutura de controle externo, cuja titularidade recai sobre um agente alheio à organização societária (e.g. um fornecedor de matérias-primas monopolista, um agente de financiamento importante), está fora dos limites deste trabalho. A propósito das distinções entre “controle interno” e “controle externo” e das particularidades deste, v., respectivamente, COMPARATO, Fábio K. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro: Forense, 6ª ed. rev. e atual. (COMPARATO, Fábio K.; e SALOMÃO FILHO, Calixto), 2014, p. 41; e MACEDO, Ricardo F. de. *Controle não societário*. São Paulo: Renovar, 2004.

Isso significa que os fatores (*jurídicos*, especialmente) que levam à predominância do controle acionário ou gerencial continuam em atuação, não obstante modificações que vêm ocorrendo no grau de dispersão do capital com direito a voto de companhias listadas. Esses fatores, apesar de não terem obstado a ocorrência dessas mudanças, ainda impedem que o arranjo de controle societário alternativo⁸ alcance uma maior projeção no mercado de valores mobiliários local.

De todo modo, o aumento da *diversidade local* em matéria de dispersão acionária⁹ - manifestado no âmbito do processo de gradativa *convergência global* já referido - é por si só positivo, uma vez que reflete a adoção de novas estratégias de captação de recursos por parte das companhias listadas, voltadas a um melhor atendimento das demandas de investidores em potencial e, em última análise, ao barateamento dos custos de financiamento externo de suas atividades.

Como não poderia ser diferente, reflete, igualmente, uma maior abertura das principais economias mundiais, a revestir os mercados de valores mobiliários locais de um caráter cada vez mais internacional.

Essas novas estratégias de captação de recursos, ao seu turno, exigem soluções de governança corporativa¹⁰ também novas, capazes de melhor acomodá-las.

Ocorre que os instrumentos jurídicos que vêm sendo adotados para esse fim, ao invés de criarem condições a permitir o atual – ou mesmo futuro – rearranjo da estrutura de comando na esfera da companhia, de modo a torná-la mais compatível com as

⁸ No caso brasileiro, o “arranjo alternativo” referido é aquele de que se revestem algumas poucas companhias abertas do Novo Mercado da BVSP, cujo controle é, de fato, exercido por seus administradores, devido à elevada dispersão acionária e à inexistência de acordos de voto entre seus acionistas, resultando em acentuado absenteísmo nas assembleias gerais. A propósito das companhias sem acionista controlador, cf. CASTRO, Rodrigo R. M. de. *Controle Gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. Ao longo deste trabalho, essas serão designadas “companhias sob controle gerencial”, em contraposição às “companhias com acionista controlador”, conformando, assim, as duas modalidades de controle societário interno consideradas.

⁹ A significar o surgimento de companhias listadas com estrutura de controle interno que não aquela dominante (aumento na quantidade de companhias listadas com acionista controlador nos EUA e no RU e surgimento de novas companhias sob controle gerencial nos demais países).

¹⁰ Quando necessário, o termo “governança corporativa” será empregado no presente trabalho, pois apesar de se originar de uma tradução inadequada do termo correspondente em inglês, constitui expressão já consagrada na teoria e prática do direito societário brasileiro. A propósito do tema, cf. o excelente LAUTENSCHLEGER JR., Nilson. *Os Desafios Propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro: Ensaio de uma Reflexão Crítica e Comparada*. São Paulo: Malheiros, 2005.

características supervenientes de sua estrutura de capital, simplesmente têm reforçado a titularidade e conformação anteriores do poder de controle.

Ou seja, os controladores (especialmente em sistemas de controle acionário altamente concentrado como o brasileiro¹¹), diante de alterações no grau de dispersão do capital votante¹² da companhia, capazes de ameaçar o poder de dominação¹³ por eles exercido, simplesmente promovem a substituição de instrumentos jurídicos tornados indisponíveis – ou daqueles que, em razão das modificações havidas, deixaram de ser compatíveis com a nova estrutura de capital¹⁴ - por outros capazes de assegurar a manutenção do *status quo*.

O problema é que a introdução desses novos instrumentos jurídicos de autoproteção do controlador – uma reação, de certo modo, esperada¹⁵ - pode levar à *maior concentração* do poder de controle e, conseqüentemente, ao esgarçamento da correlação *relativa*¹⁶ entre representatividade política (voto) e participação econômica (dividendos e outros proventos), com conseqüências nocivas amplamente reconhecidas¹⁷.

É o que tem ocorrido em algumas companhias integrantes do Novo Mercado da BVSP, as quais, apesar do aumento da dispersão da propriedade das ações com direito a

¹¹ MUNHOZ, Eduardo S. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Direito Societário - Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

¹² Isso porque a acentuada dispersão apenas da propriedade de ações *sem* direito a voto, um dos alicerces do modelo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro introduzido pela LSA, além de presente de há muito em diversas companhias listadas brasileiras de grande porte (e de outros países onde o controle acionário também prevalece no mercado de valores mobiliários), não representa uma especial ameaça ao acionista controlador; muito pelo contrário, permitindo por vezes a maximização de seu poder.

¹³ Cf. COMPARATO, Fabio. *O Poder de Controle*, cit., p. XI.

¹⁴ V. Item 4.2.7.

¹⁵ O controlador, por óbvio, resistirá à perda dos benefícios que é capaz de extrair mediante o exercício de seu poder, sem a contrapartida que considere adequada.

¹⁶ Decorrente da possibilidade de emissão de ações sem direito a voto (Arts. 15, parágrafo segundo, e 17 da LSA), dentre outros instrumentos jurídicos a acarretar a dissociação entre representatividade política e participação econômica, objetos centrais deste trabalho.

¹⁷ CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; e LANG, Larry H.P. *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*. In *Journal of Finance*, LVII(6), 2002, pp. 2741-2771; COFFEE JR, John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 182*, dez., 2000, disponível em <http://ssrn.com/abstract=254097>; TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*. In MORCK, Randall (org.). *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000, pp. 295-315.

voto de sua emissão, a aparentar uma maior “democracia” interna¹⁸, passaram a estar submetidas ao controle minoritário *altamente concentrado*, com a redução da representatividade política dos acionistas como um todo e demais distorções daí decorrentes.

Dentre os múltiplos fatores que contribuem para a permanência de modalidades anteriores de poder de controle, não obstante modificações no grau de dispersão da propriedade acionária de companhias listadas, este trabalho se concentrará naqueles diretamente resultantes do ordenamento jurídico em vigor.

Na visão tradicional da literatura especializada¹⁹, os principais fatores jurídicos a conformar as estruturas de controle ao redor do mundo são as regras de proteção a acionistas e de organização da atividade empresarial em sentido amplo, a abranger outras normas jurídicas que, apesar de não propriamente inseridas no âmbito mais estrito do direito societário, também desempenham papel relevante.

Exemplo nesse sentido é a sempre citada agenda legislativa norte-americana nos anos 1930, voltada à limitação dos poderes de grandes conglomerados financeiros²⁰, o que teria contribuído para a subsequente preponderância dos administradores enquanto controladores de fato das companhias listadas nas bolsas de valores daquele país.

Dentre esses e os demais elementos condicionantes apontados pela literatura especializada, este trabalho visa apresentar um conjunto mais específico de fatores

¹⁸ A expressão “democracia acionária”, e outras correlatas, apesar de sua inadequação ao direito societário, vem sendo empregada de há muito, a significar uma maior participação e representatividade dos acionistas no processo de tomada de decisões, especialmente nas votações em assembleia geral.

¹⁹ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Law and Finance*. In *Journal of Political Economy* 106, 1998, pp. 1113-1155; BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; e LEVINE, Ross. *Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?* *University of Minnesota Working Paper, World Bank Policy Research Paper No. 2904*, 2002, disponível em <http://ssrn.com/abstract=355820>; HÖGFELDT, Peter; e HOLMÉN, Martin. *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*. In *Journal of Financial Intermediation*, 2000. disponível em <http://ssrn.com/abstract=457720>; dentre outros.

²⁰ “(...) O sistema jurídico limitou o controle exercido por instituições financeiras. As limitações são de três ordens diversas: (1) proibições - dirigidas a bancos e, durante a maior parte do século XX, também a grandes seguradoras; (2) fragmentação de instituições financeiras - elas frequentemente não podem ser proprietárias umas das outras, nem reunir ações integrantes de seus portfólios a fim de exercer o controle conjunto; e (3) fragmentação de portfólios de investidores institucionais. Além disso, essas limitações não eram puramente técnicas, tendo frequentemente explicações políticas.” (ROE, Mark J. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press, 1994, p. 282).

jurídicos que, ao mesmo tempo e de modo decisivo, favorecem a proliferação de uma dentre as duas estruturas de controle interno²¹ consideradas (controle acionário ou gerencial) e inibem o desenvolvimento de outra. Trata-se dos *instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas* na companhias listada.

Esses instrumentos *não* se confundem com as normas gerais de proteção de acionistas, apesar de sua utilização poder afetar substancialmente a situação jurídica e patrimonial dos mesmos. Igualmente, não se restringem às normas organizativas da atividade empresarial, podendo, por vezes, extrapolar a esfera do direito societário.

Na realidade, os instrumentos de separação entre voto e participação econômica ocupam um espaço apartado das categorias tradicionais apontadas acima, tendo em vista as *funções próprias* de que se revestem, quais sejam:

- (i) maximizar o poder de controle interno (principalmente quando baseado na propriedade de ações) e
- (ii) assegurar meios de *autoproteção* (“entrincheiramento”), em sentido amplo, ao seu titular.

É de se notar que alguns desses instrumentos favorecem o surgimento de companhias de capital concentrado e com acionista controlador (por exemplo, a possibilidade de adoção de estruturas acionárias duais, em que ações de emissão de uma mesma companhia outorgam quantidade distinta de votos em assembleias gerais, ou não outorgam voto algum²²), enquanto outros levam ao extremo oposto da dispersão absoluta e prevalência do controle de fato exercido pelos administradores (ampla admissibilidade de medidas jurídicas de proteção contra tentativas hostis de aquisição do poder de controle, dentre outras).

Em consequência, a imposição de limitações ao emprego excessivo desses instrumentos jurídicos pode contribuir para que se verifique uma *maior convivência* entre

²¹ V. Nota de Rodapé n. 07.

²² Cf. indicado no item 4.2.5 do presente.

ambas estruturas de propriedade acionária e controle, em benefício dos agentes econômicos em particular, e da sociedade como um todo.

Este trabalho parte do reconhecimento, portanto, de que a convergência global aparentemente em curso – no sentido da prevalência, nas companhias listadas de maior porte dos mais diversos países, de blocos de participação minoritária relevante detidos por investidores institucionais - diz respeito a padrões de dispersão de capital, mas *não*, ao menos por enquanto, às estruturas de poder de controle interno dominantes.

Uma segunda convergência, rumo a uma *menor* concentração do poder e a uma *maior* diversidade de estruturas de controle, pode até ocorrer, na dependência, inclusive, de uma redução na disponibilidade, em cada ordenamento jurídico, de instrumentos jurídicos que promovam a dissociação entre representatividade política e participação econômica do acionista.

Tais instrumentos são, portanto, o elemento jurídico *determinante* para a prevalência em um dado momento – e persistência ao longo do tempo - de uma estrutura de controle (controle acionário ou controle gerencial), em detrimento da outra, a impedir que se produzam os frutos de uma maior diversidade no âmbito local.

CAPÍTULO I – PREMISSAS DE ANÁLISE

1.1 A abordagem do tema. Uma ressalva necessária

Antes de mais nada, cumpre salientar que os primeiros projetos de pesquisa apresentados se voltavam à análise, sob uma perspectiva mais ampla, do regime jurídico das companhias com acentuada dispersão acionária do Novo Mercado da BVSP. Foi essa, inclusive, a temática principal apresentada à banca de qualificação, não obstante os tópicos ora abordados também já se mostrassem presentes.

Ocorre que, com o aprofundamento da pesquisa e reflexão desenvolvidas o foco da investigação passou a recair sobre elementos que, apesar de relevantes para o encaminhamento inicialmente proposto, ainda não ocupavam uma posição central. Como referido na Introdução deste trabalho, esses consistem nos instrumentos jurídicos utilizados pelo controlador para maximizar seu poder, ao promover o *esgarçamento* da correlação (relativa) entre representatividade política (votos) e participação econômica (percepção de resultados) dos acionistas na companhia listada.

Passou a estar claro, portanto, que a identificação dos contornos do regime jurídico daquelas companhias exigia, necessariamente, que se melhor compreendesse o papel desempenhado pelos instrumentos jurídicos em referência. Sem isso, a indicação das razões que levam à particular conformação da estrutura de controle de tais sociedades – e não apenas delas, mas também de outras companhias listadas ao redor do mundo – seria sobremaneira dificultada.

Ademais, sem esse reajuste na perspectiva de análise, algumas importantes questões colocadas pelo surgimento de uma maior diversidade em matéria de propriedade acionária seguiriam não respondidas. Dentre elas, com efeito, a permanência dos arranjos entabulados pelo controlador - especialmente nos ambientes institucionais onde prevalece o controle *acionário* – não obstante as substanciais transformações, de escala global, ora em curso, a sinalizar para um maior ativismo dos acionistas - em especial dos investidores institucionais - e para uma subsequente realocação de poderes na esfera da companhia listada.

Dando ao trabalho este encaminhamento, espera-se apresentar contribuições decisivas para o desenvolvimento desse campo específico do direito, oferecendo ferramentas de análise melhor capacitadas para definir os contornos do regime jurídico das companhias de capital disperso do Novo Mercado da BVSP, e provendo subsídios teóricos para investigações adicionais a esse respeito.

Isso não significa, porém, que a proposta inicial, de abordar o tema sob o enfoque mais amplo das dinâmicas internas de poder nas *organizações coletivas finalísticas* de caráter duradouro²³, tenha sido descartada. Muito pelo contrário, uma vez que tais companhias serão analisada sob o prisma de sua inserção em um direito societário *mais amplo*, que não se restringe, evidentemente, às sociedade empresárias, mas também compreende as *associações* com elevada quantidade de participantes, as quais são de especial interesse para a compreensão do fenômeno do capital disperso no mercado de valores mobiliários.

Afinal, conforme identificado por Tullio Ascarelli em estudo seminal²⁴, a sociedade, enquanto organização, nasce de um contrato *plurilateral*, inconfundível com os contratos bilaterais sinalagmáticos.

Segundo Herbert Wiedemann²⁵, por sua vez: “[o contrato de sociedade possui] *a sua própria qualidade, porquanto ele constitui materialmente uma comunhão de interesses e formalmente uma unidade organizacional. O contrato de sociedade é necessariamente um contrato de constituição de comunhão (*gemeinschaftsbegründener Vertrag*), é de regra um contrato de organização (*organisationsbegründener Vertrag*)” (grifos nossos)*

Nas palavras de Calixto Salomão Filho²⁶ “*adotada a teoria do contrato-organização, é no valor da organização e não mais na coincidência de interesses de uma pluralidade de partes que se passa a identificar o elemento diferencial do contrato social*”.

²³ Duradouro não no sentido de permanente, mas em contraposição ao caráter instantâneo de outras espécies contratuais.

²⁴ *O Contrato Plurilateral*. In *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 2001, pp. 372-511.

²⁵ *Gesellschaftsrecht*, Band II: *Recht der Personengesellschaften*. Munchen: C.H. Beck, 2004, § 2 I 1, pp. 91-92.

²⁶ *A sociedade unipessoal*. São Paulo: Malheiros, 1995, p. 59.

É a organização por ele instituída o traço distintivo marcante do contrato de sociedade, “*aquele que aparece no plano da identificação do instituto e das peculiaridades de que se reveste o contrato de sociedade em função de sua natureza tipicamente organizativa*”²⁷.

Como se verifica, o aspecto estrutural do contrato de sociedade, como instrumento de organização e regramento das atividades cujo exercício constitui o seu objeto, é amplamente ressaltado pela doutrina²⁸.

É, exatamente, a partir dessa perspectiva mais ampla e valendo-se do substrato apresentado que se dará seguimento à investigação proposta, não antes, porém, de apresentar outras ressalvas igualmente relevantes.

1.2 Outras ressalvas importantes

A diversidade de instrumentos jurídicos que acarretam a dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas no âmbito da companhia listada – inclusive aqueles que, apesar de atenderem objetivos imediatos diversos, acabam por acarretar tal resultado²⁹ – exige que se faça um *corte metodológico*.

Em consequência, este trabalho deverá se voltar aos *principais* instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionista, mais usualmente empregados em situações onde prevalece o controle acionário, tomando-se por referencial a experiência brasileira nessa matéria.

²⁷ FERRO-LUZZI, Paolo. *I Contratti Associativi*. Milão: Giuffrè, 1976, p. 9.

²⁸ Nesse sentido, cf. também FERRI, Giuseppe. *La Società come Contratto*. In *Studi in memoria di F. Ferrara*. Milão: Giuffrè, 1943, p. 262; AULETTA, Giuseppe G. *Il Contratto di Società Commerciale*, Milão: Giuffrè, 1937, p. 36; MESSINEO, Francesco. *Contratto Plurilaterale e Contratto Associativo*, In *Enciclopedia del Diritto*, v. X, Milão: Giuffrè, 1958, p. 165.

²⁹ Exemplo nesse sentido são as transações entre parte relacionadas, as quais, além de produzirem os efeitos jurídicos que lhes são próprios, a depender da modalidade negocial empregada, também podem ensejar a apropriação, pelo controlador que atue como contraparte da companhia, de parcela dos resultados econômicos por ela gerados (mediante o recebimento de comissões ou pagamentos acima dos valores praticados em mercado, dentre outros).

Sendo assim, será dada mais ênfase ao papel determinante desempenhado pelos arranjos piramidais de participação societária, estruturas acionárias duais, cláusulas estatutárias de limitação de voto e imposição de oferta pública mandatória e, finalmente, aos acordos de acionistas dispendo sobre o exercício do poder de controle. Não obstante, sempre que for relevante para a investigação ora desenvolvida, estes instrumentos mais usuais e de maior impacto na realidade societária serão analisados em cotejo com outras estratégias voltadas aos mesmos objetivos, particularmente aquelas adotadas com certa frequência em companhias sob controle gerencial.

Outra ressalva importante diz respeito ao fato de que a *uniformidade local* de estruturas de controle *não* pressupõe afirmar a inexistência de companhias listadas porventura revestidas do arranjo de controle “*alternativo*”³⁰.

Isso porque a convergência global aparentemente em curso – de padrões de propriedade acionária, mas *não*, ao menos por enquanto, de estruturas de controle– é uma poderosa *força de propulsão*, a contribuir, em alguma medida, para o surgimento de companhias sob controle gerencial em países como o Brasil, por exemplo, e também para uma maior disseminação de companhias sob controle acionário nos EUA e no RU.

O problema está em evidenciar, de modo inquestionável, a existência dessas companhias, cuja estrutura de controle destoaria do arranjo dominante, especialmente no Brasil, onde faltam informações suficientemente completas e exatas a esse respeito. De fato, as atas de assembleias gerais de companhias listadas com elevada dispersão do capital votante usualmente não revelam, de forma clara, *quem* votou pela aprovação das matérias da ordem do dia, o que dificulta a identificação dos acionistas que efetivamente prevaleceram nas deliberações respectivas.

De todo modo, existem relatos de que algumas das companhias listadas no Novo Mercado da BVSP se encontrariam sob controle gerencial, razão suficiente para que sua existência seja presumida – e efetivamente considerada - ao longo deste trabalho, o que, inclusive, contribui para o enriquecimento da análise ora desenvolvida. De todo modo,

³⁰ Nota de Rodapé 08.

apesar dos dados já coletados por alguns estudiosos³¹, faz-se necessário o acesso a uma base de dados mais ampla e precisa, a fim de que, por meio do emprego de metodologias de pesquisa empírica, seja possível evidenciar, em caráter indiscutível, a existência de tais companhias no Brasil.

Não se afirma, de igual modo, que os instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas sejam os *únicos* fatores a condicionar o surgimento e permanência de determinadas estruturas de controle societário ao redor do mundo.

Pelo contrário, ao longo deste trabalho também é enfatizada a influência exercida por outros fatores, inclusive *extrajurídicos*, dedicando-se atenção especial a elementos condicionantes de ordem econômica, em sentido amplo, e de ordem política, a impactar a produção de normas jurídicas, o surgimento e a permanência das estruturas de controle societário.

1.3 Substrato fático: surgimento de companhias com acentuada dispersão de capital no Novo Mercado da BVSP³²

De 2004 em diante, após um período relativamente longo de estagnação, o mercado de valores mobiliários brasileiro voltou a apresentar elevadas taxas de crescimento, resultado não apenas da maior quantidade de ofertas públicas primárias e secundárias de ações, mas também da captação de recursos em volumes cada vez maiores por meio de tais operações.

O ressurgimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, como uma alternativa real e competitiva de financiamento das companhias, deve ser creditado não apenas ao período de prosperidade econômica global e abundância de investimentos em países

³¹ GORGA, Érica R. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. Cornell Law School Working Papers, set., 2008; OIOLI, Erik F. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, dentre outros.

³² Este item reproduz, com ajustes e atualizações, alguns fatos e informações constantes de AZEVEDO, Luís André N. de M. *A Oferta Pública para Aquisição de Controle sob a Perspectiva da Companhia Aberta Ofertante*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Direito Societário - Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

emergentes, vivenciado desde o começo dos anos 2000 até a crise financeira global iniciada em agosto de 2008³³, mas também a uma série de iniciativas da sociedade civil e do Estado, voltadas ao fortalecimento dos direitos dos acionistas minoritários e ao aumento da transparência e do acesso às informações das companhias abertas, de modo a estabelecer um maior equilíbrio entre prerrogativas de minoritários e controladores.

Dentre as diversas iniciativas³⁴ merecem destaque:

(i) a edição do Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC em 6 de maio de 1999³⁵, incorporando parte das recomendações da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE sobre práticas equitativas de gestão empresarial e relacionamento intra-societário³⁶;

(ii) a reforma da LSA e da LCVM³⁷, em outubro de 2001, que, apesar das oportunidades perdidas³⁸, foi de modo geral bem sucedida em aprimorar os direitos dos acionistas minoritários e dotar a CVM de maior autonomia, ampliando suas competências regulatória e fiscalizatória; e

(iii) a criação, pela Bolsa de Valores, em junho de 2001, de segmentos especiais de negociação de ações reservados a companhias abertas que adotem práticas diferenciadas de governança corporativa (Novo Mercado³⁹ e Níveis I e II de Governança Corporativa).

³³ Esse ciclo de prosperidade econômica global parece ter sido retomado de 2009 em diante, especialmente a partir do segundo semestre, com a realização de importantes operações de captação de recursos no mercado de capitais. Não obstante, os sintomas e as causas da crise financeira de agosto de 2008 ainda persistem, especialmente nos EUA e nos demais países ditos desenvolvidos.

³⁴ Tais iniciativas estão compiladas no “Plano Diretor do Mercado de Capitais – 2002”, subscrito por 23 das mais importantes entidades do mercado nacional, disponível, na íntegra, em http://www.bovespa.com.br/pdf/PlanoDiretor_Original.pdf.

³⁵ Hoje em sua quinta versão, datada de setembro de 2009, disponível em <http://www.ibgc.org.br>.

³⁶ V. “*OECD Principles of Corporate Governance*”, editados inicialmente em maio de 1999 e revisados em 2004, disponíveis em <http://www.oecd.org/daf/corporate/principles>.

³⁷ Alteradas, a LSA, pela Lei n. 10.303 de 31 de outubro de 2001 e pela Medida Provisória n. 8 de 31 de outubro de 2001 (posteriormente convertida na Lei n. 10.411, de 26 de fevereiro de 2002) e, a LCVM, pelo inconstitucional Decreto n. 3.995 de 31 de outubro de 2001. A propósito da flagrante inconstitucionalidade de referido Decreto, por afrontar o princípio basilar da hierarquia das normas jurídicas, v. CARVALHOSA, Modesto S. B. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, Vol. I, 2011, 6ª ed., pp. 61 e ss.

³⁸ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Conflito de Interesses: a Oportunidade Perdida*. In LOBO, Jorge (org.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 345-366.

³⁹ Cf., a propósito, a excelente análise comparativa das experiências brasileira e alemã quando da criação de segmentos especiais de negociação de ações em bolsa de valores (“*Neuer Markt*” e “*Novo Mercado*”,

O aparecimento de normas jurídicas fortalecendo os direitos dos acionistas minoritários e lhes assegurando tratamento mais equitativo, somado ao incremento das atribuições fiscalizatórias e punitivas da CVM, está na raiz do desenvolvimento recente do mercado de valores mobiliários brasileiro, na medida em que contribuíram para reduzir a percepção, então generalizada, de que os investimentos em bolsa traziam consigo não apenas os riscos inerentes às atividades empresariais da companhia investida e aos mercados onde atua, mas também aqueles decorrentes de uma inadequada proteção dos minoritários por parte da legislação e regulamentação.

Tal percepção fazia com que o público em geral, especialmente as pessoas físicas, se mantivesse distante dos investimentos na BVSP. Por outro lado, aqueles investidores que queriam, ou deveriam⁴⁰, assim investir, imputavam significativos descontos sobre os preços das ações, o que acarretava a redução do valor de mercado das companhias listadas.

Em razão dos baixos preços das ações, o custo de captação de recursos por parte das empresas aumentava, diminuindo o acesso ao capital, gerando um ciclo vicioso de consequências econômicas nefastas, pois afastava do mercado não apenas os investidores, mas também as próprias companhias.

As reformas legais e de autorregulação ocorridas em 2001, somadas a fatores econômicos internos tais como a estabilidade econômica, a condução rigorosa da política orçamentária governamental e o equilíbrio das contas públicas, permitiram que o mercado de valores mobiliários brasileiro se desenvolvesse de modo exponencial entre 2004 e o primeiro semestre de 2008 e, novamente, em 2009, aproveitando períodos de prosperidade econômica global traduzida na abundância de investimentos de risco em países emergentes.

Com a intensificação do movimento em prol da adoção das denominadas “melhores práticas de governança corporativa”, impulsionado por agentes econômicos e associações

respectivamente) conduzida por SESTER, Peter. *Institutionelle Reformen in heranreifenden Kapitalmärkten: Der brasilianische Aktienmarkt*. Berlin: De Gruyter Recht, 2009.

⁴⁰ Lembre-se que os investimentos obrigatórios dos fundos de pensão sempre foram responsáveis por parcela significativa dos volumes transacionados na BVSP, o que os coloca no rol dos principais investidores no mercado brasileiro.

de investidores e demais participantes do mercado, os instrumentos jurídicos que permitem ao acionista controlador concentrar e maximizar o seu poder no seio da companhia, tais como a criação de ações preferenciais sem direito de voto, o direito de eleger a quase totalidade dos membros do Conselho de Administração sem necessariamente guardar proporção com sua participação no capital votante e a possibilidade de exercer o poder de controle através de “estruturas piramidais” de sociedades controladas⁴¹, apesar de previstos em lei, tornaram-se incompatíveis com o tratamento equitativo que passou a ser exigido pelos investidores no mercado de valores mobiliários.

Reflexo disso é o fato de que a maioria das companhias que abrem o seu capital o fazem mediante adesão às regras do Novo Mercado da BVSP, que, ao exigirem que (i) todas as ações outorguem aos seus titulares direito de voto; (ii) o adquirente do poder de controle realize uma oferta pública de aquisição das ações dos minoritários pelo mesmo preço pago ao controlador; (iii) ao menos 20% dos assentos no Conselho de Administração sejam ocupados por conselheiros independentes; e (iv) 25% do capital social da companhia sejam mantidos em circulação na Bolsa, claramente *reduzem* as prerrogativas do acionista controlador, dificultando, ou até mesmo impedindo, a adoção de medidas voltadas à maximização de seu poder.

Diante disso, tendo constatado que teriam de renunciar a grande parte das suas prerrogativas em decorrência da adoção de padrões mais elevados de governança corporativa, fundamentais para o sucesso da abertura de capital, os controladores de tais companhias optaram por alienar, no âmbito de tal operação, a maioria das ações de sua titularidade, que assegurava o exercício daquelas mesmas prerrogativas.

Esse rearranjo das relações de poder na companhia aberta brasileira, com o enfraquecimento das prerrogativas do acionista controlador e o fortalecimento daquelas dos acionistas minoritários, em um momento de razoável prosperidade econômica e significativo afluxo de investimentos estrangeiros ao Brasil, foi o ponto de partida para o surgimento de companhias abertas com a maioria das ações de sua emissão dispersa entre diversos investidores na Bolsa de Valores.

⁴¹ V. ALDRIGHI, Dante M.; MAZZER NETO, Roberto. *Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil*. In *Rev. Bras. Econ.* vol. 61, no. 2, Rio de Janeiro, Abr./Jun., 2007, pp. 129-152.

O aparecimento de tais companhias acarretou profundos impactos na estrutura tradicional de concentração do poder político nas companhias abertas brasileiras, alterando, em consequência, o modo pelo qual o poder de controle é organizado e exercido.

Uma pesquisa pioneira conduzida em 2008, com base em informações públicas referentes a 2006 e 2007⁴², apontou que, sem considerar a existência e o teor de eventuais acordos de controle, de 92 (noventa e duas) companhias abertas então integrantes do Novo Mercado da Bolsa de Valores, 65 (sessenta e cinco) eram destituídas de controlador majoritário.

Nessas companhias, em média, o maior acionista era titular de 26,23% das ações, os três maiores acionistas titulares de 47,28% e os cinco maiores de 54,73%. Considerando o total de companhias integrantes do Novo Mercado naquele momento, o maior acionista era titular, em média, de 36,39% das ações.

Tais resultados são divorciados da realidade caso não se considere a existência dos acordos de controle. Ao levar-se em conta tais pactos, o número de companhias sem controlador majoritário cai de 65 (sessenta e cinco) para 45 (quarenta e cinco), do total de 92 (noventa e duas) que então pertenciam ao Novo Mercado. Isso porque em 20 (vinte) das 65 (sessenta e cinco) companhias existia um bloco de controle majoritário instituído por acordo de acionistas arquivado na sede da companhia. Sendo assim, considerando os acordos de controle, a participação média do maior acionista subiria para 45,25% das ações.

Daí concluir-se que a dispersão do capital, e, mais importante do que ela, a dispersão do poder político identificada em algumas companhias do Novo Mercado da BVSP, ainda é *pouco significativa*, comparativamente com aquela existente no EUA e no RU.

Não obstante, os impactos causados pelo surgimento de tais companhias ainda merecem uma compreensão mais adequada, em especial no que se refere às suas estruturas

⁴² GORGA, Érica R. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. Cornell Law School Working Papers, set., 2008, disponível em <http://scholarship.law.cornell.edu/clsoptionspapers/24>.

de controle, analisadas ao longo deste trabalho sob a perspectiva dos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas.

1.4 Definição de poder de controle na LSA

Outra premissa da investigação ora conduzida diz respeito à definição legal de poder de controle, a qual constituiu elemento central do direito societário brasileiro.

Devido à sua importância instrumental, esta definição deve ser, ao mesmo tempo, suficientemente precisa e abrangente, capturando o fenômeno do poder de controle em toda sua complexidade e extensão, a fim de permitir a identificação daquele que é efetivamente responsável pela condução das atividades empresariais.

A identificação do controlador individual, ou do grupo de controle, é primordial pois delimita o âmbito de incidência de um conjunto de deveres e responsabilidades específicos, não imputáveis aos demais participantes da vida societária.

Permite, também, submeter determinados negócios jurídicos dos quais participa o controlador a regras especiais, sendo exemplo a alienação do controle de companhia aberta⁴³, que pode⁴⁴ estar condicionada à realização de uma oferta pública de aquisição das ações dos acionistas que tenham exercido o direito de venda conjunta (direito de *tag-along*), dentre outros negócios jurídicos.

Este tratamento jurídico diferenciado tem por justificativa o fato de que as decisões tomadas pelo controlador afetam não apenas a sua esfera individual de interesses, mas também, e principalmente, os interesses de terceiros.

O controlador atua à semelhança de um gestor de recursos alheios, dando às contribuições feitas pelos acionistas à sociedade o destino que melhor lhe aprouver, em conformidade, é claro, com a lei e o estatuto social. Não bastasse isto, tem ele a

⁴³ Cf. o Art. 254-A da Lei de S/A.

⁴⁴ O Art. 29 da Instrução CVM n. 361/02, cuja legalidade é questionável, circunscreve a exigência de OPA aos negócios de alienação de ações que resultem na transferência do controle a *terceiro*.

prerrogativa de, observados os limites estabelecidos pelo ordenamento jurídico⁴⁵, alterar a estrutura organizacional e as bases essenciais do contrato de sociedade, impondo, via de consequência, modificações no conjunto de direitos e deveres que constituem o *status soccii*.

Diante, portanto, da amplitude das prerrogativas do controlador, exige-se que os interesses dos diversos terceiros envolvidos também sejam considerados quando da condução das atividades empresariais. Daí o reconhecimento de que o controle é, na realidade, um *poder-dever*⁴⁶, exercido em prol do interesse social e da comunidade onde atua a empresa⁴⁷, sob pena de responsabilização de seu titular.

Trata-se, o controle, de um poder de fato, cuja existência é evidenciada pela identificação do indivíduo, ou grupo de indivíduos, que efetivamente exerce o poder de mando na sociedade empresária⁴⁸. E, como fenômeno de fato, o controle não é passível de fácil conceituação legal, pois as formas com que é estruturado e exercido variam substancialmente em razão do tipo societário adotado, da composição e distribuição do capital social e dos poderes na esfera societária, da liquidez das ações no mercado secundário, das normas estatutárias aplicáveis, das relações contratuais estabelecidas pela sociedade com terceiros, e assim por diante.

1.5 Particularidades do controle minoritário

Já no que se refere ao poder de controle minoritário, é mais significativa a controvérsia em torno de seu reconhecimento pela LSA⁴⁹.

⁴⁵ São diversas as normas legais que visam impor limites ao exercício do poder de controle. Dentre elas, merece destaque, pela profunda modificação que acarreta no *status soccii*, a exigência de unanimidade para transformação do tipo societário, salvo previsão em contrário no estatuto social, hipótese em que é assegurado aos minoritários dissidentes o exercício do direito de retirada (Art. 221 da LSA).

⁴⁶ CARVALHOSA, Modesto S. B.. *Acordo de Acionistas*, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 222; COMPARATO, Fábio K. *O Poder de Controle*, cit.

⁴⁷ O Art. 116, parágrafo único, da LSA é expresso nesse sentido.

⁴⁸ Daí o inafastável reconhecimento do poder de controle exercido indiretamente, por meio da interposição de uma ou mais sociedades controladas, o qual é expressamente reconhecido no artigo 243, parágrafo segundo, da LSA.

⁴⁹ Esta controvérsia também é verificada em algum grau na doutrina e legislação estrangeira, conforme será abordado ao longo deste trabalho. A título ilustrativo, vale salientar o papel importante desempenhado pela Diretiva da Comunidade Européia n. 2004/25/CE a qual, por inspiração da experiência do *Take-over Panel* britânico, estabelece um percentual fixo, a partir do qual a existência de controle minoritário passa a ser presumida.

Uma corrente da doutrina afirma que o requisito da “permanência”, previsto na alínea "a" do Art. 116, impediria a aceitação, entre nós, do controle minoritário. Para esses autores a lei somente teria admitido o poder de controle majoritário, exercido por um acionista, ou grupo de acionistas sob controle comum ou signatários de acordo de controle, titulares de mais da metade do total de ações votantes da do capital companhia⁵⁰.

Outros, porém, sustentam que permanência não pode ser confundida com imutabilidade, defendendo que o controle minoritário, desde que exercido com um certo grau de estabilidade, estaria compreendido pela definição legal⁵¹.

Ocorre que a instabilidade, em algum grau, é característica imanente do poder de controle minoritário. Daí a técnica de formação de blocos de controle, majoritários ou minoritários, por meio de acordos de acionistas, bastante usual em companhias abertas, mas por vezes fazendo uso disfuncional de institutos legalmente reconhecidos.

O acordo de controle visa, exatamente, assegurar algum grau, ainda que mínimo, de estabilidade ao bloco acionário, de modo que seus integrantes participem do processo de formação da vontade coletiva e de exercício do poder no seio da companhia⁵².

⁵⁰ Modesto Carvalhosa é o principal expoente e formulador desta corrente doutrinária, ao salientar que, ao salientar que “(...) a significativa dispersão acionária ocorrida no seio do mercado de capitais brasileiro a partir de 2006 põe em xeque o instituto do controle societário, na medida em que nenhum acionista ou grupo deles passa a deter, em caráter permanente, a maioria absoluta do capital votante. (...) Configura-se, assim, no âmbito do mercado de capitais brasileiro, a precariedade da formação da vontade social, que deixa de ser estabelecida por um grupo de acionistas com maioria absoluta permanente de ações votantes. (...) Já não se pode falar de controle quando o bloco de ações que elege os administradores não é mais permanente, obtido mediante o acionamento da proxy machinery ou de agrupamento eventual de acionistas. Volta-se, assim, à situação que existia sob a égide do Decreto-Lei n. 2.627, de 1940, marcado pelo caráter aleatório do comando social, pois completamente ausente, à época, o instituto do controle permanente, trazido pela Lei n. 6.404, de 1976.”(grifos nossos) (*A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador*. In CARVALHOSA, Modesto S. B.; EIZIRIK, Nelson L. (orgs.) *Estudos de Direito Empresarial*, São Paulo: Saraiva, 2010, pp. 13 e 15).

⁵¹ Para Fábio K. Comparato: “a existência de um controle minoritário está implicitamente reconhecida na lei, ao fixar as regras de quorum e maioria no funcionamento da assembleia geral. (...) O legislador brasileiro limitou-se a admitir, implicitamente, a possibilidade de um controle minoritário.” (grifos nossos) (*O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., pp. 48-49). Nesse mesmo sentido, Nelson Eizirik, ao sustentar que “o fato de o artigo 116 não exigir um percentual mínimo de ações para permitir a identificação do acionista controlador, bem como subordiná-lo ao efetivo exercício do poder de dominação, evidencia que a Lei das S.A. admitiu implicitamente a existência do controle minoritário.”(grifos nossos) (Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.) *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 180).

Em suma, a título de síntese, conforme a atual definição legal, não pode ser considerado controlador aquele que comanda a atividade empresarial:

a) independentemente da titularidade de direitos de sócio (controle externo e gerencial);

b) a partir da titularidade de direitos de sócio que assegure a predominância dos votos na assembleia geral, porém em caráter instável, não permanente (controle minoritário instável, sociedades anônimas com distribuição paritária do capital e sociedades limitadas em que um sócio detém 74% do capital e o outro 26%⁵³)

A própria LSA reconhece que, ausente ao menos um dos pressupostos do Art. 116, estar-se-á diante de uma sociedade sem acionista controlador⁵⁴.

Não se pode ignorar o fato de que acionistas cujos votos prevalecem na eleição da maioria dos administradores em assembleia geral também exercem o controle, tendo poder suficiente para tomar decisões que afetam a esfera dos demais acionistas. Entretanto, há que se ponderar se o titular do controle em caráter episódico e transitório deve, efetivamente, estar submetido aos deveres e responsabilidades impostos ao acionista controlador permanente.

Note-se, inclusive, que o Regulamento do Novo Mercado conceitua o controle minoritário nos seguintes termos, sendo, evidentemente, tal definição aplicável apenas e tão somente às companhias abertas integrantes daquele segmento especial de negociação:

⁵² Ou, até mesmo, no seio de grupos de sociedades, tendo em vista o amplo reconhecimento e eficácia dos acordos “*em cascata*”, ou “*pass-through*” no direito brasileiro. A propósito, cf. CARVALHOSA, Modesto S. B. *Acordo de Acionistas*, cit.

⁵³ Nas sociedades paritárias, denominadas “*sociedades burras*” pela doutrina portuguesa, parece prevalecer a concepção de que o controle seria exercido em conjunto, pelos dois sócios. Em tal circunstância, se está diante de modalidade de controle instável, uma vez que, salvo acordo expresso, nenhum dos sócios tem a garantia de que sua vontade prevalece, de modo continuado, nas deliberações da assembleia geral.

⁵⁴ Evidência disso é a expressão “*se houver*”, contida no parágrafo único do Art. 122 da LSA, segundo o qual: “Art. 122 – (...) Parágrafo único. *Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembléia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.*” (grifos nossos).

“‘Poder de Controle’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.”

Conforme se verifica, a inspiração clara de tal norma da autorregulação é a vetusta Resolução CMN n. 401/76, já de há muito revogada, a qual foi pioneira em estabelecer critério da prevalência em três assembleias gerais consecutivas, a fim de caracterizar o controle minoritário.

Trata-se, evidentemente, de presunção relativa, passível, portanto, de ser afastada a depender das circunstâncias do caso concreto. O reconhecimento de que se aquela presunção é relativa contribui para a redução do grau de incerteza envolvido na identificação do acionista controlador minoritário, abrindo caminho a um mais amplo reconhecimento de tal modalidade de exercício do poder de controle. Contribui também na medida em que relativiza o critério de prevalência em três assembleias gerais, com o que acaba por atribuir maior relevância à efetividade do controle, do que à sua permanência⁵⁵.

Feitas essas ressalvas iniciais, passa-se à análise das estruturas de controle societário prevalentes ao redor do mundo, a fim de prover subsídios necessários à identificação do papel determinante desempenhado pelos instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas em companhias listadas.

⁵⁵ Como já salientado: “O próprio Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores atribui maior relevância à efetividade do poder de dirigir o processo empresarial, independentemente de sua permanência em um determinado número mínimo de assembleias gerais. Tanto assim que o critério de prevalência em três assembleias gerais consecutivas, originalmente estabelecido pela Resolução CMN n. 401, de 22 de dezembro de 1976 e atualmente previsto no Regulamento do Novo Mercado⁵⁵, enseja uma presunção apenas relativa de existência do poder de controle, passível, portanto, de ser afastada conforme a efetividade do poder de mando, a frequência e a periodicidade da realização de assembleias gerais, o nível de dispersão do capital votante e as demais circunstâncias de cada caso concreto.” (AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado*. In *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, CASTRO, Rodrigo R. M. de C.; AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.) São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 232-233).

CAPÍTULO II. ESTRUTURAS DE CONTROLE SOCIETÁRIO AO REDOR DO MUNDO

2.1 Diversidade global

Na sequência de trabalhos pioneiros⁵⁶ apontando o caráter excepcional das companhias sem acionista controlador na França e na Alemanha em comparação com o RU, diversos autores se voltaram à análise de amostras mais amplas, abrangendo outros países europeus, os EUA e o resto do mundo⁵⁷.

No início dos anos 1990 um conjunto de pesquisadores da *European Corporate Governance Network - ECGN*⁵⁸, valendo-se da maior quantidade de dados disponíveis⁵⁹, reuniu informações a respeito de companhias listadas em 08 países da Europa Continental⁶⁰, além de RU e EUA. Essa base de dados foi substancialmente expandida⁶¹ a partir dos célebres estudos de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Schleifer e Robert W. Vishny (simplesmente “LLSV”)⁶² e de La Porta, Lopez-de-Silanes e Schleifer (“LLS”)⁶³ envolvendo 49 países, dentre os quais o Brasil, bem como das pesquisas conduzidas pelo Banco Mundial⁶⁴ com foco em companhias de 09 economias do Leste Asiático.

⁵⁶ FRANKS, Julian; e MAYER, Colin. *Corporate Ownership and Control in the UK, Germany and France*. In *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 1997, pp. 30-45; FRANKS, Julian; e MAYER, Colin. *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*. In *Journal of Financial Economics* 40, 1996, pp. 163-181; FRANKS, Julian; e MAYER, Colin. *Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany, and the UK*. In *Economic Policy* 5, 1990, pp. 191-231.

⁵⁷ Para um relato mais completo a respeito desse quadro evolutivo, cf. GOUREVITCH, Peter A.; e SHINN, James Shinn. *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*. Princeton: Princeton University Press, 2005, pp. 15-26.

⁵⁸ BARCA, Fabrizio; e BECHT, Marco (orgs.). *The Control of Corporate Europe*, cit.

⁵⁹ Especialmente após a edição da Diretiva 88/627/EEC, dispondo sobre as informações a serem divulgadas quando da aquisição de participação acionária relevante em companhia listada.

⁶⁰ Áustria, Bélgica, França, Alemanha, Itália, Holanda, Espanha e Suécia.

⁶¹ FACCIO, Mara; e LANG, Larry H. P. *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*. In *Journal of Financial Economics* 65, 2002, pp. 365-395.

⁶² LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Law and Finance*, cit.

⁶³ LA PORTA, Rafael, LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership around the World*. In *Journal of Finance* 54, 1999, pp. 471-517.

⁶⁴ CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; e LANG, Larry H. P. *Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asian Corporations*. In *World Bank Working Paper*, 1999; CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; e LANG, Larry H. P. *Diversification and Efficiency of Investment in East Asian Corporations*. In *World Bank Working Paper*. 1998.

Ao final, as primeiras conclusões foram confirmadas, ficando evidenciado que as companhias listadas na Europa Continental, em países asiáticos e demais nações em desenvolvimento eram preponderantemente controladas por um ou mais acionistas, em regra titulares de mais da metade do capital votante; enquanto que nos EUA e no RU a maior parte das grandes companhias listadas tinha seu controle exercido, de fato, pelos administradores, dada a intensa dispersão do capital votante e o absenteísmo do quadro acionário, dentre outros fatores.

2.2 Certa uniformidade local

Esses estudos – e outros subsequentes⁶⁵ - demonstraram, ainda, que, apesar de os países apresentarem, entre si, *diferenças* de relevo no que se refere às estruturas de controle societário dominantes⁶⁶ (controle acionário e controle gerencial), existia *certa uniformidade* dentre as companhias listadas em cada um deles, as quais, em sua maioria, acabavam por se conformar a uma *ou* a outra estrutura.

Não se está a dizer, como referido, que *todas* elas compartilhem da mesma estrutura de controle. A convergência global ora em curso – de padrões de propriedade acionária, mas *não*, ao menos por enquanto, de estruturas de controle, como enfatizado ao longo deste trabalho – é uma poderosa *força de propulsão*, a contribuir para reajustes já em curso na conformação de controle dominante.

Tais reajustes, no mais das vezes, *não* acarretam modificações na titularidade do poder de mando, pois resultam da necessidade de o controlador readequar a estrutura existente, em razão, por exemplo, de novas características da propriedade do capital (maior dispersão de ações votantes emitidas pela companhia, por exemplo), ou da substituição de instrumentos jurídicos tornados indisponíveis (proibição de ações sem direito a voto em companhias do Novo Mercado da BVSP).

Em alguns casos, porém, tais reajustes podem, sim, levar a uma transformação mais profunda da estrutura de poder de controle; podem, enfim, acarretar a mudança de sua

⁶⁵ Cf. Nota de Rodapé n. 02.

⁶⁶ Nota de Rodapé n. 03

titularidade⁶⁷, de modo que o poder deixe de ser exercido por acionistas e passe a sê-lo, de fato, pelos administradores, ou vice-e-versa.

Ocorre que transformações radicais como essas, além de dependerem da confluência de uma série de variáveis que não apenas os reajustes mencionados - muitas delas de ordem *extrajurídica*, como se verá a seguir -, podem também não ser passíveis de fácil identificação, em razão de eventual insuficiência das informações prestadas por companhias listadas, nesse particular⁶⁸.

Essa insuficiência de informações, por sua vez, pode encorajar a adoção de arranjos voltados à ocultação da real titularidade do poder de controle, por meio de estratégias diversas - e também *diversionistas*, em muitos casos⁶⁹ - não têm passado despercebidas pelas autoridades de regulação dos mercados de valores mobiliários⁷⁰. A opacidade de certos arranjos de controle pode, também, contribuir alguns mal-entendidos, levando a percepções equivocadas acerca da modalidade de controle prevalente⁷¹.

De todo modo, não se pode descartar a presença de um número ainda reduzido de companhias listadas revestidas da estrutura de controle dita “alternativa” (controle exercido, de fato, por administradores, *fora* dos EUA e do RU⁷²; e companhias listadas de grande porte sob controle acionário, naquelas mesmas localidades).

⁶⁷ Evidentemente que, em se tratando do controle acionário majoritário, cabe somente ao seu titular decidir por sua alienação. O mesmo não se pode dizer do controle minoritário instável ou, mesmo, do controle gerencial, uma vez que - *em tese* - seus titulares podem ser sobrepujados em razão da formação de blocos acionários alternativos. Conforme indicado no Capítulo IV do presente, mesmo nessas hipóteses, os controladores podem adotar estratégias de autoproteção, voltadas a assegurar a manutenção do *status quo*, as quais serão mais ou menos exitosas a depender, em grande medida, dos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica disponíveis no ordenamento local.

⁶⁸ É o caso brasileiro, em que a desnecessidade de identificação individualizada do sentido do voto proferido pelos acionistas presentes em assembleias gerais (seja nas atas respectivas, seja em quaisquer outros documentos disponibilizados ao público em geral) dificulta sobremaneira a identificação do efetivo titular do poder de controle em companhias com elevada dispersão do capital votante.

⁶⁹ Conforme apontado por WARDE, Walfrido J. *O Fracasso do Direito Grupal Brasileiro: a Institucionalização do Controle Oculto e sua Sub-Reptícia Transferência*. In ARAUJO, Danilo B. dos S. G.; WARDE, Walfrido J. (orgs.) *Os Grupos de Sociedades - Organização e Exercício da Empresa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 115-150.

⁷⁰ *Idem*.

⁷¹ Cf. referido no item 4.2.6.2. do presente.

⁷² Conforme reiterado, a referência não se estende às diversas companhias listadas no Japão, cujo controle, apesar de aparentar ser exercido por acionistas, o é pelos administradores, em razão do emprego extensivo das participações acionárias cruzadas.

Assim é que, no Brasil, parecem existir algumas companhias abertas integrantes do Novo Mercado da Bolsa de Valores cujo controle vem sendo exercido pelos administradores, dada a elevada dispersão do capital e inexistência de acordos de acionistas disciplinando o exercício do poder de controle, a ensejar o absenteísmo nas assembleias gerais. Por outro lado, no RU e, em maior medida, nos EUA, existem sinais indicando um possível aumento na quantidade de companhias de grande porte sob controle acionário, especialmente dentre aquelas recém ingressadas no mercado⁷³.

A prevalência de companhias revestidas da estrutura de controle “dominante” reforça, porém, a tese ora defendida, uma vez que evidencia o papel decisivo exercido pelos fatores condicionantes mencionados, especialmente pelos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica do acionista.

Por outro lado, a análise subsequente das transformações na estrutura de controle de companhias – a partir de informações suficientemente precisas - pode, por si só, jogar luz sobre os caminhos que levaram à efetiva superação dos fatores condicionantes pré-existentes. Esta, no entanto, é uma tarefa que exorbita os limites deste trabalho, voltado a uma reflexão de cunho teórico, não empírico.

2.3 Não existe uma estrutura de controle, de *per se*, superior

Apesar da relevância do tema, pouca atenção vem sendo dispensada ao caráter aparentemente “autoexcludente” das estruturas de controle interno ora consideradas; ou seja, em buscar identificar os fatores que levam à prevalência de uma ou de outra modalidade de controle nos diferentes países, quando uma maior *convivência* entre ambas tenderia a ser a solução mais eficiente, provendo os agentes econômicos locais de maior

⁷³ Exemplos notórios são algumas companhias “*pontocom*” a acessar, recentemente, o mercado de valores mobiliários dos EUA, dentre as quais, *Facebook*, *Google* e *Alibaba*. A propósito, cf. GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Concentrated Ownership Revisited: the Idiosyncratic Value of Corporate Control. In *Columbia Law and Economics Working Paper No. 444*, *ECGI - Law Working Paper No. 206*, 2013 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=2228194>). V., também, “*A Volta do Pêndulo: Depois de Google e Alibaba, Brasil aceita rediscutir o paradigma ‘uma ação, um voto’*” (Revista Capital Aberto, janeiro de 2015, pp. 37-40).

previsibilidade e segurança jurídica⁷⁴ para o atingimento dos objetivos empresariais pretendidos⁷⁵.

Isso se deve, em parte, à ênfase que é dada à comparação entre companhias com acionista controlador e companhias sem acionista controlador, a fim de apontar qual delas teria características, *de per se*, superiores, figurando no ápice de uma espécie de “cadeia evolutiva do direito societário”⁷⁶. Essas análises simplistas, em muitos casos voltadas somente à defesa de concepções ideológicas pré-concebidas⁷⁷, acabam por prejudicar uma melhor compreensão da realidade econômica subjacente, impedindo que se verifique as vantagens e desvantagens *para a companhia*, decorrentes de uma ou de outra modalidade de poder de controle.

São diversas, na realidade, as perguntas a serem respondidas. Os acionistas serão sempre e necessariamente aqueles em melhores condições de tomar decisões na defesa do interesse social⁷⁸? Existem situações em que os administradores, enquanto controladores de fato, podem se mostrar mais sensíveis às necessidades da sociedade empresária, de seus trabalhadores, consumidores e demais interessados?

Algumas companhias, a depender das atividades exercidas e dos seus mercados de atuação, parecem se beneficiar da estabilidade e do horizonte de longo prazo geralmente associados ao controle acionário majoritário. Outras, no entanto, terão mais chances de prosperar quando conduzidas em busca de resultados mais imediatos, reinventando-se a

⁷⁴ As incertezas e insegurança jurídica a que se refere decorrem, inclusive, das dificuldades em se reconhecer a existência e os contornos principais do regime jurídico aplicável às denominadas “companhias de capital disperso”. Nesse sentido, v. AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais*, cit. Cf., também, OIOLI, Erik F. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.*, cit.

⁷⁵ Parte relevante dos esforços doutrinários a esse respeito vêm sendo despendidos em análises comparativas no mais das vezes estereis, pois voltadas a apontar, dentre as companhias com acionista controlador e aquelas sem acionista controlador, qual seria, supostamente, superior, inserindo-as no âmbito de um pretenso “processo evolutivo do direito societário”. Nesse sentido, cf. HANSMANN, Henry e KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*, cit.

⁷⁶ CHEFFINS, Brian. *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?* In *University of New South Wales Law Journal* 25, 2002, pp. 346-78.

⁷⁷ Cf., a propósito, a pertinente crítica de SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4^a ed., São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 90 e ss.

⁷⁸ STOUT, Lynn A. *The Toxic Side Effects of Shareholder Primacy*. In *University of Pennsylvania Law Review* 161, 2013 (disponível em http://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol161/iss7/5); BAINBRIDGE, Stephen M. *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*. In *University of California, Los Angeles, School of Law, Law and Economics Research Paper*, Research Paper no. 10/06, 2010 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=1615838>); STOUT, Lynn A. *The Mythical Benefits of Shareholder Control*. In *University of California, Los Angeles, School of Law, Law and Economics Research Paper*, Research Paper no. 19/06 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=929530>).

todo momento, de modo a se manterem viáveis em mercados altamente competitivos, beneficiando-se, portanto, de um controle menos estável; e assim por diante.

O reconhecimento - e a análise crítica - dos aspectos positivos e negativos de cada modalidade de controle deve, portanto, nortear todo e qualquer estudo a respeito do tema, sob pena de, em não o fazendo, rebaixar a produção científica a um mero exercício de retórica, a pretexto de convalidar falsas verdades já ditas e reditas.

2.4 Dependência estrutural

Já que este trabalho tem, como ponto de partida, o reconhecimento de que as estruturas de controle dominantes em cada país seguem sendo essencialmente as mesmas, apesar da convergência global dos padrões de propriedade acionária aparentemente em curso - dos extremos da dispersão e concentração absolutas para a situação intermediária dos blocos de participação minoritária relevante, detidos, preponderantemente, por investidores institucionais -, nada mais natural do que investigar as *razões que contribuem para o surgimento, e para a permanência*, de tais estruturas.

Dito isso, deve ser salientado que, qualquer que seja o arranjo de poderes sob enfoque, seu aparecimento em uma determinada coletividade – assim como sua eventual transformação ao longo do tempo – se deve ao somatório de diversos fatores, das mais diversas ordens, a confluírem em um determinado momento e em um determinado local.

Tendo em vista tratar-se, no presente caso, de formas diametralmente distintas de comando de atividades empresariais (controle societário e controle gerencial), a investigação estará restrita aos fatores de *ordem jurídica e extrajurídica* a impactá-las mais diretamente, surgidos ao longo do tempo e enraizados no tecido social.

É de se notar que esses fatores condicionantes resultam, em alguma medida, da estrutura de controle pré-existente, em um processo de *retroalimentação continuada*, a contribuir para a permanência de arranjos de controle substancialmente distintos, em companhias listadas nas bolsas de valores de países econômica e culturalmente semelhantes.

Desse modo, na análise feita a seguir, levar-se-á em consideração a capacidade de “autogeração” (ou “autopoiese”, como referido mais adiante) desses diversos elementos, a fim de identificar, com maior exatidão, o modo com que influenciam a conformação estrutural dominante e, principalmente, os caminhos que podem levar a sua superação.

Trata-se, afinal, de encarar as estruturas de controle societário sob uma perspectiva *dinâmica*, buscando as razões que levaram ao seu surgimento e os fatores – de “*dependência estrutural*”⁷⁹ – a contribuir para sua permanência, dentre os quais, especialmente, os instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica do acionista.

2.4.1 Dependência estrutural: razões jurídicas

A permanência do controle acionário nas companhias de grande porte da maioria dos países, e do controle gerencial naquelas dos EUA e do RU, faz pressupor a existência de *instituições* locais – entendidas, em sua acepção mais ampla, como as “*regras do jogo*” a

⁷⁹ Este termo resulta de uma tradução aproximada da expressão original no idioma inglês (“*path dependency*”), em busca de melhor capturar seu significado. Melhor, porém, do que invocar essa expressão (dependência estrutural) é relembra a instrutiva parábola a seguir, cunhada por Mark J. Roe, em que o significado que se quer expressar aparece de modo bastante claro: “*Estamos em uma estrada e nos perguntamos porque ela serpenteia e segue por aqui e não por ali, não obstante uma simples reta permitisse maiores facilidades. As estradas de hoje em dia dependem dos caminhos adotados no passado. Décadas atrás, um mercador de peles criou uma trilha em meio à floresta, e esse mercador, a fim de evitar um covil de lobos e outros locais perigosos, adotou um traçado sinuoso e indireto. Caso fosse ele um bom caçador de lobos, poderia o mercador ter escolhido uma rota mais direta. Viajantes subsequentes arrastaram suas carroças ao longo da mesma rota sinuosa traçada pelo mercador, aprofundando os sulcos no terreno e abrindo caminho em meio a árvores e outros obstáculos. Os viajantes continuaram seguindo aquela rota mesmo após o desaparecimento dos locais perigosos. Fábricas apareceram, se instalando nas curvas do caminho; moradias foram construídas próximas a elas. Os responsáveis pelo desenvolvimento local alargaram a rota e a pavimentaram, transformando-a em uma estrada adequada aos caminhões de hoje em dia. Chegou o momento de repavimentá-la. Devem as autoridades aproveitar para transformar a estrada sinuosa em uma reta? Eles não deverão, porém, ver motivos para derrubar as fábricas e moradias que surgiram ao longo do caminho, não se preocupando, portanto, em transformá-la em uma reta. As estradas de hoje em dia, dependentes das trilhas desbravadas pelos primeiros mercadores décadas atrás, não são aquelas que as autoridades teriam construído fossem fazê-lo agora. Mas a sociedade, tendo investido na trilha em si, e nas benfeitorias instaladas ao longo dela, estará em melhor situação se mantiver a estrada sinuosa do jeito que está, ao invés de incorrer nos custos necessários à substituí-la por outra.*” (Path Dependence, Political Options and Governance Systems. In HOPT, Klaus J.; e WYMEERSCH, Eddy (orgs.). *Comparative Corporate Governance: Essays and Materials*. Berlin: Walter de Gruyter, 1997, pp. 167-168, apud PENTEADO, Arthur B. *Aspectos Jurídicos da Estrutura da Propriedade Acionária das Companhias Abertas Brasileiras*. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2005, nota n. 375, p. 131.)

nortear a conduta humana e as relações interpessoais como um todo⁸⁰ - também diversas, a impactar o modo com que (e em benefício de quem⁸¹) são conduzidas as atividades das companhias listadas. Faz pressupor, igualmente, a existência de entraves à modificação dessas instituições, favorecendo sua permanência ao longo do tempo.

As normas jurídicas ocupam *posição de destaque* vis-à-vis os demais fatores de dependência estrutural, em razão de sua oponibilidade *erga omnes* e de sua natureza coercitiva.

Dáí porque iniciar esta análise a partir da identificação das razões jurídicas que contribuem, em maior ou menor grau, para a persistência de diferentes estruturas de controle societário ao redor do planeta, de modo que, mais adiante, se possa dar ênfase ao papel desempenhado pelos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica do acionista no seio da companhia listada.

A análise, no tempo, da evolução das normas jurídicas serve, pois, como importante ponto de partida para se mapear as forças de contenção estrutural atuantes no ambiente interno de cada país.

O quadro normativo é mais estável ou esteve sujeito a seguidas modificações ao longo do tempo? Por meio de quais mecanismos se deram tais transformações? Quais as suas repercussões concretas⁸², se existentes, e em benefício de quem elas se operaram? Essas e outras indagações permitem melhor compreender o modo com que se opera a *dependência estrutural*, sem esquecer a proverbial advertência do vencedor do Prêmio Nobel de Economia em 1993, Douglass North, no sentido de que “(...) a *dependência estrutural* (...) não consiste em uma história de inevitabilidade em que o passado prevê perfeitamente o futuro.”⁸³

⁸⁰ NORTH, Douglass C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

⁸¹ MUNHOZ, Eduardo S. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado*, cit.

⁸² E, nesse particular, a chamada “Jurimetria”, novo campo do empirismo jurídico, pode fornecer ferramentas de grande valia. A propósito, cf. NUNES, Marcelo G. *Intervenção Judicial Liminar na Administração de Sociedade*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de C.; AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.) *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 83-133.

⁸³ Cf. NORTH, Douglass C. *Institutions*, cit., p. 98.

Com efeito, apontar razões de dependência estrutural não significa propugnar qualquer espécie de “*determinismo histórico*”⁸⁴ a incidir sobre as modalidades de controle, pois mudanças são possíveis e elas de fato ocorrem, a partir de escolhas políticas e econômicas⁸⁵, mas também jurídicas, manifestadas ao longo do tempo.

A *dependência estrutural*, como ferramenta analítica por si só não imune a críticas⁸⁶, permite identificar com maior clareza os elementos que influenciam a tomada de decisões de política legislativa envolvendo o regime jurídico das companhias listadas, bem como as consequências das decisões tomadas, aferindo sua capacidade efetiva de transformar a realidade. A perspectiva por ela oferecida deve ser, como referido, a perspectiva *da ação*, da possibilidade de transformação, e não a do imobilismo, segundo a qual o futuro estaria inexoravelmente atrelado às decisões tomadas no passado.

Somente sob esse ponto de vista dinâmico e não estático é que tal teoria auxilia na compreensão do poder transformador das normas jurídicas estatais, enquanto comandos revestidos de força coercitiva geral e abstrata, apta a contribuir para a superação – ainda que gradativa – de tradições socioeconômicas arraigadas, criadoras, por si mesmas, de padrões de *dependência estrutural*.

A perspectiva proposta, ao mesmo tempo em que valoriza a produção normativa como fator de rompimento de “forças de contenção” estrutural locais, não pode ignorar o papel ambíguo desempenhado pelas normas jurídicas, as quais, assim como os demais fatores a ensejar *dependência estrutural*, se colocam, ao mesmo tempo, como causa e consequência da conformação dominante das estruturas de controle interno verificadas em cada país.

⁸⁴ Determinismo esse que, em outros campos do conhecimento, se mostrou inconsistente, senão perverso em muitos casos. Nesse sentido, v. CARDOSO, Fernando Henrique; FALETTTO, Enzo. *Dependência e Desenvolvimento na América Latina: Ensaio de Interpretação Sociológica*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004; ROCHA, Geisa M. *Neo-dependency in Brazil*. In *New Left Review* 16, 2002, pp. 5-33; CHILCOTE, Ronald H. *Dependency: a Critical Synthesis of the Literature*. In *Latin American Perspectives* 1, n. 1, 1974, pp. 4-29.

⁸⁵ NORTH, Douglass C. *Institutions*, cit., pp. 98 e ss.

⁸⁶ DAVID, Paul A. *Path Dependence, its Critics and the Quest for ‘Historical Economics’*. In *Stanford University, Department of Economics, Working Paper*, 2000 (disponível em <http://www-siepr.stanford.edu/workp/swp00011.pdf>); e MCCLOSKEY, Donald N. (1976), *Does the Past Have Useful Economics?*, In *Journal of Economic Literature*, 14(2), Junho, 1976. pp. 434-61.

É no campo das normas jurídicas que aquele ciclo de *retroalimentação continuada*⁸⁷ se manifesta de modo mais contundente, como enfatizam Lucian A. Bebchuk e Mark J. Roe⁸⁸:

“(...) leve-se em consideração dois países que, apesar de, em um primeiro momento, apresentarem estruturas societárias e normas jurídicas diferentes, tornaram-se idênticos faz algum tempo, no que se refere às suas economias, instituições políticas, empresas, cultura, costumes e ideologias. Ainda assim, é possível que aquelas diferenças continuem a persistir? Sim, é possível, na medida em que as estruturas societárias e normas jurídicas de um determinado país dependem (...) das estruturas e normas inicialmente existentes naquele mesmo local” (grifos nossos).

Deve ficar claro, portanto, que o controle acionário prevalece ao redor do mundo porque as normas jurídicas da maioria dos países contribuíram, em grande medida, para esse desfecho. De modo semelhante, o caráter dominante do controle acionário, e as consequências daí advindas, também exerceram influência para que as normas jurídicas de direito societário viessem a ter as feições que hoje as caracterizam.

2.4.1.1 Dependência estrutural inserida na moderna teoria dos sistemas jurídicos

O reconhecimento desse processo de causação recíproca (*wechselwirkung*⁸⁹), em que uma variável exerce influência sobre a outra que, por sua vez, também influencia a primeira, permite uma melhor compreensão das razões da subsistência de sistemas complexos, não explicável por simples relações de causalidade linear (em que “A” leva sempre e necessariamente à ocorrência de “B”).

E o direito privado, sem dúvida alguma, é um dentre muitos outros⁹⁰ sistemas complexos, uma vez que *“(...) não se apresenta mais como uma estrutura lógico-dedutiva, mas como uma rede, um entrelaçamento de relações sob o predomínio ou a orientação de*

⁸⁷ V. item 2.4 acima.

⁸⁸ BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. *A Theory of Path Dependence*, cit., p. 05.

⁸⁹ HEGEL, Georg Wilhelm F. *A Fenomenologia do Espírito*. Petrópolis: Vozes, 1992.

⁹⁰ Nesse particular, devem ser destacadas as contribuições provenientes do ferramental teórico da cibernética, enquanto ramo científico que se dedica, especialmente, aos mecanismos de retroalimentação e de transmissão de informações no âmbito de sistemas complexos.

princípios jurídicos que funcionam como pautas abertas de comportamento, à espera da necessária concretização. O movimento interno do sistema não é ascendente, mas circular.”⁹¹

A ocorrência de modificações internas em sistemas como esses depende da reação (*feedback*) proveniente de um impulso transformador inicial, de modo que o conjunto de relações interligadas se manterá estável – e, portanto, inalterado – sempre que à essa primeira provocação corresponderem forças em sentido contrário, de magnitude igual ou superior (*feedback* negativo). Por outro lado, o sistema tende a ser modificado como um todo a partir de reações em cadeia em um mesmo sentido, aptas a propagar o efeito transformador do impulso inicial (*feedback* positivo)⁹².

Isso se deve ao fato de que sistemas complexos se *retroalimentam*, fazendo com que a ocorrência de eventos futuros dependa da memória formada internamente, em razão de acontecimentos passados.

A noção contemporânea do direito como um sistema complexo *autopoietico*, a produzir, ele mesmo, seus elementos e estruturas, a partir de informações colhidas dentro do próprio sistema e também fora dele, deve ser creditada à Niklas Luhmann⁹³, cuja magistral teoria é construída também a partir de uma aproximação inicial com a *autopoiesis* inerente a sistemas orgânicos, em linha com os estudos pioneiros dos biólogos

⁹¹ AMARAL, Francisco. *Racionalidade e Sistema no Direito Civil Brasileiro*. In *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, n. 121, jan./mar. 1994., p. 237.

⁹² A propósito, Joël de Rosnay (*Le Macroscopie: Vers une Vision Globale*. Paris: Éditions du Seuil, 1975, p. 102), ao definir as modalidades de *feedback* referidas: “Em qualquer das modalidades de *feedback* (como o próprio nome indica), informações sobre os resultados concretos de alguma ação são enviados de volta à ‘porta de entrada’ do sistema. Se essas novas informações levam à aceleração das consequências da ação, existe um *feedback* positivo: seus resultados são cumulativos. Pelo contrário, se as novas informações se movimentam em direção oposta à ação inicial, existe um *feedback* negativo: seus resultados levam à manutenção da estabilidade do sistema. No primeiro exemplo, existe crescimento ou redução exponencial; no segundo, o equilíbrio é mantido.” Também a propósito dos mecanismos de *feedback* positivo e negativo na ciência cibernética, cf. MARUYAMA, Magoroh. *The Second Cybernetics: Deviation-Amplifying Mutual Causal Processes*, In *American Scientist* 5:2, 1963, pp. 164-179.

⁹³ LUHMANN, Niklas. *Law as a Social System*. ZIEGERT, K.; KASTNER, F.; NOBLFES, R., SCHIFF, D. e ZIEGERT, R. (trad.) New York: Oxford University Press, 2004; e LUHMANN, Niklas. *Social Systems*. Stanford: Stanford University Press, 1995. Cf. também MOURA, Bruno de O.; PAULA MACHADO, Fábio G. de; e CAETANO, Matheus A. *O Direito sob a Perspectiva da Teoria dos Sistemas de Niklas Luhmann*, disponível em <http://www.sociologiajuridica.net.br/numero-9/227-o-direito-sob-a-perspectiva-da-teoria-dos-sistemas-de-niklas-luhmann>, consultado em 12 de dezembro de 2014; TEUBNER, Gunter. DE VICENZI, Bruna V. et. al. (trad.) *Direito, Sistema e Policontextualidade*. Piracicaba: Editora Unimep, 2005; e DE GIORGI, Raffaele. *Direito, Democracia e Risco: Vínculos com o Futuro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1998.

chilenos Humberto Maturana e Francisco J. V. Garcia⁹⁴. Daí o movimento cíclico permanente a que se encontra submetido o sistema jurídico, passível de modificação apenas em decorrência das mencionadas reações de *feedback* positivo.

Nesse contexto teórico mais amplo, aqui sumariamente delineado, a *dependência estrutural* de matriz jurídica se apresenta como uma das explicações críveis para a capacidade que o subsistema de direito societário tem de manter intacta um elemento de sua conformação geral (no caso, as estruturas de controle interno de companhias listadas), mesmo após mudanças em uma das variáveis relevantes envolvidas (grau de dispersão da propriedade das ações com direito a voto).

Esse equilíbrio é, no entanto, necessariamente precário, dada a possibilidade, sempre presente e enfatizada nas linhas acima, de que impulsos reformadores iniciais repercutam positivamente nos diversos elos da cadeia que compõe o sistema, a ponto de terem sua força transformadora maximizada, resultando, enfim, em modificações mais amplas na conformação geral do ordenamento em questão.

2.4.1.2 Centralidade das regras de proteção a acionistas

Pois bem, como referido, a estrutura de controle societário prevalecente em um determinado país resulta, em significativa medida, das normas jurídicas em vigor, consideradas em *sentindo amplo*, a abranger não apenas as regras emanadas do aparato estatal, mas também aquelas provenientes da autorregulação no mercado de valores mobiliários como um todo.

Esse conjunto de regramentos estatais e privados pode, dadas as suas características, favorecer uma maior concentração da propriedade das ações com direito a voto (verificada nas companhias listadas ao redor do mundo, inclusive do Brasil) ou o cenário oposto, de maior dispersão (ainda presente na maioria das companhias de grande porte listadas nos

⁹⁴ MATURANA R., Humberto; GARCIA, Francisco J. V. *Autopoiesis and Cognition: the Realization of the Living*. Dordrecht: D. Reidel Publishing Company, v. 08, 1980, p. 141; MATURANA R., Humberto; GARCIA, Francisco J. V.; ACUÑA LLORENS, Juan. *De Máquinas e Seres Vivos. Autopoiese: a Organização do Vivo*. Porto Alegre: Artes Médicas, 3ª ed., 1997, p. 138.

EUA⁹⁵ e no RU⁹⁶), impactando, em consequência, as estruturas de controle interno dominantes em cada localidade.

A começar por normas jurídicas adequadas de proteção a acionistas, cujas características podem ensejar consequências díspares, encorajando-os, por exemplo, a acompanhar mais de perto e participar *intensamente* da vida societária, se assim o desejarem, ou permitindo que dediquem *menos tempo* a essas atividades, diversificando seu portfolio de participações por meio da aquisição de menor quantidade de ações de emissão de cada companhia investida⁹⁷.

É de se notar, inclusive, que a existência de normas satisfatórias de proteção a acionistas pode constituir incentivo para que o próprio controlador aliene no mercado secundário quantidade mais significativa de ações sob sua titularidade⁹⁸, a fim de auferir os ganhos decorrentes da valorização do investimento acionário respectivo⁹⁹.

As normas – em sentido amplo, repita-se – constituem incentivos para a prevalência de determinados padrões de propriedade acionária (maior ou menor dispersão do capital votante) e estruturas de controle, quando, por exemplo, viabilizam a extração desmesurada de benefícios particulares do controle ou admitem o emprego extensivo de instrumentos de dissociação entre voto e participação nos resultados.

⁹⁵ ROE, Mark J. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, cit., pp. 223-24.

⁹⁶ COFFEE JR., John C. *Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters'*. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 363*, ECGI - Law Working Paper No. 144/10, 2010 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=1532922>); CHEFFINS, Brian. *Does Law Matter?*, cit.; FRANKS, Julian; e MAYER, Colin. *Corporate Ownership and Control in the UK, Germany and France*, cit.; FRANKS, Julian; e MAYER, Colin. *Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany, and the UK*, cit., pp. 191-231.

⁹⁷ Cf. BLACK, Bernard S. *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, *UCLA Law Review* 48, 2001, pp. 781-855; CHEFFINS, Brian. *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, cit.; CHEFFINS, Brian. *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?*, cit.; COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership*, cit.

⁹⁸ Tal possibilidade já foi apontada em AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado*, cit.

⁹⁹ Não obstante muito ainda se discuta, a respeito de uma correlação positiva entre o aprimoramento de normas de proteção a investidores e a valorização do investimento acionário, já existem importantes estudos a sinalizar positivamente nessa direção. A propósito, cf. SILVEIRA, Alexandre D. M. da. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Economia e Administração de Empresas da Universidade de São Paulo, 2002.

É o que salientam Lucian A. Bebchuk e Mark J. Roe¹⁰⁰: “(...) alguns países dispõem de normas de direito societário que incentivam determinadas estruturas de governança ou, mesmo até, impulsionam a sua adoção. Por exemplo, algumas dessas normas dizem respeito à composição do Board of Directors e ao grau de influência dos trabalhadores sobre a sociedade. Regras de autorregulação de Bolsas de Valores dos EUA e decisões de cortes estaduais militam em favor de uma maior proporção de membros do Board independentes. Normas jurídicas do Japão levam à dominação de conselhos por membros não independentes. E normas da Alemanha determinam que representantes dos trabalhadores ocupem metade dos assentos no conselho de grandes companhias. (...) em razão da importância das normas de direito societário, diferenças substanciais das mesmas entre diferentes países podem ser suficientes para dar ensejo a diferenças também substanciais dos padrões de propriedade acionária.” (grifos nossos).

2.4.1.3 Proteção dos acionistas em companhias cujo capital votante é mais concentrado

Pois bem, em situações onde prevalece uma maior concentração da propriedade acionária – favorecendo, igualmente, o surgimento do poder de controle concentrado na titularidade de um ou mais acionistas, em regra detentores de mais da metade das ações com direito a voto - as regras de proteção aos acionistas assumem *feição especial*.

Isso porque, diante da existência de uma maioria acionária permanente, a simples tutela dos direitos *individuais* dos sócios revela-se insuficiente, tornando necessária a introdução de normas protetivas dos minoritários *enquanto grupamento de sócios* que, de forma duradoura, não têm a garantia de exercer influência determinante na condução da organização societária, de modo que seus interesses passam a estar sob a tutela do controlador.

Com efeito, um regime jurídico-societário baseado exclusivamente na proteção dos direitos individuais pressupõe coletividades mais atomizadas, em que todos os acionistas

¹⁰⁰ A Theory of Path Dependence cit., p. 09.

possam se fazer ouvir e efetivamente influenciar o processo decisório assemblear, formando maiorias transitórias e cambiantes.

Este regime, sem dúvida alguma, tem maior aderência à situação fática verificada nas associações em sentido estrito, especialmente naquelas que contam com uma ampla base de associados, mas *não* nas sociedades empresárias em geral.

Já a tutela da minoria - enquanto grupamento de acionistas com interesses, em alguma medida, confluentes - parte do reconhecimento de que as deliberações assembleares incumbem a uma maioria *estável*, sendo os minoritários meros acompanhantes da vontade dos acionistas controladores, por não terem a garantia de fazer prevalecer seus pontos de vista nas votações. Em sendo assim, de nada adiantaria restringir o direito societário à tutela individual dos sócios, se a real extensão dos direitos e deveres a eles atribuídos pudesse ser definida pela maioria ao seu bel prazer.

Daí a prevalência da proteção da minoria sobre a proteção individual dos sócios nas companhias listadas em que se verifica uma maior concentração do poder político, dada a titularidade da maioria do total de ações votantes por um acionista, ou por um grupo de acionistas atuando em conjunto, dando ensejo ao surgimento de uma nova gama de direitos e deveres jurídicos.

Nesse sentido, deve ficar claro que as funções da proteção individual dos sócios e da tutela da minoria são distintas. Enquanto a primeira está fundamentada na outorga de *direitos subjetivos* aos sócios; a segunda busca a imposição de *deveres ao controlador*, decorrentes do princípio da boa-fé objetiva¹⁰¹, de modo que passe a considerar os interesses dos minoritários no processo de tomada de decisões.

Daí porque o reforço na posição jurídica dos acionistas minoritários, mediante previsão de direitos específicos dessa coletividade, pressupõe a identificação do titular, ou titulares em conjunto, do poder de controle de modo estável e permanente. Pressupõe, também, a atribuição de deveres e responsabilidades específicos, visando limitar os

¹⁰¹ Art. 422 do CC.

benefícios particulares *ilícitos* que possa extrair de sua posição dominante nos quadros sociais.

No campo dos deveres do controlador, com a superação da teoria do abuso do direito, assume especial destaque a exigência de que este se conduza de forma leal perante a companhia e perante os demais participantes do capital social¹⁰².

O *dever de lealdade* do controlador¹⁰³ consiste, pois, em uma evolução do princípio da *igualdade de tratamento* entre os sócios¹⁰⁴, o qual, nas sociedades empresárias, tem alcance bastante limitado, uma vez que a própria legislação admite quebras na igualdade de tratamento entre os participantes dos quadros sociais.

É na Alemanha que o dever de lealdade do controlador vem sendo objeto de sólida construção doutrinária¹⁰⁵ e jurisprudencial, como se verifica dos seguintes trechos de importantes acórdãos das Cortes daquele país:

Caso “Victoria”¹⁰⁶:

“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.” (Grifei)

¹⁰² Lembre-se, a propósito, o disposto no art. 981 do Código Civil, segundo o qual “*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 (...)*”, e no art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/76, também expresso em estabelecer 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.*” (grifos nossos)

¹⁰³ Cf. arts. 109, 115, 116, parágrafo único, 153, 155, parágrafo quarto, e 245 da LSA.

¹⁰⁴ E.g., arts. 1.004, 1.007, 1.008, 1.010, parágrafo segundo, 1.013, 1.023, 1.052, 1.055, parágrafo primeiro, 1.072, *caput*, 1.081, parágrafo primeiro, 1.094, IV e VII, todos do CC; e arts. 110 e 171 da LSA.

¹⁰⁵ Note-se que o dever de lealdade dos acionistas entre si não é excluído em razão de uma maior dispersão do capital votante da companhia listada. Segundo Karsten Schmidt a despersonalização da estrutura da sociedade tende a tornar o dever de lealdade menos intensivo (*Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, Band II: *Handelsgesellschaften und stille Gesellschaft*, 2ª ed., München: CH Beck/Vahlen, 2006, § 105, n. 190, p. 75)

¹⁰⁶ RGZ 132, p. 149 *apud* ADAMEK, Marcelo V. von. *Abuso de Minoria* cit., p. 59.

Caso “ITT”¹⁰⁷:

“O dever de lealdade é exigível não apenas nas relações entre sócios e sociedade, mas também nas relações dos sócios entre si. A possibilidade de exercer influência sobre a administração da sociedade, afetando com isso os interesses dos demais sócios, tem como contrapartida o dever de salvaguardar ditos interesses.”(Grifos nossos)

Afinal, como salienta Modesto Carvalhosa¹⁰⁸: *“Esse dever de lealdade dos controladores mede-se, sobretudo, pelo princípio da boa-fé (arts. 113 e 422 do Código Civil), que, outrossim, demanda a observância do dever de diligência”*.

No que se refere especificamente aos *direitos da minoria*, cabe salientar que estes tendem a ter menor abrangência, se comparados com os direitos individuais dos sócios, revestindo-se, entretanto, de maior eficácia. Essa menor abrangência decorre do fato de que parcela significativa das normas protetivas, denominadas *direitos de minoria formais*¹⁰⁹, geralmente é condicionada à titularidade de uma determinada participação mínima no capital¹¹⁰.

¹⁰⁷ BGH 05.06.1975, in BGHZ 65, 15ss, *apud* ADAMEK, Marcelo V. von. *Abuso de Minoria* cit., p. 59.

¹⁰⁸ *Acordo de Acionistas*, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 221.

¹⁰⁹ Cf.: WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht*. Band I: *Grundlagen*. Munchen: C. H. Beck, 1980, p. 419.

¹¹⁰ A LSA prevê os seguintes direitos de acionistas minoritários, cujo exercício está condicionado à titularidade de uma quantidade mínima de ações: **(i)** requerer a convocação de assembleia especial dos titulares de ações em circulação no mercado, a fim de solicitar nova avaliação da companhia, para determinação do seu valor justo na hipótese de fechamento de capital (10% das ações em circulação, Art. 4º-A); **(ii)** requerer, de modo fundamentado, a exibição dos livros sociais em juízo (5% do capital social, Art. 105); **(iii)** convocar assembleia geral extraordinária para deliberar sobre matérias específicas, quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 dias, a pedido de convocação devidamente fundamentado (5% do capital social, Art. 123, parágrafo único, alínea “c”); **(iv)** convocar assembleia geral extraordinária, quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 dias, a pedido de convocação de assembleia para instalação do Conselho Fiscal (5% das ações votantes ou 5% das ações sem direito a voto, Art. 123, parágrafo único, alínea “d”); **(v)** requerer a relação de endereços dos acionistas da companhia (0,5% do capital social, Art. 126, parágrafo terceiro); **(vi)** requerer, em até 48 horas antes da assembleia geral, a adoção do procedimento do voto múltiplo para a eleição dos conselheiros de administração (o percentual varia de acordo com o capital social da companhia aberta¹¹⁰, Arts. 141 e 291); **(vii)** eleger e destituir um conselheiro de administração e o respectivo suplente, em votação em separado na assembleia geral (para companhias abertas integrantes do Novo Mercado, ou demais companhias que tenham seu capital representado apenas por ações ordinárias: 10% do capital social¹¹⁰; para as demais companhias abertas: 15% das ações votantes ou ações sem direito a voto que representem, no mínimo, 10% do capital social. Caso tais percentuais não sejam atingidos de forma isolada, é possível agregar as ações com e sem direito a voto, prevalecendo o quorum de 10% do capital social (Art. 141, parágrafo quarto, incisos I e II); **(viii)** requerer ao administrador, durante a assembleia geral ordinária, informações a respeito de valores mobiliários de emissão da companhia e opções de compra de ações de sua titularidade, bem como sobre benefícios e vantagens que tenha recebido, condições dos contratos de trabalho firmado com os diretores e empregados de alto nível, quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia (5% do capital social, Art. 157, parágrafo primeiro, alíneas “a”

Daí o reconhecimento, por Herbert Wiedemann¹¹¹, de que, pela dificuldade de atingimento dos percentuais estabelecidos, esses direitos formais, em verdade, acabam por reforçar o poder da maioria, enquanto que os direitos individuais, via de regra, podem ser exercidos independentemente da participação do acionista no capital.

Já os *direitos de minoria substanciais* independem de percentuais mínimos e, apesar de se revestirem de maior efetividade, têm menor incidência no ordenamento jurídico. O mesmo se pode dizer das normas que exigem a unanimidade de votos¹¹² dos acionistas para a aprovação de determinadas deliberações, de escassa previsão nas legislações do anonimato, uma vez que subvertem o princípio fundamental da maioria.

A existência desse conjunto de direitos pode, portanto, permitir o engajamento dos acionistas nas atividades da companhia, especialmente em cenários de maior concentração do capital, ao restringirem restringir a prática de atos abusivos por parte do acionista controlador.

2.4.1.4 Proteção dos acionistas em companhias cujo capital votante é mais *disperso*

Em circunstância opostas, porém, quando prevalece uma mais acentuada dispersão da propriedade acionária, levando ao absenteísmo nas assembleias gerais, e o poder de controle pode passar a ser exercido, de fato, pelos administradores, as normas de proteção de minoria (como um grupamento de acionistas) deixam de ter a relevância apontada.

a “e”); (ix) ajuizar ação de responsabilidade civil em nome da companhia, pleiteando a reparação de danos causados a ela por seus administradores, caso a assembleia geral tenha previamente deliberado pela não propositura da demanda (5% do capital social, Art. 159, §4º); (x) requerer a instalação do Conselho Fiscal (o percentual varia de acordo com o capital social da companhia aberta, Arts. 161, parágrafo segundo, e 291); eleger um conselheiro fiscal e o respectivo suplente (qualquer número de ações ordinárias, desde que as ações ordinárias em circulação representem ao menos 10% do capital social; e qualquer número de ações sem direito a voto, Art. 161, parágrafo quarto, alíneas “a” e “b”); (xi) requerer informações ao Conselho Fiscal a respeito de matérias de sua competência (5% do capital social, Art. 163, parágrafo sexto); (xii) ajuizar ação de dissolução da companhia, quando demonstrado que não pode preencher o seu fim (5% do capital social, Art. 206, inciso II, alínea “b”); (xiii) propor ação contra o acionista controlador, pleiteando a reparação de danos causados à companhia sem a necessidade de prestar caução pelas e honorários advocatícios devidos na hipótese de a ação ser julgada improcedente (5% do capital social, Art. 246, parágrafo primeiro); e (xiv) requerer a instalação de Conselho Fiscal de companhia filiada a grupo de sociedades de direito (5% das ações votantes ou 5% das ações sem direito a voto, Art. 277).

¹¹¹ *Gesellschaftsrecht*, Band I: *Grundlagen*, cit., § 8 I 9, pp. 419-424.

¹¹² De que é exemplo o art. 221 da LSA, exigindo a unanimidade para transformação do tipo societário, salvo se quorum inferior estiver previsto no estatuto social.

Com efeito, em situações como essa o direito societário pode se restringir aos seus objetivos centrais de determinação da finalidade comum, organização estrutural e disciplina da situação individual dos sócios enquanto integrantes de uma *organização coletiva finalística*¹¹³. No que se refere ao *status soccii*, a ênfase passaria a estar no reconhecimento e na busca de efetivação de direitos *individuais* de participação dos acionistas nas deliberações, informação, fiscalização, patrimoniais (participação nos resultados) e direitos desvinculatórios, ou de retirada.

A previsão desse conjunto de direitos individuais, reforçados por sanções de invalidade e ineficácia, asseguraria, em grande medida, uma adequada proteção individual dos acionistas, diante da inexistência de uma maioria pré-determinada a prevalecer nas deliberações na assembleia geral.

De um ponto de vista puramente teórico, não haveria, portanto, necessidade de estabelecer-se normas específicas de tutela da minoria, distintas da proteção geral dos direitos individuais. Com efeito, faria pouco ou nenhum sentido atribuir proteção *adicional* aos sócios (ou aos participantes de uma associação) enquanto um grupamento destacado, uma vez que todos perseguiriam o mesmo fim, com igual possibilidade de participarem da formação da vontade coletiva, estando habilitados a retirar-se em determinadas hipóteses¹¹⁴.

Também não caberia imputar ao participante da organização coletiva finalística, ou conjunto de participantes, cuja vontade transitoriamente prevalece nas deliberações assembleares, deveres e responsabilidades distintos daqueles dos demais integrantes da organização.

Como todos teriam igual possibilidade de influir na definição dos rumos da atividade empresarial, não seria necessário distinguir majoritários de minoritários, sendo suficiente a garantia de direitos e a previsão de deveres essenciais à disciplina das relações dos participantes entre si, e destes junto a terceiros, especialmente perante a organização.

¹¹³ Cf. WIEDEMANN, Herbert. *Excerto do Direito Societário I – Fundamentos* cit., pp. 66 a 75.

¹¹⁴ Como, por exemplo, em razão de deliberações assembleares que ensejem alterações relevantes na estrutura da sociedade, conforme previsto em lei.

Esse cenário, em grande medida, prevalece nas associações, especialmente naquelas que contam com um maior número de associados. Com efeito, ainda que seja não seja rara a criação estatutária de categorias distintas de associados, cada qual com direitos e obrigações específicos e inconfundíveis,¹¹⁵ o direito de voto, quando existente, em regra é outorgado à pessoa do associado independentemente de sua contribuição ao patrimônio social,¹¹⁶ havendo acentuado grau de uniformidade do *status soccii*.

Esse cenário, porém, se encontra distante das sociedades empresárias, especialmente das companhias listadas com elevada dispersão do capital votante. Especialmente porque, dadas as circunstâncias a prevalecerem em cada país, pode se tornar necessário tutelar os acionistas *em geral* – enquanto um conjunto de titulares de interesses razoavelmente confluentes – frente aos administradores, dada a possibilidade de que estes venham a assumir uma posição de preponderância na companhia.

Com efeito, reduzir o direito societário à mera garantia de direitos individuais pode não ser suficiente para uma adequada supervisão da atuação dos administradores da companhia, especialmente quando estes exercerem, de fato, o poder de controle societário.

Da mesma forma, quando, nessas companhias com elevada dispersão do capital votante, se forma um bloco de controle minoritário – porém revestido de significativa estabilidade em razão, inclusive, do emprego de instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica – passa a ser necessário atribuir uma maior proteção aos acionistas não controladores, frente ao titular do poder de mando.

Feitas essas ressalvas e diante das considerações expendidas anteriormente, cumpre avançar na análise dos fatores jurídicos de dependência estrutural, fazendo-o por meio de uma análise crítica das principais teorias dominantes a esse respeito.

2.4.1.5 Das regras protetivas à Teoria das Famílias Jurídicas: um caminho a ser criticado

¹¹⁵ Art. 55 do CC.

¹¹⁶ Arts. 59 e 60 do CC.

Em estudo já referido¹¹⁷, a partir de informações de 1995 sobre companhias listadas em 49 países constante de um trabalho anterior¹¹⁸, LLS criaram um “*índice de proteção de investidores*” (*antidirector-rights*), a refletir a existência, em cada país, de normas jurídicas que assegurem uma ou mais das seguintes prerrogativas:

- (i) possibilidade de voto à distância (*proxy voting*);
 - (ii) desnecessidade de bloqueio das ações antes de assembleias gerais;
 - (iii) voto múltiplo ou eleição proporcional de representantes no Conselho de Administração;
 - (iv) possibilidade de questionamento em juízo de deliberações assembleares e decisões da administração ou garantia do direito de retirada;
 - (v) direito de preferência para subscrição de ações emitidas em aumentos de capital;
- e
- (vi) direito de requerer a convocação de assembleias gerais extraordinárias mediante a titularidade de 10% ou menos do capital.

Depois de agruparem os países de acordo com sua posição relativa no referido índice, os mesmos autores verificaram que aqueles situados no topo tinham mercados de capitais mais desenvolvidos, com maior quantidade de companhias listadas e grande número de investidores em ações.

A partir daí, estabeleceram uma relação de causa e efeito entre normas de proteção a investidores e crescimento do mercado, de modo que, quanto mais abrangente e efetiva for a tutela assegurada pelo ordenamento jurídico, maior a atratividade do investimento

¹¹⁷ LA PORTA, Rafael, LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership*, cit.

¹¹⁸ Tais informações, assim como a metodologia de cálculo do “*índice de proteção de investidores externos*” (*antidirector-rights*) foi estabelecida por aqueles mesmos autores, em conjunto com Robert W. Vishny, em estudo anterior (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Law and Finance*, cit., Tabelas 1 e 2).

acionário, aumentando, em consequência, a probabilidade de ingresso de novos acionistas e contribuindo para uma maior dispersão do capital das companhias listadas.

LLS constataram, também, que alguns dos países com acentuada proteção a investidores eram filiados à tradição jurídica do direito comum (*common law*), especialmente EUA e RU, enquanto que a maioria dos demais pertencia a algum ramo¹¹⁹ do direito codificado (*civil law*), o que lhes permitiu concluir que países de direito comum ofereceriam *maior proteção* a investidores externos, em comparação com as nações filiadas ao direito codificado¹²⁰.

Na visão daqueles autores, tais fatores impactariam as estruturas de controle dominantes, uma vez que a proteção mais intensa dos investidores, assegurada nos países filiados ao direito comum, levaria a uma maior dispersão acionária, até o ponto em que o controle passasse a ser exercido, de fato, pelos administradores. Por outro lado, uma menor proteção aos investidores, segundo eles verificada em países da tradição jurídica codificada, contribuiria para índices mais elevados de concentração da propriedade acionária e, portanto, à prevalência do poder de controle acionário majoritário.

Apesar dos problemas metodológicos da pesquisa que as embasou¹²¹, as conclusões de LLS deram ensejo a uma ampla leva de estudos subsequentes¹²², voltados a analisar as influências concretas da tradição jurídica no desenvolvimento de mercados de capitais ao redor do mundo.

¹¹⁹ Direito codificado de origem francesa, germânica e escandinava, respectivamente (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Law and Finance*, cit., Tabela 2)

¹²⁰ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Governance*. In *Journal of Financial Economics* 58, 2000, pp. 3-27; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Law and Finance*, cit.; e LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance*. *National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 5.879*, 1997 (disponível em <http://www.nber.org/papers/w5879.pdf>).

¹²¹ Cf. BECHT, Marco e MAYER, Colin. *Corporate Control in Europe*, cit., p. 03, criticando a amostra composta por “um número muito pequeno de companhias em um grande número de países”, bem como o fato de que “as informações [colhidas por La Porta et. al.] não são capazes de apreender a complexidade das estruturas de controle existentes nas companhias européias”, dado o extenso uso de estruturas piramidais, abordadas em maior profundidade no item 4.2.4 do presente. Cf., também, HOLDERNESS, Clifford. *The Myth of the Diffuse Ownership in the United States*, cit., pp., 29-31

¹²² PISTOR, Katharina; RAISER, Martin; e GELFER, Stanislaw. *Law and Finance in Transition Economies*. *European Bank for Reconstruction and Development Working Paper No. 48*, 2000 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=214648>); BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; e LEVINE, Ross. *Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter*, cit.

Os partidários dessa teoria argumentam, em síntese, que a eficiência dos mercados – e as estruturas de controle societário neles prevaletentes - depende das normas sociais e jurídicas vigentes, assim como do grau de efetividade com que são aplicadas. Ou seja, leis adequadas não são suficientes, devendo existir mecanismos capazes de torná-las eficazes, de forma independente, fundamentada e célere.

Entendem, ainda, que a tradição jurídica exerce *papel determinante* na conformação dessas estruturas e das instituições que as circundam, em especial no que se refere ao respeito e proteção do direito de propriedade, à aplicação de leis e repressão a condutas indevidas, à manutenção de baixos índices de corrupção, à prestação de contas e transparência, dentre outros elementos-chave para um maior desenvolvimento econômico e social.

Ocorre, porém, que os instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas – objeto central deste trabalho - se encontram presentes *tanto em ordenamentos partidários da tradição do direito codificado, quanto do direito comum*.

É evidente que há diferenças quanto aos instrumentos disponíveis, *em concreto*, em cada país, bem como no que se refere ao grau de intensidade e extensão com que podem ser empregados. Isso, porém, não permite concluir que a tradição jurídica vigente possa, inexoravelmente, condicionar o nível máximo de desenvolvimento institucional passível de ser atingido.

É, exatamente, esse determinismo histórico - no sentido de que a tradição jurídica “herdada”¹²³ pelo país em questão atuaria como uma espécie de condicionante *perene* à produção de normas jurídicas¹²⁴, estabelecendo, de antemão, o grau máximo de proteção

¹²³ E aqui, a referência que se faz é às ex-colônias européias (cf. MUSACCHIO, Aldo. *Can Civil Law Countries Get Good Institutions? Lessons from the History of Creditor Rights and Bond Markets in Brazil*. In *Journal of Economic History*, mar., 2008)

¹²⁴ MUSACCHIO, Aldo. *Laws vs. Contracts: Legal Origins, Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950*. s.l.: s.n., jan., 2008, p. 08, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1086450>. Nas palavras de Rafael La Porta et. al. “*por existir uma forte correlação entre normas e origens jurídicas e pelo fato de as famílias jurídicas terem surgido antes que os mercados de capitais houvessem se desenvolvido, é improvável que normas tenham sido estabelecidas primariamente em resposta a pressões do mercado*” (LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER,

de investidores e, portanto, de desenvolvimento do mercado passível de ser atingido ao longo do tempo - que tem atraído a maior parte das críticas¹²⁵ à teoria das famílias jurídicas, como apontado no item a seguir.

2.4.1.6 Contraponto histórico: as “grandes reviravoltas” no desenvolvimento socioeconômico das nações

As “grandes reviravoltas” identificadas por Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales¹²⁶ ao longo da história das nações, com alternância de períodos de maior e menor proteção a investidores, evidenciariam o caráter insubsistente da relação de causa e efeito entre tradição jurídica, crescimento dos mercados e estruturas de controle dominantes.

Por exemplo, no início do século XX países europeus partidários do direito codificado tinham mercados de capitais mais desenvolvidos que o norte-americano. Em particular, o índice de capitalização do mercado francês, como fração do Produto Interno Bruto, era quase duas vezes superior ao dos EUA, não obstante o PIB *per capita* norte-americano fosse superior ao da França já naquele momento.¹²⁷ Da mesma forma, a procura por ações de emissão de companhias alemãs era maior do que a de companhias inglesas no mesmo período, em decorrência, em larga medida, de normas que melhor protegiam os investidores na Alemanha, contrariando o senso comum que hoje prevalece¹²⁸.

Andrei, VISHNY, Robert W. *Legal Determinants*, cit., p. 09).

¹²⁵ Aldo Musacchio (Law versus Contracts, p. 04) reitera sua crítica à “(...) ideia de que diferenças em sistemas jurídicos realmente acarretam diferenças em matéria de proteção a investidores e desenvolvimento financeiro no longo prazo. Esse argumento determinista deve nos deixar desconfortáveis ao analisarmos fatos históricos ocorridos em longos períodos de tempo, uma vez que implica a ocorrência de uma forte dependência estrutural e provê pouco espaço para a modificações.”

¹²⁶ RAJAN, Raghuram G. e ZINGALES, Luigi. *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*. In *Journal of Financial Economics* 69, 2003, pp. 5–50.

¹²⁷ Idem, pp. 06 e 07.

¹²⁸ Como salientam Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales com apoio em Richard Tilly (*An Overview of the Role of Large German Banks up to 1914*. In CASSIS, Y. (org.) *Finance and Financiers in European History 1880–1960*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992): “De fato, em contraste com as conclusões de La Porta et. al. (1997) para os anos 1990, nós apuramos que países filiados a sistemas de direito comum não eram financeiramente mais desenvolvidos em 1913. Existem algumas indicações de que havia diferenças na infraestrutura financeira. Tilly (1992) indica que a emissão de ações na Alemanha no início do Século XX era maior do que na Inglaterra. Ele sugere que isso se devia à ‘escassez de informações e aos controles financeiros relativamente fracos sobre negócios envolvendo os fundadores da companhia e demais insiders’ (p. 103) na Inglaterra. O senso comum hoje é oposto, no sentido de que as companhias alemãs são muito menos transparentes do que companhias no RU, como reflexo de sua menor aderência a padrões de contabilidade”. (*The Great Reversals*, cit., p. 07).

Algo semelhante ocorreu no Brasil naquele período, visto que, enquanto a Europa ainda sofria as consequências da Primeira Guerra Mundial recém terminada, o mercado de valores mobiliários brasileiro atingia a posição de segundo mais desenvolvido do mundo, apresentando a maior quantidade de sociedades listadas¹²⁹.

Naquele momento, a tutela legal dos investidores era claramente insuficiente no Brasil, baseando-se em cláusulas protetivas inseridas no estatuto social. Tais previsões estatutárias, algumas das quais estabelecendo o número limite de ações passíveis de serem adquiridas e a quantidade máxima de votos por acionista, acabaram contribuindo para uma maior diluição das participações acionárias, resultante do incremento de negócios de compra e venda de títulos no mercado, bem como para a subsequente expansão do mercado de valores mobiliários¹³⁰, a atingir patamares retomados somente em tempos recentes.

A referência ao exemplo brasileiro ilustra o papel relevante, apesar de naturalmente limitado¹³¹, desempenhado por normas protetivas *praeter legem* de matriz estatutária, constituindo evidência adicional a refutar a aplicação isolada dos ditames da Teoria das Origens Jurídicas.

Afinal, conforme salienta Aldo Musacchio¹³², “o caso brasileiro (...) é desafiador, uma vez que o país tem supostamente uma das piores heranças institucionais das Américas (...) é um país católico que abraçou o direito codificado de tradição francesa, dois fatores que têm sido associados [pelos defensores da Teoria das Origens Jurídicas] a mercados de capitais de menor porte e a uma mais frágil proteção a investidores”, o que, entretanto, não constituiu empecilho ao desenvolvimento do mercado vivenciado naquele período.

A proteção de investidores externos a partir de normas jurídicas de fonte extralegal¹³³, em um ambiente político favorável, continua sendo uma relevante ferramenta regulatória. Exemplo que não pode ser ignorado é a bem sucedida criação, em 2002, de

¹²⁹ Cf. MUSACCHIO, Aldo. *Law versus Contracts*, cit., p. 06.

¹³⁰ *Idem*, p. 30.

¹³¹ A propósito, cf. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

¹³² MUSACCHIO, Aldo. *Law versus Contracts*, cit., p. 06.

¹³³ Conforme salienta Fabio K. Comparato, o Estatuto Social não pode ser confundido com um contrato, pois tem a natureza de verdadeiro “ato-regra”. (*O Poder de Controle*, cit., p. 150).

segmentos especiais de negociação de ações pela Bolsa de Valores brasileira (Novo Mercado e Níveis I e II de Governança Corporativa), abertos ao ingresso voluntário por parte de companhias listadas.

Por meio dessa iniciativa, baseada no estabelecimento de um liame de natureza contratual¹³⁴, os ganhos decorrentes da vinculação das companhias, seus acionistas (especialmente do acionista controlador) e de seus administradores a regras mais rígidas de governança corporativa - ganhos esses não apenas reputacionais, mas também financeiros¹³⁵ -, puderam ser obtidos sem a necessidade de reformas legislativas mais extensas, as quais, além de se arrastarem por longo período, tenderiam a atrair uma mais intensa oposição por parte da elite local de acionistas controladores.

Buscou-se, com efeito, por meio da criação de um conjunto de regras cuja adesão é voluntária (introdução de um regime baseado no “*dualismo regulatório*”¹³⁶), contornar os problemas decorrentes da oposição da elite de controladores a mudanças mais profundas no regramento geral das companhias listadas, que acabariam por reduzir ainda mais os seus privilégios.

Nesse sentido, a experiência brasileira recente evidencia, igualmente, a importância de se desenvolver soluções regulatórias que levem em consideração os fatores políticos a contribuir para a produção, aprimoramento e efetividade de normas de proteção a investidores externos e, conseqüentemente, para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e maior diversidade local de estruturas de controle societário, ponto central deste trabalho.

¹³⁴ Tal iniciativa, apesar de contrariar um movimento evolutivo que teria como ápice a norma legal de direito societário, mostrou-se bastante efetiva e exitosa. Como salienta Calixto Salomão Filho (*O Novo Direito Societário*, cit., p. 69) “*A elevação progressiva dos padrões éticos nas sociedades anônimas foi tentada por diversas vezes desde a edição da lei societária brasileira em 1976. Os resultados legislativos, influenciados pelos diversos grupos de pressão dos controladores de companhias abertas, sempre ficaram aquém do desejado. A contínua não resolução desse problema por sucessivas mudanças nas leis societárias motivaram a busca de soluções não institucionais. Em um movimento interessante, pois contrário a uma tendência histórica e natural, a mudança foi de uma solução institucional para a contratual. Paralisadas as instâncias institucionais, sobra aos particulares, convencidos da necessidade da ética e da aplicação de princípios cooperativos para sobreviver, implementá-los por via contratual.*”

¹³⁵ Cf. cf. SILVEIRA, Alexandre D. M. da. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*, cit.

¹³⁶ V. HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J., PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy*, cit..

Isso porque, o desenvolvimento do mercado depende, principalmente, do apoio político da elite econômica dominante. Essa, no entanto, tende a usar seu poder de pressão visando garantir a manutenção de privilégios, posicionando-se contrariamente à aprovação de medidas voltadas ao crescimento do mercado e ao ingresso de novos “competidores”, a disputar o espaço ocupado pelo grupo dominante.

Conforme salientam Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales *“elites financeiras e industriais tendem a ser hostis à existência de mercados mais abertos. Isto porque mercados financeiros mais abertos não garantem a manutenção dos privilégios existentes, dando ensejo, pelo contrário, ao surgimento de competidores.”*¹³⁷

Como empresas de maior porte - ou empresas integrantes de conglomerados - enfrentam menores dificuldades para financiar suas atividades, em razão da possibilidade de reinvestirem parcela substancial dos lucros e da utilização do patrimônio como garantia de credores externos, sua dependência de mercados desenvolvidos é também menos intensa.

As empresas de menor porte, por razões diametralmente opostas, têm uma necessidade maior de fontes externas de financiamento, tendendo a se beneficiar, portanto, de reformas voltadas ao aprimoramento do mercado de valores mobiliários.

Em consequência, a redução dos custos de captação de recursos daí resultante tende a ser mais vantajosa para empresas de pequeno e médio porte, permitindo que expandam suas atividades e venham a ameaçar a posição dominante dos conglomerados já estabelecidos, os quais, como referido, usualmente não colhem os mesmos frutos de reformas desenvolvimentistas.

É de se esperar, portanto, que esses agentes econômicos de maior peso na economia, fazendo uso do poder de pressão política detido, venham a se opor a medidas que fomentem, por exemplo, uma maior transparência e segurança jurídica no mercado, capazes de reduzir o valor relativo da reputação e da capacidade de oferecer garantias patrimoniais de que dispõem.

¹³⁷ RAJAN, Raghuram G.; e ZINGALES, Luigi. *The Great Reversals*, cit., p. 22.

Não se trata, porém, de substituir o determinismo das tradições jurídicas, por um novo determinismo baseado no poder de *lobby* político das elites dominantes, pois, como também reconhecem aqueles autores, “*existem situações (...) em que os incentivos, ou a capacidade, da elite dominante de se opor ao maior desenvolvimento dos mercados são mitigados*”¹³⁸.

Isso ocorreria em países onde prevalece uma maior abertura econômica, a coincidir com períodos de maior tráfego negocial e fluxo recursos no âmbito global¹³⁹. A abertura do mercado interno resulta, porém, de uma decisão política, também dependente do poder relativo de pressão dos grupos econômicos por ela beneficiados ou prejudicados¹⁴⁰.

Fato é que a elite econômica local tem menor capacidade de obstar reformas expansionistas quando a conjuntura global sinaliza uma maior facilidade para realizar negócios e promover transferências de recursos. Isso porque, quando confrontados com restrições internas, os agentes econômicos tendem a se aproveitar das alternativas disponibilizadas por países mais abertos ao comércio, desde que, evidentemente, sejam transponíveis as barreiras de entrada nos respectivos mercados.

Esse “escoamento” (*leakage*)¹⁴¹ de oportunidades negociais e recursos, por sua vez, afeta negativamente os interesses de uma ampla gama de agentes econômicos (bancos, por exemplo, ao verem reduzida a demanda por produtos financeiros ofertados no mercado interno), criando condições favoráveis ao prosseguimento de reformas voltadas a introduzir, no âmbito interno, níveis de abertura compatíveis com os verificados

¹³⁸ *Idem.*

¹³⁹ “*De um modo geral, os resultados sugerem que o desenvolvimento financeiro é fortemente correlacionado com a abertura ao comércio, em períodos nos quais os fluxos internacionais de capitais forem elevados; mas será correlacionado em menor intensidade, ou sem intensidade alguma, quando tais fluxos forem reduzidos. Tal afirmação é consistente com nossa teoria de que as partes beneficiadas tem maior capacidade de estabelecer uma oposição coordenada ao desenvolvimento financeiro sempre que os fluxos internacionais de capital e comércio fraquejarem, mas não quando eles forem vibrantes.*” (RAJAN, Raghuram G.; e ZINGALES, Luigi. *The Great Reversals*, cit., p. 36).

¹⁴⁰ Cf. O’ROURKE, Kevin, WILLIAMSON, Jeffrey. *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy*. Cambridge: MIT. Press, 1999; ROGOWSKI, Ronald. *Commerce and Coalitions: How Trade Affects Domestic Political Alignments*. Princeton: Princeton University Press, 1989; e GOUREVITCH, Peter A. *Politics in Hard Times: Comparative Responses to International Economic Crises*. Ithaca: Cornell University Press, 1986.

¹⁴¹ RAJAN, Raghuram G.; e ZINGALES, Luigi. *The Great Reversals*, cit., p. 25.

internacionalmente, de modo a assegurar a competitividade dos agentes econômicos e, conseqüentemente, das empresas exploradas pela elite dominante.

2.4.1.7 Outro contraponto: permeabilidade das tradições jurídicas

Além do papel exercido pelo grupo socioeconômico dominante na manutenção de instituições - e, conseqüentemente, de estruturas de propriedade acionária - menos eficientes, a teoria de LLS ignora as dificuldades em apontar, com exatidão, a origem das normas de proteção a investidores e as diferenças entre elas existentes.¹⁴²

Institutos surgidos no âmbito do direito comum são rapidamente incorporados pelo direito codificado, dado o caráter central da produção de normas jurídicas que nele prevalece, a não depender da reiteração de decisões judiciais. Por outro lado, essa centralidade torna o processo legislativo mais propenso à captura pela elite dominante, o que tende a não ocorrer tão facilmente quando a produção de normas jurídicas está dispersa entre juízes de diversos tribunais do *common law*.

Quando, no entanto, a elite se convence da necessidade de promover mudanças, é maior a probabilidade de que essas ocorram rapidamente, dado o caráter impositivo imediato das normas emanadas do legislativo¹⁴³, não obstante uma maior maleabilidade e capacidade de adaptação de conceitos jurídicos a novas circunstâncias resultante da reiteração da jurisprudência ao longo do tempo.

A tradição jurídica a que se filia um determinado país não é, assim, tão decisiva para a qualidade das normas de proteção de investidores, funcionando mais como uma espécie de *filtro* da pressão política exercida por grupos de interesse, especialmente a elite econômica.

¹⁴² BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. *A New Database on Financial Development and Structure. World Bank, Financial Sector Discussion Paper no. 02, 1999* (disponível em http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/fs02_web.pdf).

¹⁴³ Afinal, conforme salientam Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales: “(...) em um país de direito codificado, é mais fácil para um pequeno grupo representativo de interesses particulares, tais como industriais e financistas poderosos, influenciar exercer influência em prol da implementação de políticas públicas a eles favoráveis. Isso não necessita ser de todo ruim. Quando esses interesses particulares estão alinhados com os interesses da nação, boas políticas também podem vir a ser implementadas mais rapidamente. Mas, quando os interesses não estão alinhados, a situação pode ficar ainda mais grave.” (*The Great Reversals*, cit., p. 43)

Fica claro, portanto, que a Teoria das Famílias Jurídicas, apesar de apresentar uma variável importante (grau de proteção a investidores externos e impacto das diferentes tradições jurídicas), não oferece uma explicação suficientemente completa acerca da diversidade de estruturas de controle societário ao redor do mundo, bem como da persistência dos arranjos localmente dominantes, não obstante as pressões impostas pela gradativamente convergência dos padrões de propriedade do capital aparentemente em curso.

2.4.2 Dependência estrutural: razões extrajurídicas

A produção de normas jurídicas válidas e eficazes substancialmente diversas das anteriores, apesar de importante, não é indicativo suficiente da superação de razões de *dependência estrutural* a impedir modificações mais profundas em um determinado ordenamento.

Como salientado, existem outros fatores a favorecer a disseminação de uma determinada estrutura de controle (acionário ou gerencial) em cada país, ao mesmo tempo em que inibem o desenvolvimento da estrutura alternativa.

O primeiro deles, abordado logo a seguir, diz respeito ao conjunto de “regras de conduta” existentes, as quais, apesar do papel relevante desempenhado, são por vezes ignoradas. Na sequência, serão enfatizados os principais condicionantes de natureza econômica – em sentido amplo - e política, cuja superação é pré-requisito para que se atinja uma maior diversidade interna em matéria de estruturas de controle societário.

2.4.2.1 O papel das “regras de conduta” (*social norms*)

As interações entre membros de uma determinada comunidade, reiteradas ao longo do tempo, tendem a gerar um conjunto de regras de comportamento apreendidas pelos participantes por meio de um processo de aprendizado social.

Esses mandamentos de conduta, não obstante desprovidos da força coercitiva de que se revestem as normas jurídicas, têm, usualmente, ampla aderência e aceitação no seio da comunidade em que se originam, diante da percepção geral de que, seu cumprimento voluntário, pode se mostrar benéfico no curso dessas interações¹⁴⁴.

Tais “regras de conduta”¹⁴⁵ - muitas das quais vindo a prover o substrato de futuras mandamentos de autorregulação ou, mesmo, de normas de origem legal e regulatórias posteriormente editadas – influenciam, também, a conformação das estruturas de controle societário dominantes, seja quando antecedem o direito positivo, ocupando um espaço ainda não preenchido por normas jurídicas propriamente ditas; seja quando exercem um papel complementar, ao contribuírem para que o ordenamento jurídico como um todo se revista de maior efetividade.

A atuação de intermediários financeiros nos EUA do início do século XX exemplifica a importância do papel *praeter legem* exercido por regras de conduta, especialmente aquelas cujo cumprimento sinalizava uma boa reputação e a capacidade de conduzir transações de modo honesto e confiável.

Assim é que, diante da falta de normas legais adequadas de proteção a investidores naquele momento, diversos banqueiros de investimento passaram a se valer de seu prestígio profissional para, enquanto integrantes do *board* de companhias investidas, buscar inibir possíveis tentativas hostis de aquisição do poder de controle sem o pagamento do prêmio considerado devido. Faziam uso, portanto, de relações profissionais e pessoais construídas ao longo de muitos anos junto a outros participantes do mercado e aos próprios administradores da investida, a fim de defender os interesses de seus clientes (e, também, seus próprios interesses).

Algo semelhante ocorreu no RU a partir da segunda metade do século XX, quando instituições responsáveis pela intermediação de ofertas públicas de ações, motivadas por

¹⁴⁴ DEAKIN, Simon; e CARVALHO, Fábio. *System and Evolution in Corporate Governance*, *Law Working Paper n. 150/2010*, abril 2010, p. 05, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1581746>.

¹⁴⁵ V. POSNER, Eric. *Law and Social Norms*. Cambridge: Harvard University Press, 2002; SUNSTEIN, Cass R. *Social Norms and Social Roles*. *Chicago Law & Economics Working Paper No. 36*, jan., 1996; ELLICKSON, Robert C. *Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

fatores de ordem reputacional¹⁴⁶ e antecipando-se às normas protetivas que vieram a ser introduzidas posteriormente, passaram a exercer uma espécie de “controle de qualidade” das companhias ofertantes e dos títulos colocados em circulação, em benefício do público investidor em geral.

É de se notar que as singularidades da City londrina - que apesar de, já então, se apresentar como indisputável centro financeiro mundial, ainda permitia uma maior proximidade entre seus participantes¹⁴⁷ - podem ter contribuído para uma atuação mais diligente de tais intermediários, interessados em desvincular sua imagem daquela dos banqueiros “*espertalhões*” do período anterior à Primeira Grande Guerra, prontos a induzir seus clientes a embarcar em aventuras especulativas que resultaram em alguns dos fracassos mais estrondosos do capitalismo moderno¹⁴⁸.

Desse modo, a existência de ampla expertise financeira e de uma infraestrutura de captação de recursos já desenvolvida, somada à proximidade dos intermediários entre si e destes perante as companhias e investidores, a refletir uma maior centralidade do mercado britânico e certa homogeneidade de interesses entre seus participantes, podem ter sido fatores a contribuir para a mudança de postura dos intermediários em questão.

É natural, portanto, que em ambientes institucionais como esses (EUA e RU), as regras de conduta – especialmente aquelas voltadas a sinalizar um maior prestígio e reputação¹⁴⁹ - venham a exercer um papel marcante, contribuindo para a atuação mais prudente e responsável dos agentes econômicos, por anteverem possíveis sanções advindas dos próprios pares, de ampla e imediata eficácia.

Parcela substancial do crescimento experimentado pelos mercados de capitais nos EUA e no RU pode ser creditada à existência dessas regras de comportamento, a permitir o surgimento de uma maior confiança por parte do público investidor em geral, antes mesmo da edição de normas legais voltadas especificamente a esse objetivo¹⁵⁰.

¹⁴⁶ CHEFFINS, Brian. *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. In *Journal of Legal Studies* 30, 2001, pp. 80 e ss.

¹⁴⁷ Cf. indicado no Item 3.3 do presente.

¹⁴⁸ *Idem*.

¹⁴⁹ V. Nota de Rodapé n. 2.4.2.1.

¹⁵⁰ BLACK, Bernard S., *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*. In *UCLA Law Review* 48, 2001, pp. 781-855; CHEFFINS, Brian. *Does Law Matter?*, cit.; CHEFFINS, Brian.

As práticas disseminadas no mercado contribuíram, também, para dar conformação às regras de autorregulação posteriormente editadas pela NYSE e LSE, cada qual com suas características próprias¹⁵¹ mas, em linha geral, exigindo a observância de melhores práticas contábeis e de uma maior transparência acerca da situação financeira de companhias listadas¹⁵².

Os exemplos indicados – não por coincidência provenientes das experiências norte-americana e britânica, analisadas mais a fundo no Capítulo seguinte - além de terem contribuído para um maior desenvolvimento dos mercados de capitais respectivos, também estabeleceram os primeiros contornos da estrutura de controle que viria a ocupar posição predominante naqueles países (controle exercido, de fato, pelos administradores).

Ou seja, não somente os índices elevados de liquidez e dispersão acionária, mas, principalmente, o papel central dos administradores de companhias e a confiança neles depositada pelos acionistas, parecem ter se originado de padrões de comportamento pré-existent à edição de normas jurídicas de proteção a investidores.

Isso não significa, porém, que esses mesmos padrões de comportamento sejam o único fator – ou, mesmo, o fator determinante – das estruturas de controle societário a prevalecerem em cada país. Conforme apontado no decorrer deste trabalho¹⁵³, regras de conduta semelhantes surgiram e se manifestaram nos mercados de capitais onde, hoje, prevalece o controle acionário concentrado, dentre os quais, o Brasil.

É, portanto, das regras de conduta e de sua interação com as normas jurídicas e com os demais fatores condicionantes extrajurídicos que nascem os contornos gerais da estrutura de controle dominante. Mais do que isso: a menor diversidade local de estruturas de controle resulta, em larga medida, da *permanência* desse conjunto de fatores ao longo do tempo, tornando, pois, imprescindível analisá-los sobre a perspectiva mais ampla ora proposta.

Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?, cit.; COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership*, cit..

¹⁵¹ Abordadas nos itens 3.2 e 3.3 do presente.

¹⁵² GOUREVITCH, Peter A.; e SHINN, James Shinn. *Political Power and Corporate Control*, cit., p. 34.

¹⁵³ V. item 2.4.1.6.

2.4.2.2 Razões econômicas em sentido amplo

São duas, essencialmente, as razões de dependência estrutural ditas “*econômicas*” em uma acepção mais geral, a contribuir para a particular conformação das estruturas de controle em cada país: uma, baseada na existência de arranjos considerados eficientes pelos agentes econômicos, e outra, motivada pela extração de benefícios privados por aquele que exerce o poder de controle¹⁵⁴.

2.4.2.2.1 Tendência de permanência de estruturas consideradas eficientes pelos agentes econômicos

Como não poderia deixar de ser, a modificação de estruturas de controle - e, igualmente, de padrões de dispersão da propriedade acionária - envolve custos, muitos dos quais não recuperáveis (*sunk costs*). Esses custos, a depender de sua dimensão, podem acabar inibindo a adoção de arranjos mais eficientes, mesmo quando se mostrem, desde o início, mais vantajosos para a companhia e para os acionistas como um todo¹⁵⁵.

Da mesma forma, a ocorrência dessas modificações pressupõe adaptações por parte da companhia, e também das pessoas e instituições que com ela se relacionam. De fato, o surgimento de padrões de propriedade acionária e de estruturas de controle alternativas exige transformações inclusive nesse “entorno institucional”, o qual deve se ajustar à nova realidade. Essas transformações, por sua vez, também envolvem custos, parte deles não recuperáveis, a serem incorridos pelos terceiros em questão. Esses porém, enfrentam um desafio de largas dimensões: em primeiro lugar, qual o interesse dos terceiros em incorrer nesses custos, uma vez que eles somente poderão auferir *parte* dos eventuais benefícios¹⁵⁶ gerados pelas transformações na estrutura de comando das companhias atendidas? As

¹⁵⁴ BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. *A Theory of Path Dependence*, cit., pp. 10 e 11.

¹⁵⁵ *Idem*.

¹⁵⁶ Benefícios esses oriundos, por exemplo, da manutenção ou mesmo renovação de compromissos profissionais que possam vir a ter junto à companhia cuja estrutura de capital e controle sofreu alterações (e.g. bancos e prestadores de serviços em geral, dentre outros).

demais companhias, com as quais eles se também se relacionam, estarão dispostas a promover tais transformações, ou deverão manter as estruturas em funcionamento?

Desse modo, os custos irrecuperáveis, a existência de um ambiente institucional mais adaptado à estrutura de capital e controle existente, assim como o fato de a maioria das outras companhias a adotarem¹⁵⁷, podem, portanto, constituir entraves adicionais à ocorrência de modificações, ou mesmo ao surgimento e maior disseminação do arranjo alternativo.

A simples existência do que a ciência econômica denomina “*externalidades de rede*”¹⁵⁸, a significar a tendência de que companhias listadas sigam adotando as mesmas estruturas utilizadas pelas demais sociedades participantes do mercado de valores mobiliários, constitui um importante fator condicionante, cuja transformação pressupõe a adequação de um contingente mais amplo de companhias, assim como das instituições e pessoas que com elas interagem.

Essas “externalidades de rede” também se manifestam a partir de pressões exercidas pelos próprios investidores atuantes no mercado, caso sinalizem, de maneira mais ou menos enfática, quais os arranjos de governança corporativa de sua preferência, o que, em alguma medida, deverá compelir as companhias a adotá-los.

É o que salientam Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel¹⁵⁹, fazendo uso de uma analogia curiosa, porém, ao mesmo tempo, bastante reveladora:

“A companhia listada e os valores mobiliários de sua emissão são produtos em circulação nos mercados financeiros assim como são as máquinas de costura e outros objetos fabricados pela empresa. Assim como os fundadores de uma empresa têm incentivos para fabricar o tipo de máquina de costura que as pessoas querem comprar, eles têm também incentivos para criar o tipo de empresa, estrutura de governança corporativa e valores mobiliários desejados pelos investidores no mercado de capitais.”

¹⁵⁷ V. BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. *A Theory of Path Dependence*, cit., p. 12.

¹⁵⁸ Cf., a propósito, KAHAN, Marcel; KLAUSNER, Michael. *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*. In 74 WASH. U. L.Q. 347, 1996, pp. 350-353; LEMLEY, Mark A.; MCGOWAN, David. *Legal Implications of Network Economic Effects*. In 86 CAL. L. REV. 479, 1998, pp. 562-586.

¹⁵⁹ *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., pp. 04 e 05.

Os fatores condicionantes acima apontados evidenciam, com clareza, a natureza praticamente “autoexcludente” de estruturas de controle (mas não dos padrões de dispersão da propriedade acionária, esses, ao que parece, objeto de uma gradativa convergência global ora em curso), levando à predominância quase que absoluta, em cada país, de uma das estruturas de controle interno analisadas no âmbito deste trabalho¹⁶⁰.

2.4.2.2.2 Extração de benefícios privados como fator a contribuir para a manutenção de estruturas

Via de regra, transformações mais radicais na estrutura de controle (ou a sua completa substituição) dependem, se não da iniciativa, ao menos da concordância daquele que exerce o poder de controle. Com efeito, apesar de existirem situações em a estrutura de poder é modificada e o controlador se vê despojado, *a revelia*, da posição de comando antes ocupada – o exemplo imediato é a retomada do poder de controle pelos acionistas, mediante o lançamento de oferta pública de aquisição de ações (*take-over* hostil) - no mais das vezes, a utilização de instrumentos de *autoproteção* assegura, a ele controlador, algum poder decisório mesmo em circunstâncias como essas.

No entanto, a vontade do controlador será sempre determinante quando o que se tiver em vista é incentivar, *ele próprio*, a promover modificações na estrutura de comando da companhia, de modo a torná-la, por exemplo, menos concentrada, mais maleável e, portanto, mais facilmente adaptável a novos padrões de propriedade acionária.

Tende a ser essa, inclusive, a forma mais desejável de se promover modificações estruturais, visto que pode ser realizada de modo gradual e sem maiores rupturas, permitindo que as demais pessoas e instituições que interagem com a companhia (e, dentre elas, especialmente os acionistas não controladores e os investidores de mercado) possam também se adaptar.

¹⁶⁰ V. Nota de Rodapé n. 07.

Porém, para que isso ocorra, é necessário que as *vantagens esperadas* sejam suficientes para compensar os benefícios particulares extraídos pelo controlador em razão da estrutura pré-existente; ou seja, ele somente promoverá tais modificações se for devidamente compensado pela redução de seus poderes ou, até mesmo, pela perda da prerrogativa de comandar as atividades empresariais, ainda que a nova estrutura se mostre a mais eficiente para a companhia e para os demais interessados nas atividades por ela exercidas¹⁶¹.

Afinal, conforme alertam Lucian A. Bebchuk e Mark J. Roe¹⁶²: “*sempre que aqueles com poderes para impedir transformações estruturais não arcarem com todos os custos de persistência da estrutura atual, ou não capturarem todos os benefícios da adoção de uma estrutura mais eficiente, a tendência é a de permanência de estruturas ineficientes.*”

Ou seja, estruturas de propriedade acionária e controle que tenham deixado de ser as mais eficientes podem persistir¹⁶³, devido aos incentivos para que o atual controlador continue extraíndo benefícios particulares (lícitos e ilícitos), em decorrência da realização de transações com a companhia ou outras partes relacionadas em condições vantajosas; apropriação de oportunidades comerciais que pertençam a ela; negociação com informações privilegiadas; obtenção de compensações ou benefícios excessivos, dentre outros.

Daí a tendência de que o ator dominante se utilize de suas prerrogativas, a partir do arranjo de poder existente, para fazer, exatamente, com que essa estrutura se perpetue¹⁶⁴, garantindo para si a contínua extração dos benefícios particulares de controle.

¹⁶¹ Conforme salientam Lucian A. Bebchuk e Mark J. Roe (*A Theory of Path Dependence*, cit., pp. 02): “*Sempre que aqueles com poderes para impedir transformações estruturais não arcarem com todos os custos de persistência da estrutura atual, ou não capturarem todos os benefícios da adoção de uma estrutura mais eficiente, a tendência é a de permanência de estruturas ineficientes.*”

¹⁶² *A Theory of Path Dependence*, cit., pp. 02.

¹⁶³ Em sentido contrário, cf. DEMSETZ, Harold. *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*. In 26 *J.L. & ECON.* 375, 1983, pp. 375-377, argumentando que arranjos de governança corporativa em geral, e dentre eles as estruturas de propriedade acionária e controle, estão submetidos a uma pressão irresistível no sentido de uma maior eficiência.

¹⁶⁴ Igualmente, Lucian A. Bebchuk e Mark J. Roe sustentam que: “*Grupos de interessados se distinguem em sua capacidade de mobilizar e então exercer pressão favorável à edição de normas legais que os favoreçam, ou contrária à aquelas que os desfavoreçam. Quanto maior a quantidade de recursos e de poder o grupo respectivo detiver, maior influência tende a exercer sobre o processo político. Essa é a razão pela qual*

Modificações na estrutura, ou sua eventual substituição por outra mais benéfica para a companhia como um todo e para os demais interessados, somente ocorrerão se o controlador (seja ele acionista ou administrador) avaliar que as vantagens daí advindas – as quais podem consistir, até mesmo, na garantia de recebimento de um prêmio de controle quando de sua alienação¹⁶⁵ – serão suficientes para compensar aquelas que já vinha usufruindo a partir da estrutura anterior.

2.4.3 Razões de ordem política

A dificuldade em encontrar explicações definitivas para a diversidade de estruturas de controle ao redor do mundo fez com que alguns autores passassem a considerar outros elementos condicionantes, não apenas jurídicos e econômicos, mas também de ordem política¹⁶⁶.

Somente a partir da *análise conjunta* desses fatores¹⁶⁷, próprios de cada país, é que se pode compreender as razões da prevalência de uma ou outra estrutura de comando (controle acionário ou gerencial), contrariando a tão propalada convergência ao padrão de extrema dispersão acionária¹⁶⁸.

Não se trata, evidentemente, de descartar as teorias que buscam explicações nos condicionantes puramente jurídicos e naqueles ditos econômicos, mas de buscar nos aspectos políticos uma importante ferramenta analítica complementar. A existência de normas eficazes de proteção a investidores externos - ou a simples possibilidade de que

políticas dirigidas a um ou outro grupo de inereesses podem vir a ser influenciadas pela atual distribuição de recursos e de poder”. (*A Theory of Path Dependence*, cit., p. 26)

¹⁶⁵ Cf., a propósito, MUNHOZ, Eduardo S. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

¹⁶⁶ Dentre os diversos autores que buscam identificar os fatores de ordem política a impactar estruturas de propriedade acionária e controle, Mark J. Roe ocupa papel proeminente. A propósito, cf. *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. New York: Oxford University Press, 2003.

¹⁶⁷ ROE, Mark J. Political preconditions to separating ownership from corporate control. *Cit.*, p. 588.

¹⁶⁸ HANSMANN, Henry; KRAAKMANN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*, cit.

venham a existir – assim como de cada um dos demais fatores apontados, continua sendo requisito necessário de mercados de capitais desenvolvidos, porém não suficiente¹⁶⁹.

Ocorre que o surgimento desse conjunto de pré-condições, assim como das instituições capazes de torná-las eficazes, dependem, senão do suporte efetivo, no mínimo da boa vontade complacente das elites que dominam a arena política¹⁷⁰.

Isso porque as regras a incidir sobre as estruturas de controle societário resultam de políticas públicas originadas da interação entre grupos de interesse e instituições políticas de um dado país.¹⁷¹ Sem ignorar a diversidade de atores envolvidos, pode-se, para fins metodológicos, reduzi-los a três categorias: *acionistas*, *administradores* e *trabalhadores*¹⁷².

Esses grupos de interesse, fazendo uso dos instrumentos disponíveis, exercem pressão sobre as instituições políticas, buscando obter para si benefícios¹⁷³ das mais diversas naturezas¹⁷⁴. As iniciativas de política pública e as normas jurídicas daí resultantes serão mais ou menos favoráveis a um ou mais desses personagens conforme a capacidade que disponham de fazer valer suas preferências.

Por sua vez, a força relativa de cada grupo de interessados decorre de uma combinação entre elementos estruturais pré-existent e outros originados do próprio processo político, em um permanente ciclo de retroalimentação, de modo que alterações da

¹⁶⁹ Cf. ROE, Mark J. *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, cit., p. 202.

¹⁷⁰ RAJAN, Raghuram G. e ZINGALES, Luigi. *The Great Reversals* cit.; HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J., PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy*, cit.

¹⁷¹ GOUREVITCH, Peter A.; e SHINN, James, *Political Power and Corporate Control* cit., pp. 10 e 11

¹⁷² Não obstante, como ressalvado anteriormente (Nota de Rodapé n. 07), este trabalho esteja centrado em duas modalidades específicas de controle interno da companhia listada (controle acionário e controle gerencial), não abrangendo, por razões metodológicas, situações em que o controle da companhia é compartilhado ou exercido isoladamente por trabalhadores.

¹⁷³ Benefícios esses não necessariamente ilícitos. A referência que se faz é ao “lobby” conduzido por indivíduos, empresas, associações, sindicatos e outros, perante os agentes políticos, não obstante tal prática possa descabambar para a corrupção pura e simples. A propósito, cf. CARVALHOSA, Modesto S. B. *Considerações Sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2015.

¹⁷⁴ Tais benefícios podem, evidentemente, decorrer da edição de normas regulatórias mais favoráveis aos interesses do grupo (ou, até mesmo, da ausência de uma maior regulação). Nesse sentido, Jonathan R. Macey e Geoffrey P. Miller, ao salientarem que: “(...) a regulação é provida àqueles grupos que, de forma bem-sucedida, buscam obtê-la por meio de apoios políticos, contribuições a campanhas eleitorais, dispêndios com atividades de lobby, e assemelhados”. (*Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*. In *65 Texas Law Review* 469, 1987, p. 499.

força relativa de cada grupo somente poderão acarretar modificações em políticas públicas e normas jurídicas à medida que forem absorvidas pelas instituições locais.

Assim é que estruturas de propriedade acionária e controle mais favoráveis a um (ou a alguns) desses grupos de interesses podem vir a ser modificadas e até mesmo gradativamente substituídas por outras, como reflexo de um aumento relativo da capacidade de pressão daqueles que menos se beneficiavam na conjuntura anterior, capaz de levar à superação de condicionantes estruturais existentes.

De todo modo, e como não poderia ser diferente, cada conjunto de interessados – acionistas, administradores e trabalhadores¹⁷⁵ – tem contrapartes na sociedade: acionistas, administradores e trabalhadores atuantes em outras companhias. É natural, portanto, que tais atores busquem invocar interesses comuns do grupo ao qual pertencem, a fim de maximizar a pressão exercida perante os agentes políticos, sempre ciosos dos possíveis dividendos eleitorais direta ou indiretamente resultantes de sua atuação.

Ocorre que, por maior que seja a uniformidade de interesses dentro de cada um desses grupos, sempre existirão divergências. Essas divergências, por sua vez, poderão impactar em maior ou menor medida as políticas públicas daí resultantes, a depender das particularidades do sistema político em funcionamento¹⁷⁶.

Não basta, portanto, mapear os interesses comuns de acionistas, administradores e trabalhadores em um dado local, ou mesmo identificar as divergências existentes no seio de cada um desses grupos, sendo imprescindível compreender o modo com que agentes e instituições políticas reagem à pressão sob eles exercida.

¹⁷⁵ V. Nota de Rodapé n. 02.

¹⁷⁶ A propósito, a manifestação de Peter A. Gourevitch e James Shinn, no sentido de que: “*Sistemas políticos majoritários são mais propensos a ensejar políticas públicas que encorajam uma maior dispersão da propriedade acionária, enquanto sistemas baseados na democracia consensual tendem a contribuir para a formação de blocos de participação acionária mais relevante. Essa consequência parece advir da maior continuidade das políticas públicas em sistemas consensuais. Tal estabilidade permite que os atores econômicos invistam em ativos dependentes de elementos de ordem relacional o que, por sua vez, dá sustentação ao modelo mais estável de governança corporativa baseado em blocos de participação acionária relevante. Sistemas majoritários dão ensejo a políticas públicas mais variáveis, o que acaba por recompensar estratégias de investimento mais flexíveis, que dão sustentação ao modelo de dispersão acionária*” (*Political Power and Corporate Control*, cit., p. 10).

2.4.3.1 Distribuição de poderes de representação na arena política como resultante de estruturas de capital e controle pré-existentes

Deve ser salientado que a capacidade de cada dos grupos de interesse, em fazer valer suas preferências na arena política, assim como a distribuição inicial de poderes de cada um deles, também sofre significativa influência da estrutura de propriedade acionária e controle pré-existente.

Nas palavras de Lucian A. Bebchuk e Mark J. Roe¹⁷⁷: “(...) *as estruturas iniciais de governança corporativa de um determinado país exercem influência sobre o poder que os diversos grupos de interesse terão no processo político que dá ensejo à produção de normas de direito societário. Sendo assim, estruturas iniciais de propriedade acionária, que atribuíram o controle a um certo conjunto de agentes (...) devem aumentar a probabilidade de que aquele país venha a ter regras que acabem sendo de preferência daquele mesmo conjunto de agentes.*” (grifos nossos).

Como referido, a prevalência de companhias com baixa dispersão da propriedade das ações com direito a voto contribui para o papel central exercido pelo acionista controlador, com preponderância sobre administradores e trabalhadores da companhia. E, enquanto tal, o acionista dominante dispõe de meios adicionais para buscar impor suas preferências na arena política, seja fazendo uso da maior visibilidade que ostenta na esfera social, seja utilizando recursos da própria companhia controlada das mais diversas maneiras.

O mesmo ocorre quando, em razão da elevada dispersão do capital votante, os administradores acabam se tornando figuras centrais, com maior poder de influenciar os agentes políticos; ou mesmo se, em decorrência de regras e circunstâncias específicas, os trabalhadores virem a ocupar posição de destaque no processo de tomada de decisões e comando das atividades empresariais¹⁷⁸.

¹⁷⁷ A Theory of Path Dependence, cit., p. 38.

¹⁷⁸ A co-gestão alemã é um bom exemplo nesse sentido. No Brasil, tem-se verificado algumas iniciativas voltadas a aumentar a participação de trabalhadores no processo decisório societário, ainda tímidas se comparadas com a co-gestão alemã.

Em consequência, o ator econômico que ocupa posição de proeminência tende a buscar, sempre, a manutenção do *status quo*, ainda que detrimento de uma estrutura porventura mais eficiente.

Note-se que, apesar dessas teorias ditas “políticas” ampliarem o foco de análise das estruturas de propriedade acionária, a natural imprecisão das variáveis agregadas prejudica, em certa medida, a quantificação da influência por elas de fato exercida. As dificuldades em estimar possíveis desfechos de processos políticos, bem como de, a partir daí, apontar relações de causa e efeito, são refletidas, inclusive, na menor quantidade de estudos empíricos a comprovar as conclusões apontadas na literatura teórica.

Outra ressalva importante diz respeito ao fato de *não* ser possível traçar uma linha divisória definitiva entre as teorias ditas tradicionais e políticas, muito menos apontar uma evolução cronológica clara e inquestionável. Autores que defendem um certo determinismo estrutural por vezes passam a considerar variáveis políticas em sua análise, e vice-e-versa, de modo que a classificação ora apresentada visa apenas melhor sistematizar a análise desenvolvida ao longo deste trabalho.

2.5 Papel decisivo dos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas

Da análise conduzida nos itens precedentes, resta evidente que a existência de diferentes estruturas de controle societário, em países com semelhantes características econômicas e políticas, se deve, em larga medida, *a razões de ordem jurídica*, a contribuir, de modo decisivo, para a dependência estrutural identificada.

Não se trata, evidentemente, de ignorar os condicionantes extrajurídicos que, ao longo do tempo, deram a essas estruturas sua atual conformação, muito pelo contrário. No próximo Capítulo, as diferenças de relevo – inclusive no que se refere a determinados aspectos dos respectivos sistemas político-partidários – serão enfatizadas, a partir de uma análise comparativa entre, de um lado, a experiência dos EUA e do RU, a culminar na estrutura de controle dominante, e, de outro, a realidade brasileira.

Fato é que, o *maior* grau de concentração do poder de controle no Brasil e em outros países, resultante, inclusive, do emprego *mais* extensivo de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica como estratégia de autoproteção (“entrincheiramento”) do controlador, evidencia a sua contribuição para a permanência da estrutura dominante (e para o não desenvolvimento da estrutura alternativa), não obstante o aumento da dispersão do capital votante já verificado em algumas companhias listadas.

Por outro lado, o *menor* grau de concentração do poder de controle nos EUA e no RU, em razão, não somente, de características inerentes ao controle gerencial, mas, principalmente, do emprego *menos* extensivo dos instrumentos de dissociação de que ora se trata¹⁷⁹, vem permitindo uma maior disseminação de estruturas de controle alternativas. Ou seja, se verifica, nas companhias listadas de grande porte – elementos centrais deste trabalho – com ações negociadas nas bolsas daqueles países, uma dispersão de capital menos acentuada do que o esperado, reflexo, por um lado, da revalorização do controle acionário *majoritário* e, por outro, da proeminência dos investidores institucionais, enquanto detentores de participações *minoritárias expressivas* atuando em conjunto com ativistas societários.

Evidentemente que, ao apontar para um determinado conjunto de instrumentos jurídicos, cuja disponibilidade *não* é uniforme nos diversos países – alguns desses instrumentos são mais presentes em certos locais, mas não em outros – também se está a apontar, por via transversa, para diferenças nos demais fatores (socioeconômicos, políticos e assim por diante) que levaram ao atual estado de coisas. Afinal, a *oferta* de instrumentos de dissociação somente é diversa, ao redor do globo, em razão da subsistência de outros fatores internos de diferenciação, país por país.

¹⁷⁹ É claro que o controlador gerencial também tende a adotar estratégias de autoproteção, as quais podem acarretar a dissociação entre o poder de voto e a participação econômica dos acionistas, como resulta de determinadas medidas *anti-takeover*, por exemplo. Ocorre que esse tipo de estratégia, assim como o emprego dos instrumentos mais usuais de dissociação ora analisados, vem sendo objeto de disciplina jurídica e análise pormenorizada por parte dos Tribunais norte-americanos e britânicos faz algum tempo. Por isso a ênfase que se procura dar, ao longo deste trabalho, aos fatores de ordem jurídica *como um todo* - dentre os quais se incluem normas adequadas de proteção de investidores, aplicadas de modo célere e eficiente, por Cortes especializadas e independentes, e assim por diante – e também a outros elementos (como as “*regras de conduta*”, objeto do item 2.4.2.1), todos eles a reforçar o caráter proeminente dos institutos jurídicos de dissociação que referência.

Porém, se no passado era possível distinguir, de modo bastante claro, as peculiaridades sócios-econômicas e também políticas a distinguir os diversos países entre si (um maior intervencionismo *versus* um maior liberalismo na condução da economia; a prevalência de governos de tendências sociais-democratas *versus* aqueles alinhados com uma orientação mais liberal, dentre outras) *hoje* essas distinções deixaram de ser tão pronunciadas.

Por razões que escapam aos limites desse trabalho, parece se verificar, ao redor do mundo, uma tendência à uniformização de costumes e práticas, nos mais diversos campos da vida contemporânea. Entre países de semelhante nível de desenvolvimento econômico e institucional – tome-se, como referência, nações da Europa Continental, o RU e os EUA - tal uniformidade parece ser ainda mais exacerbada, a ponto do desafio primordial passar a ser outro: quem poderia, nos dias atuais, apontar diferenças econômicas ou políticas *substanciais* entre esses países, capazes, por si só, de justificar a permanência de estruturas tão diversas de comando da atividade empresarial?

Vale dizer, em um momento de maior uniformidade (cultural, econômica, política) ao redor do mundo, persistem diferenças relacionadas com o *modo e a extensão* com que tais instrumentos de dissociação são empregados nas companhias listadas.

Daí se afirmar que, não obstante o fatores extrajurídicos tenham contribuindo, em larga medida, para a *atual* conformação dos arranjos de controle ao redor do mundo, é na superação de condicionantes de ordem jurídica – relacionados, em particular, com a disponibilidade de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica do acionista – que está a chave para se alcançar uma maior diversidade em matéria de estruturas de poder no âmbito da companhia listada.

CAPÍTULO III - SISTEMAS COM *REDUZIDA* DISPONIBILIDADE DE INSTRUMENTOS JURÍDICOS DE DISSOCIAÇÃO ENTRE REPRESENTATIVIDADE POLÍTICA E PARTICIPAÇÃO ECONÔMICA

3.1 Alguns esclarecimentos

Como salientado, o Capítulo que se inicia é dedicado, em primeiro lugar, a uma breve análise do desenvolvimento histórico do mercado de capitais dos EUA e, em seguida, do RU, de modo a identificar os principais fatores (jurídicos e extrajurídicos) a contribuir para a conformação das estruturas de controle dominantes.

Não obstante as semelhanças existentes, procurar-se-á, na medida do possível, apontar as singularidade dos desenvolvimento institucional em cada uma dessas localidades, de modo a oferecer subsídios à análise comparativa feita a seguir, em cotejo com a experiência de países onde prevalece uma maior concentração do poder de controle, inclusive do Brasil.

A natureza *autoreferencial* (e “*autopoiética*”) dos diversos fatores condicionantes – especialmente dos fatores de ordem jurídica - também será explorada, de modo a revelar, com maior clareza, os caminhos percorridos pelos impulsos transformadores ao longo do tempo.

As transformações ocorridas serão, igualmente, objeto de destaque no texto, pois evidenciam o percurso transcorrido, de um modelo de fraca proteção aos investidores e baseado no emprego *acentuado* de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas (pirâmides societárias e estruturas acionárias duais, em especial, nos primórdios tanto do mercado norte-americano, quando do britânico), para outro, hoje prevalecente, de menor concentração do poder e, portanto, de maior adaptabilidade à convergência de estruturas de propriedade acionária aparentemente em curso.

Na parte final deste Capítulo III serão apresentados os contornos do que se optou por denominar a “nova *corporation*”, em referência às companhias listadas de grande porte norte-americanas e também britânicas, nas quais se percebe uma *relativa* reconcentração da propriedade do capital votante em torno de investidores institucionais detentores de participações minoritárias relevantes, os quais, por sua vez, dispõem de incentivos significativos para atuar em conjunto com ativistas societários, a fim de exercer uma fiscalização mais próxima – e até mesmo participar de modo mais intenso – da condução das atividades empresariais.

Também serão feitas considerações mais extensivas ao papel dos investidores institucionais e, dentre eles, os fundos de pensão (tomando-se a liberdade, inclusive, de comentar as particularidade de sua atuação no Brasil, enquanto investidores de peso em grandes companhias listadas, especialmente após as privatizações nos anos 1990)

A estes dois itens corresponderão, no Capítulo IV, seções dedicadas aos contornos principais da companhia brasileira com acentuada dispersão do capital votante, em que, *de modo inverso*, se verifica uma tendência à permanência da estrutura de controle dominante, com mero rearranjo (ou substituição) dos instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica antes empregados pelos controladores majoritários – agora, nessas companhias, controladores *minoritários* – para assegurar o exercício continuado de seu poder.

3.2 Modelo norte-americano: principais condicionantes

3.2.1 Combate aos conglomerados e à concentração do poder econômico

O mercado de valores mobiliários norte-americano se desenvolveu poucos anos após a independência dos EUA, com a fundação da NYSE em 1792. Foi, porém, somente a partir de 1862 que vivenciou uma expansão mais significativa, em razão, principalmente, dos investimentos em grandes companhias ferroviárias e conglomerados industriais.

A construção das grandes ferrovias de costa a costa teve papel central no crescimento econômico norte-americano da segunda metade do século XIX, mobilizando a cena econômica a partir do final da Guerra de Secessão (1865)¹⁸⁰.

Tanto assim que, em 1898, as ações de emissão de companhias de estradas de ferro representavam cerca de 60% do volume negociado nas bolsas de valores dos EUA, sendo que em 1914 a proporção permanecia superior a 40%.¹⁸¹ Movimento semelhante ocorreu no RU, tendo as ferrovias causado impactos ainda mais profundos na sociedade, ao contribuir para a disseminação de uma cultura favorável à realização de investimentos privados.

Os primeiros conglomerados industriais norte-americanos (ou “*Trusts*”¹⁸²) surgiram, exatamente, a partir de aquisições e consolidações envolvendo companhias desse setor, motivadas não apenas por suas enormes necessidades de investimentos¹⁸³, mas, também, pela urgência em conectar as diversas linhas férreas existentes.

Esse movimento, iniciado pelos depois célebres magnatas¹⁸⁴ Cornelius Vanderbilt, John D. Rockefeller e J. P. Morgan, se espalhou para diversos segmentos da atividade industrial, dando origem aos mais poderosos grupos empresariais daquela época - quase todos monopolistas¹⁸⁵ - tais como *U.S. Steel*, *Standard Oil*, *American Cotton*, *National Biscuit*, *American Tobacco*, *General Electric*, *International Harvester*, *AT&T*, *United Fruit*, dentre outros¹⁸⁶.

¹⁸⁰ FOGEL, Robert W. *Railroad and American Economic Growth*, Baltimore: The Johns Hopkins Press, 1964.

¹⁸¹ MICKLETHWAIT, John; e WOOLDRIDGE, Adrian. DUARTE, S. (trad.) *A Companhia: Breve História de uma Ideia Revolucionária*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003, p. 99.

¹⁸² O “*trust*”, a promover a separação entre, de um lado, posse e gestão dos ativos e, de outro, sua propriedade, é instituto cuja origem pode ser traçada à época das Cruzadas, sendo disseminado na tradição jurídica anglo-saxã. A esse respeito, cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. *O Trust no Direito Brasileiro*. São Paulo: LTR, 1996.

¹⁸³ COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership*, cit., p. 25.

¹⁸⁴ Que viriam a ser conhecidos, de modo bastante pejorativo, como os “*Robber Barons*”. Para maiores detalhes, v. STILES, T.J. *The First Tycoon: The Epic Life of Cornelius Vanderbilt*. New York: Alfred A. Kopf, 2009; CHERNOW, Ron. *Titan: the Life of John D. Rockefeller, Sr.* London: Vintage Books, 2007; STROUSE, Jean, *Morgan: American Financier*. New York: Random House, 1999; e CHERNOW, Ron. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, New York: Atlantic Monthly Press, 1990.

¹⁸⁵ O que ensejou a edição do *Sherman Act* de 1890, seguido do *Clayton Act* de 1914, mais importantes diplomas legais do direito antitruste norte-americano.

¹⁸⁶ MICKLETHWAIT, John; e WOOLDRIDGE, Adrian. *A Companhia*, cit., p. 104.

As companhias integrantes de conglomerados recorriam às bolsas de valores norte-americanas – especialmente à NYSE - para financiar suas atividades¹⁸⁷, emitindo ações em quantidades e valores cada vez mais expressivos, o que impulsionou o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no período exatamente posterior ao término da Primeira Grande Guerra.

Parte desses recursos financiava a aquisição de outras companhias, muitas vezes por meio de operações de concentração empresarial envolvendo a emissão e substituição de ações (fusões e incorporações, basicamente)¹⁸⁸.

Apesar da natural expansão da base acionária de ao menos uma das companhias envolvidas nessas operações (a incorporadora, por exemplo) persistia uma maior concentração do capital, inclusive em bolsa de valores. Isso porque ao empreendedor, titular da maioria das ações com direito a voto e revestido de amplos poderes – a se projetarem, inclusive, sobre as instituições políticas então existentes¹⁸⁹ - era permitido empregar diversos instrumentos de autoproteção, aptos a assegurar-lhe a maximização do poder de controle exercido.

Com efeito, a criação de grupos empresariais de formato piramidal (os “*Trusts*” em questão), assim como a emissão de ações com direito a voto diferenciado (ou sem direito a voto), eram disseminadas, ao menos até a década de 1980, quando a NYSE passou a restringir essas últimas com mais veemência¹⁹⁰.

Ademais, a ausência de tutela jurídica adequada aos acionistas minoritários, a exigir que buscassem junto ao controlador o estabelecimento de vínculos de confiança, a fim de obter algum grau de proteção à sua participação acionária, também constituía um importante impeditivo a uma maior dispersão de ações com direito a voto.

¹⁸⁷ Como salienta John C. Coffee Jr.: “*A infraestrutura financeira criada em decorrência da insaciável demanda de capitais das ferrovias foi posteriormente utilizada, com ajustes apenas pontuais, para servir às similares necessidades financeiras da indústria de aço, veículos e telefonia no início do Século XX.*” (COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership*, cit., pp. 25-26).

¹⁸⁸ 243

¹⁸⁹ MACEY, Jonathan R; e MILLER, Geoffrey P. *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*, cit.

¹⁹⁰ V. item 4.2.5 do presente.

Naquele momento, o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários norte-americano dependia, acima de tudo, de uma disciplina jurídica mais adequada para as ofertas públicas de valores mobiliários¹⁹¹, reguladas apenas em lei estaduais desde então e até hoje conhecidas como “*blue sky laws*”¹⁹², as quais davam ênfase à análise do mérito¹⁹³ da oferta, à cargo da autoridade regulatória local¹⁹⁴, a qual tinha a prerrogativa de negar o registro caso não considerasse razoáveis os termos propostos.

A insuficiência das normas estaduais privava os investidores de uma tutela adequada, o que acabou contribuindo para os abusos de poder econômico verificados naquele período, marcado pela extrema concentração de riqueza em mãos dos denominados “*Robber Barons*”¹⁹⁵, em detrimento não apenas dos acionistas, mas também dos consumidores, sujeitos a preços monopolísticos, e trabalhadores, que vivenciavam condições de insalubridade extrema.

Assim é que, em 1914, como parte dos esforços governamentais de contenção do poder econômico dos grandes conglomerados e de seus controladores, foi criada a *Federal Trade Commission – FTC*, primeiro órgão federal de combate a práticas anticompetitivas

¹⁹¹ Não obstante o conceito de valor mobiliário tenha sido definido posteriormente, quando do célebre julgamento pela SEC vs. *W. J. Howey Co.* (328 U.S. 293, 1946), consagrando o denominado “*Howey Test*”, segundo o qual qualquer contrato que operacionalize a alocação de capital em um determinado empreendimento, por meio do qual o investidor busca obter retorno decorrente tendo por base a atuação de terceiros, deve ser considerado valor mobiliário.

¹⁹² Cf. salientam MACEY, Jonathan R. e MILLER, Geoffrey P. *Origin of the Blue Sky Laws*. In *Texas Law Review* 70:347, 1991, p. 360, nota de rodapé n. 59: “*A primeira utilização da expressão “blue sky” de que temos conhecimento data de 1910 em um comunicado à imprensa emitido pelo Comissário de Bancos do Kansas, J. N. Dolley (...), o qual reclamava a respeito da ‘enorme quantidade de dinheiro que é desviada das pessoas do Kansas por esses falsários e ‘mercadores de céu-azul’. (...) Dolley parecia se referir a um termo já existente, uma vez que ele não oferece qualquer explicação para tão inusual terminologia. Essa expressão era, inquestionavelmente, utilizada de modo amplo em 1912. Um editorial na Bankers Magazine daquele ano fazia referência às ‘denominadas leis de ‘céu-azul’ na pressuposição de que tal expressão fosse de conhecimento geral. (...) Como o termo surgiu, evidentemente, no Kansas, parece provável que fosse utilizado para descrever algum tipo de conduta fraudulenta que acontecia ali, mas fora do mercado de valores mobiliários, provavelmente envolvendo a negociação de terras durante os primeiros anos de colonização, tendo sido posteriormente tomado por empréstimo no contexto da legislação coibindo transações fraudulentas com valores mobiliários.*”

¹⁹³ Tal possibilidade perdurou até meados dos anos 1990, quando a análise de mérito passou a ser expressamente vedada, não obstante permaneça a exigência de registro de ofertas perante as diversas autoridades estaduais, salvo quando uma das exceções legalmente previstas for aplicável. Isso significa, fundamentalmente, que ofertas de ações listadas junto às grandes bolsas de valores dos EUA não necessitam de registro perante entidades regulatórias estaduais, assim como valores mobiliários emitidos por fundos de investimentos e aqueles dirigidos exclusivamente a investidores qualificados, a depender do que dispõe a lei de cada Estado.

¹⁹⁴ O texto da maior parte das “*blue sky laws*” segue o modelo estabelecido e revisado periodicamente pela *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws*, disponível em http://www.uniformlaws.org/shared/docs/securities/securities_final_05.pdf (consulta em 02.01.2015).

¹⁹⁵ V. Nota de Rodapé n. 184.

nos EUA, como parte da famosa política “*bust the trusts*” conduzida pelo então Presidente Theodore Roosevelt.

Naquele momento também foi dado um importante passo na reestruturação do sistema financeiro, por meio da criação do *Federal Reserve - FED*¹⁹⁶, ocupando-se não apenas da condução da política monetária, mas também da supervisão e regulação das instituições financeiras norte-americanas como um todo, fazendo valer as provisões contidas nos *National Banking Acts* de 1863 e 1864.

O FED teve sua atuação organizada de modo peculiar, com o escritório central situado em Washington, DC, sede do órgão máximo de política monetária (o *Board of Governors*), e escritórios regionais espalhados por 12 localidades no território nacional, denominados *Federal Reserve Districts*¹⁹⁷. Tal estrutura – que, em essência, persiste até hoje – reflete a relativa descentralização característica do sistema financeiro norte-americano, em que existem, de um lado, os denominados “*National Banks*” (ou “*Federal Savings Banks*”) e as sociedades *holding* de grandes conglomerados financeiros, sujeitos à supervisão do FED; e, de outro lado, os “*State Banks*” (ou “*State Chartered Savings Banks*”), de atuação local, submetidos à autoridade regulatória do Estado em que atuam e, de um modo geral, à *Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*¹⁹⁸.

3.2.2 Reformas subsequentes à crise de 1929

Não obstante essas primeiras iniciativas legislativas, os excessos do período conhecido como “*Roaring Twenties*”, especialmente a intensa especulação e desregulamentação do mercado de valores mobiliários norte-americano, cobraram seu preço, tendo contribuído de modo decisivo para o colapso da Bolsa de Nova Iorque em 24 de outubro de 1929, que deu início à Grande Depressão¹⁹⁹.

¹⁹⁶ Em decorrência da promulgação do *Federal Reserve Act* de 1913.

¹⁹⁷ V. <http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm> (acesso em 30 de dezembro de 2014).

¹⁹⁸ O qual foi constituído por determinação do *Banking Act* de 1933.

¹⁹⁹ FRIEDMAN, Milton; e SCHWARTZ, Anna. *A Monetary History of the United States*. Princeton: Princeton University Press, 1963; GALBRAITH, John K. *The Great Crash of 1929*. New York: Houghton Mifflin, 1954.

Os efeitos da “Terça-Feira Negra” e das políticas regulatórias mais restritivas concebidas no âmbito do *New Deal* perduraram até meados dos anos 1950, compondo um período de recessão seguida de longa estagnação do mercado de valores mobiliários nos EUA. Não por acaso, as duas leis que inauguraram a regulação federal nessa matéria nasceram nos anos 1930 – o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934 – em resposta ao vácuo regulatório que teria contribuído para a grave crise então em curso.

O *Securities Act* de 1933, primeira iniciativa legislativa federal dirigida ao mercado de valores mobiliários dos EUA, baseou-se em uma estratégia regulatória essencialmente distinta daquela adotada nas *blue-sky laws* estaduais²⁰⁰.

A proteção aos investidores – e o incremento na confiabilidade do mercado de valores mobiliários que dela deveria decorrer – deixou de estar baseada em um julgamento subjetivo do regulador local a respeito da qualidade da oferta, passando a operar-se mediante a exigência de ampla divulgação de informações relevantes (*full disclosure*). O sistema de registro centralizado (federal) estabelecido pela lei de 1933, abrangendo ofertas interestaduais de valores mobiliários, se baseou, com efeito, na exigência de apresentação de um prospecto aos investidores, contendo, basicamente, informações a respeito da companhia e dos valores mobiliários emitidos.

Já a negociação de valores mobiliários no mercado secundário foi objeto do *Securities Exchange Act* de 1934, que criou a *Securities and Exchange Commission* – SEC, agência federal responsável por proteger investidores, ordenar o mercado de valores mobiliários e incentivar a formação de capital²⁰¹.

Esse diploma legal teve alcance mais amplo, uma vez que concedeu à SEC poderes para conceder registros de negociação de valores mobiliários, exigir a divulgação de informações relevantes por parte de companhias emissoras, regular e supervisionar a atuação das companhias e dos agentes intermediários e de compensação, bem como de entidades de autorregulação tais como as bolsas de valores.

²⁰⁰ Não obstante o *Securities Act* de 1933, assim como as “*blue sky laws*”, também tipifique ilícitos civis e penais de agentes no mercado, mais diretamente relacionados com a realização de ofertas fraudulentas de valores mobiliários.

²⁰¹ V. <https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#create> (consultado em 20 de novembro de 2014).

Ambos os diplomas legais visaram, igualmente, coibir condutas fraudulentas e ilícitas no mercado de valores mobiliários, concedendo à SEC poderes disciplinares sobre entidades reguladas e indivíduos que venham a praticá-las.

Houve também, naquele momento, outras importantes modificações no arcabouço legal do sistema financeiro dos EUA, a impactar indiretamente – porém de modo relevante – a estrutura de propriedade acionária e controle das companhias listadas nas bolsas de valores daquele país.

Com a edição do *Banking Act* de 1933, amplamente conhecido como *Glass-Steagall Act*²⁰², complementado pelo *Banking Act* de 1935²⁰³, os *Federal Banks* dedicados às atividades de bancos comerciais passaram a estar impedidos de:

(i) adquirir, por conta e ordem de seus correntistas, valores mobiliários de emissores não financeiros;

(ii) adquirir, por conta própria e para manutenção em tesouraria, valores mobiliários que não detivessem “*grau de investimento*”;

(iii) subscrever, como “*underwriters*”, ou distribuir valores mobiliários de emissores não financeiros; e

(iv) adquirir participação societária, se afiliar ou compartilhar trabalhadores com companhias envolvidas nessas atividades.

Tais restrições tiveram seus efeitos amplificados em decorrência da segregação das atividades de banco comercial e de investimento²⁰⁴ na esfera federal, voltada à mitigação dos conflitos de interesse existentes, uma vez que aquelas instituições ostensivamente

²⁰² Posteriormente revogado pelo *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, também conhecido como *Financial Services Modernization Act*.

²⁰³ O qual, além de clarificar determinadas previsões contidas no *Banking Act* de 1933, promoveu a centralização, em torno do escritório central do FED em Washington, DC, da formulação da política monetária norte-americana, suprimindo as atribuições correlatas antes detidas pelos 12 escritórios regionais (*Federal Reserve Districts*).

²⁰⁴ Conforme previsto, inclusive, nas Seções 16, 20, 21 e 32 do *Glass-Steagall Act* de 1933.

recomendavam aos seus correntistas a aquisição de valores mobiliários por elas subscritos²⁰⁵.

Fato é que a proibição de compra de ações emitidas por companhias não-financeiras²⁰⁶ contribuiu para o aumento da dispersão do capital nas bolsas de valores, uma vez que os bancos mantinham, no passado, participações mais expressivas nas investidas, seja para dar vazão aos recursos mantidos em tesouraria, seja ao empregarem parcela dos volumosos recursos de terceiros sob sua gestão.

A agenda político-legislativa dos anos 1930 - voltada, principalmente, ao combate da concentração de poder econômico em suas mais diversas acepções – também conduziu a uma maior fragmentação dos sistema financeiro norte-americano, em razão das limitações à expansão dos bancos em âmbito nacional.

Com efeito, um diploma legal anterior, o *McFadden Act* de 1927, proibia que *National Banks* abrissem filiais em Estados outros que não aqueles de origem. Não obstante tal restrição tenha sido revogada em 1994²⁰⁷, a instalação de agências de *National Banks* em outras localidades ainda depende de autorização contida na lei estadual respectiva, de modo que persistem limitações.

Não obstante tais proibições tenham sido relativizadas²⁰⁸, suas consequências perduraram por muitos anos, impedindo os bancos de exercer um papel mais proeminente junto às companhias listadas nos EUA, como tradicionalmente o fazem as instituições financeiras alemãs²⁰⁹, japonesas²¹⁰ e, em certa medida, também as brasileiras²¹¹.

²⁰⁵ CRAWFORD, Corinne. *The Repeal Of The Glass- Steagall Act And The Current Financial Crisis*. In *Journal of Business & Economics Research*, Jan., v. 9, no. 1, 2011, p. 01, disponível em <http://www.unarts.org/H-II/ref/949-3747-1-PB-1.pdf>.

²⁰⁶ V. ROE, Mark J. *A Political Theory of American Corporate Finance*. In *Columbia Law Review*, v. 91, 1991, pp. 17 e 18, fazendo referência à decisão da Suprema Corte dos EUA que assentou tal entendimento.

²⁰⁷ A revogação se deu pelo *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*, daquele mesmo ano.

²⁰⁸ Conforme Mark J. Roe reconhece: “[tais] restrições passam por um processo de lenta erosão, particularmente aquelas que restringem os bancos aos limites estreitos da atuação como bancos comerciais. Não obstante, as restrições existentes ao longo da história tem importantes efeitos continuados, pois elas fragilizaram os bancos norte-americanos, e esses bancos fragilizados necessitarão de anos para se transformarem em bancos fortes.” (ROE, Mark J. *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, In *102 Yale Law Journal* 1927, 1993, p. 1.949, nota de rodapé n. 50).

²⁰⁹ FRANKS, Julian R.; e MAYER, Colin. *Ownership and Control of German Corporations*. Set., 2000, disponível em <http://ssrn.com/abstract=247501>.

Em um cenário como esse, a promulgação de leis assegurando uma maior proteção aos investidores – assim como a existência de tribunais e demais órgãos do aparato estatal capazes de aplicá-las de modo célere e suficientemente independente - veio como que a sacramentar a maior dispersão de capital de companhias listadas, ao permitir que os investidores diversificassem suas carteiras de ativos, sem a necessidade de comprar quantidade mais expressiva de ações em cada companhia investida, em um “ciclo virtuoso” permanente.

Sem que as instituições financeiras pudessem desempenhar seu papel tradicional de acionistas relevantes, com a gradativa recuperação econômica após o término da Grande Recessão e tendo em vista a maior proteção aos interessados em se tornarem proprietários de ações, o mercado de valores mobiliários norte-americano experimentou significativo crescimento, a contribuir, igualmente, para o surgimento e consolidação de uma acentuada dispersão de capital, a permitir que o controle das companhias listadas de maior porte passasse a ser exercido, de fato, por seus administradores²¹².

Ou, como bem sintetizam Peter A. Gourevitch e James Shinn²¹³: *“Contra o pano de fundo do Crash e da Grande Depressão, as coalizões políticas do New Deal geraram um número significativo de novas leis e normas de regulação com profundas consequências de longo prazo para a governança corporativa nos EUA, incluindo (...) um significativo conjunto de normas de regulação e legais que acabaram por impedir a formação ou mesmo por dissolver o controle acionário, enquanto fortaleceram a proteção a investidores.”* (grifos nossos).

3.2.3 Impactos de outras leis federais

²¹⁰ MORCK, Randall; NAKAMURA, Masao; e SHIVDASANI, Anil. *Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan*. In *Sauder School of Business Working Paper*, 2000, disponível em <http://ssrn.com/abstract=219912>.

²¹¹ LAZZARINI, Sergio G. *Capitalismo de Laços: Os Donos do Brasil e suas Conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

²¹² BERLE JR., Adolph; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*, cit.

²¹³ *Political Power and Corporate Control*, cit., p. 245.

A intensa atividade normativa nos EUA durante o período inicial da Grande Depressão culminou na edição de outros diplomas legais igualmente relevantes para a conformação da estrutura de controle nas companhias listadas de grande porte daquele país.

O primeiro deles foi o *Trust Indenture Act* de 1939, que introduziu a figura do “trustee”²¹⁴ em ofertas públicas de títulos de dívida, incumbindo-o de agir em defesa dos interesses dos adquirentes desses títulos e impondo a ele uma série de deveres fiduciários, além de ter estabelecido requisitos a serem observados na escritura de emissão respectiva. Essa norma contribuiu para uma maior atratividade do investimento em títulos de dívida corporativos, ao prover os investidores de maior proteção, alimentando o crescimento do mercado naquele momento.

No ano seguinte, foram promulgados o *Investment Company Act* e o *Investment Advisers Act*, estabelecendo, respectivamente, as primeiras normas a disciplinar os fundos de investimento e a atuação de analistas de investimentos, o que ensejou uma maior disseminação dos veículos institucionais em geral, hoje responsáveis pela parcela mais significativa dos investimentos no mercado de valores mobiliários norte-americano.

É de se notar, porém, que o *Investment Company Act* de 1940, ao estabelecer que fundos de investimento que detivessem participação superior a 10% do capital de companhias listadas não poderiam ser considerados, ou se autointitular, “diversificados”, acabou por restringir a aquisição de quantidade mais expressiva de ações por parte dos mesmos, naquele momento²¹⁵.

Tal limitação também incidiu sobre as sociedades seguradoras, tradicionais investidoras no mercado de valores mobiliários dos EUA, de modo que aquelas atuantes no ramo de seguros de vida se encontravam impedidas de adquirir participação em

²¹⁴ Figura essa semelhante à do Agente Fiduciário dos debenturistas, previsto nos artigos 66 a 70 da LSA e responsável por tutelar os interesses dessa coletividade. Para maiores detalhes, cf. AMARAL, José Romeu G. do. *Regime Jurídico das Debêntures*. São Paulo: Almedina, 2014.

²¹⁵ Isso porque, como salienta Mark J. Roe: “(...) praticamente todos os fundos se autodenominam diversificados; em consequência, não podem controlar companhias listadas.” (ROE, Mark J. *A Political Theory of American Corporate Finance*. In *Columbia Law Review*, v. 91, 1991, pp. 23-24, disponível em http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=6463&showthumb=0).

companhias listadas em montante superior a 2% do valor total de seus ativos, por força, inicialmente, do *Insurance Act* de promulgado pelo Estado de Nova Iorque²¹⁶.

Como não poderia deixar de ser, a exigência de maior diversificação também se dirigiu, posteriormente, aos fundos de pensão dos EUA, os quais, em razão do disposto no *Employee Retirement Income Security Act - ERISA* de 1974 – e das normas de regulação editadas a seguir pelos órgãos competentes²¹⁷ - passaram a sofrer limitações no que se refere à quantidade de ações de companhias listadas passíveis de aquisição. É de se notar que, restrições como essas, voltadas à mitigação dos riscos incidentes sobre o portfólio de tais entidades, em defesa de seus beneficiários finais, também existem em normas análogas brasileiras.²¹⁸

De todo modo, ao mesmo tempo em que os veículos institucionais de investimento passaram a adquirir maior projeção, a necessidade de diversificação de seus investimentos consistia em fator adicional a contribuir para uma maior dispersão do capital – e, também, para uma maior passividade e absenteísmo dos acionistas nas assembleias gerais - , especialmente em companhias listadas de maior porte.

Não é de se estranhar, portanto, que, com a melhoria das condições econômicas e após essas diversas iniciativas legislativas, o mercado de valores mobiliários dos EUA tenha experimentado um novo *boom* de crescimento, a partir dos anos 1950, quando, sob a presidência do ex-general Dwight Eisenhower, se iniciou um importante ciclo de desenvolvimento, em que a negociação de valores mobiliários atingiu volumes sem precedentes até então.

Do ponto de vista da regulação, esse período foi marcado pela edição do *Williams Act* de 1968, voltado à disciplina de ofertas públicas de aquisição hostil de ações de controle de companhias listadas, por meio, fundamentalmente, da exigência de divulgação de informações por todo aquele que pretendesse se tornar proprietário de 5% ou mais das

²¹⁶ Atualmente, as principais restrições à realização de investimentos por parte de sociedades seguradoras decorrem das normas contidas no *Dodd-Frank Wall-Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010, especialmente na denominada “*Volcker Rule*” que o complementou, a qual foi promulgada em 2013.

²¹⁷ Quais sejam, os Departamentos do Trabalho e do Tesouro Nacional do Governo Federal dos EUA, assi, como da *Pension Benefit Guaranty Corporation – PBGC*, cuja criação foi prevista pelo próprio ERISA.

²¹⁸ Cf. o disposto no Decreto-Lei n. 81.240/78 e na Resolução BACEN n. 1.579/89.

ações em circulação²¹⁹, especialmente a respeito da origem dos recursos empregados na aquisição, objetivos da oferta, planos do ofertante frente à companhia alvo, dentre outras.

A promulgação daquele diploma legal, que alterou diversos dispositivos do *Securities Exchange Act* de 1934, se originou de uma reação dos administradores que, de fato, já controlavam companhias listadas com elevada dispersão acionária, a fim de protegerem suas posições e dificultarem a ocorrência de operações do gênero, que começavam a se disseminar nos EUA.

É de se notar, porém, que o projeto de lei original sofreu substanciais modificações, por influência da SEC principalmente, a fim de abrandar as restrições nele contidas, sob o argumento (acertado) de que a possibilidade de ocorrência de um *take-over* hostil constitui incentivo para uma gestão mais eficiente da companhia listada.

3.2.4 O papel da autorregulação

Não obstante a criação do FED e da SEC, já prevalecia nos EUA uma maior descentralização em matéria de regulação do mercados de capitais. Reflexo disso é a existência, desde 1974, de uma agência federal encarregada especificamente dos contratos futuros e derivativos, denominada *Commodity Futures Trading Commission - CFTC*²²⁰, enquanto que, em diversos outros países²²¹ – o Brasil, inclusive²²² – tal atribuição compete ao regulador único.

Essa descentralização resulta, em parte, da existência de entidades de autorregulação dedicadas às diversas facetas desses mercados, algumas das quais pré-existentes às primeiras leis federais a respeito do tema. Assim é que o *Securities and Exchange Act* de 1934 reconheceu as atribuições das bolsas de valores daquele país – e, dentre elas,

²¹⁹ O art. 12 da Instrução CVM n. 358/02 contém norma análoga.

²²⁰ Criada pelo *Commodity Futures Trading Commission Act* daquele mesmo ano.

²²¹ São exemplos de países em que existe um único regulador dos mercados financeiro e de valores mobiliários: Canadá, Suécia, Dinamarca, Noruega, Japão, Coréia do Sul, Islândia, Luxemburgo, dentre outros.

²²² Cf. o disposto no art. 1º, inciso III, da LCVM.

especialmente a NYSE²²³ - sujeitando-as, porém, à supervisão da SEC, revestida da prerrogativa legal de modificar regras por elas editadas²²⁴.

O respaldo estatal à autorregulação resulta do reconhecimento do interesse público em promover-se uma maior eficiência nos mercados, a partir das condutas reiteradas na prática, bem como do interesse dos profissionais em se autodisciplinarem, evitando normas de regulação demasiado intrusivas. Não obstante a supervisão exercida pela SEC, as entidades de autorregulação têm ampla margem de atuação, reconhecida pelo próprio *Securities and Exchange Act*, ao eleger a “*promoção de princípios justos e equitativos*” como um objetivo a ser alcançado.

Importantes entes autorreguladores surgiram, também, *após* a promulgação das primeiras leis federais do mercado de valores mobiliários. Com efeito, em 1939 foi fundada a Associação Nacional dos Corretores de Valores Mobiliários (*National Association of Stock Dealers - NASD*²²⁵), tendo obtido registro junto à SEC naquele mesmo ano a fim de supervisionar as atividades de seus membros.

A NASD é mais conhecida, porém, pelo NASDAQ, sistema de negociação por ela desenvolvido no início dos anos 1970, a qual deu origem a uma nova bolsa de valores, hoje pertencente ao conglomerado *NASDAQ OMX Group Inc.*, ao qual pertencem diversos ambientes bursáteis ao redor do mundo.

Ambas, NASD e NASDAQ, permaneceram vinculadas até o ano 2000, quando a segunda se tornou independente, de modo que fossem segregadas as atividades comerciais e aquelas de autorregulação. Em 2007, quando da desmutualização da NYSE, a SEC aprovou a criação da *FINRA*, uma nova organização independente, congregando as atividades então exercidas por NASD e pelo braço de autorregulação da NYSE (*NYSE Regulations Inc.*).

²²³ A propósito do papel ativo da NYSE no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários local e na proteção dos investidores norte-americanos, se comparado com o das bolsas européias, cf. COFFEE, John C. Jr., *The Rise of Dispersed Ownership*, cit., pp. 34 e ss.

²²⁴ Cf. parágrafo 19, letra c, do *Securities Exchange Act* de 1934.

²²⁵ A NASD foi criada a partir da autorização contida no *Maloney Act* de 1938, que alterou a redação do *Securities Exchange Act* a fim de criar a figura das associações voltadas a auxiliar a SEC em suas atividades de supervisão do mercado de valores mobiliários.

Como não poderia ser diferente, a autorregulação não se encontra imune a críticas²²⁶, especialmente em razão da possibilidade de captura²²⁷ por parte dos próprios agentes a ela submetidos, além da existência de interesses conflitantes, que poderiam impedir uma atuação mais rigorosa do ente autorregulador, a pretexto de preservar vínculos pessoais ou mesmo relações comerciais pré-existentes.

Um exemplo sempre citado é a postura aparentemente omissa da NASD quando do *crash* da NASDAQ em 1987, fazendo com que a SEC - e o FED, no exercício de suas atribuições específicas²²⁸ - tivesse de intervir, exigindo que aquela entidade promovesse modificações em sua estrutura de capital e de governança, a fim de mitigar possíveis conflitos de interesse²²⁹.

3.2.5. Respostas legislativas às crises dos anos 2000

Mais recentemente, em reação aos escândalos contábeis do início dos anos 2000, foi editado o *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, promovendo aquelas que, até então, representavam as mais substanciais alterações do arcabouço legal do mercado de valores mobiliários dos EUA²³⁰.

Em linhas gerais, tal diploma legal visou aprimorar os mecanismos de responsabilização de administradores de companhias listadas – inclusive na esfera penal -

²²⁶ CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e Autorregulação do Mercado Financeiro: Conceito, Evolução e Tendências num Contexto de Crise*. São Paulo: Saint Paul, 2009; OLIVEIRA FILHO, Luiz C. de. *A autorregulação e o Mercado de Capitais*. In: BACHA, Edmar L.; OLIVEIRA FILHO, Luiz C. de (org.). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais, Desafios Brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007. p. 225-233.

²²⁷ McLEAN, Iain. *Public Choice: an Introduction*. Oxford: Basil Blackwell, 1987.

²²⁸ Cf., a propósito, CARLSON, Mark. *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response*. In *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.*, 2006, disponível em <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200713/200713pap.pdf>.

²²⁹ NAVELLIER, Louis. *Lessons from the 1987 Market*, 2010, disponível em <http://www.nasdaq.com/article/lessons-from-the-1987-market-crash-cm41661>.

²³⁰ V. GEISST, Charles R. *Wall Street: A History. From its Beginnings to the Fall of Enron*. New York: Oxford University Press, 2004.

bem como intensificar a transparência e acuidade dos demonstrativos financeiros e das informações contábeis por elas divulgadas, de modo a coibir novas fraudes²³¹.

Dentre as diversas modificações promovidas, determinou-se:

(i) a criação de um Comitê de Auditoria por parte de companhias com valores mobiliários negociados em bolsas de valores dos EUA, inclusive aquelas sediadas no exterior;

(ii) a necessidade de imediata revelação ao mercado, por parte dos administradores, de eventuais deficiências identificadas nos controles internos da companhia;

(iii) uma supervisão mais intensa da atuação dos auditores independentes, passando a ser exigido que empresas de auditoria atuantes nos EUA se registrassem perante o então criado *Public Companies Accounting Oversight Board*;

(iv) a certificação das demonstrações financeiras da companhia pelo seu Diretor-Presidente e pelo Diretor-Financeiro e

(v) a vedação à realização de empréstimos envolvendo a companhia listada e seus administradores.

O *Sarbanes-Oxley Act*, objeto de rápida tramitação no Congresso norte-americano²³², foi alvo de diversas críticas.

Um grupo de autores, partidários de uma maior capacidade de autorregulação do mercado e favoráveis, conseqüentemente, a uma intervenção regulatória mais discreta, se

²³¹ Dentre os diversos escândalos contábeis no mercado dos EUA, mereceram especial destaque aqueles a envolver *Enron* e *Worldcom*, até então importantes companhias com ações listadas em bolsas de valores daquele país.

²³² “(...) É fácil criticar a velocidade com a lei [Sarbanes-Oxley] tramitou perante o Congresso. Prevalece o entendimento de que isso levou a normas custosas e inefetivas, promulgadas para aplacar demandas populistas ao invés de apresentar soluções genuínas aos problemas existentes. Mais do que isso, por agir apressadamente o Congresso pode ter desconsiderado estratégias regulatórias mais efetivas.” (ARMOUR, John; e McCAHERY, Joseph A. (orgs.). *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford: Hart Publishing, 2006, p. 11 do Capítulo Introdutório, disponível em <http://ssrn.com/abstract=910205>).

posicionou no sentido de que as exigências trazidas, além de desnecessárias, foram injustificadas²³³, acarretando custos que prejudicaram a competitividade das companhias listadas nos EUA e das Bolsas de Valores daquele país.

Outros, por sua vez, se opuseram por razões diametralmente opostas, sustentando que o texto legal deveria ter ido além, impondo exigências adicionais em matéria de proteção a investidores²³⁴, regulação da atuação dos auditores independentes²³⁵, estrutura do *board* das companhias listadas²³⁶ e remuneração de administradores por meio de opções de compra de ações²³⁷.

Outro importante diploma legal de regulação do mercado financeiro e de capitais dos EUA foi o *Dodd-Frank Wall-Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010, editado em resposta à crise de 2008, resultante do *default* em empréstimos hipotecários de alto risco concedidos sem as devidas garantias, os quais haviam originado títulos securitizados, que, por sua vez, lastravam contratos derivativos, acarretando o colapso de diversas instituições financeiras e a substancial deterioração de mercados de capitais ao redor do mundo²³⁸.

Diante da severidade da crise, agravada pela ausência de normas regulatórias adequadas, buscou-se, com aquele diploma legal, promover uma “*abrangente reformulação da regulação financeira dos EUA, uma transformação em escala não vista*”

²³³ ARMOUR, John; e McCAHERY, Joseph A. (orgs.). *After Enron: Improving Corporate Law*, cit., p. 11; RIBSTEIN, Larry E. *Sarbanes-Oxley After Three Years*. In *U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE05-016*, 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=746884>; ROMANO, Roberta. *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, In *NYU, Law and Econ Research Paper 04-032*, 2004, disponível em <http://ssrn.com/abstract=596101>; AGUILERA, Ruth. *Corporate Governance and Director Accountability: an Institutional Comparative Perspective*. In *British Journal of Management*, V. 16, 2005, pp. 39–53; JAIN, Pankaj K.; e REZAEE, Zabihollah. *The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Security Market Behavior: Early Evidence. Working Paper*, Maio, 2005 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=498083>).

²³⁴ BEBCHUK, Lucian A. *The Case for Shareholder Access to the Ballot*. In *The Business Lawyer*, Vol. 59, 2003, pp. 43-66.

²³⁵ COX, James D. *The Oligopolistic Gatekeeper: The US Accounting Profession*. ARMOUR, John e McCAHERY, Joseph A. (orgs.), *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford: Hart Publishing, 2006, Capítulo IX.

²³⁶ KRAAKMAN, Reinier. *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*. In FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus J.; WINTER, Jaap; e WYMEERSCH, Eddy (orgs.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford University Press, 2004.

²³⁷ JOHNSON, Shane A.; RYAN JR., Harley E.; e TIAN, Yisong S. *Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter*. EFA 2006 Zurich Meetings, 2008 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=395960>).

²³⁸ Para um relato mais aprofundado da crise financeira de 2008, cf. STIGLITZ, Joseph. *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York: W.W. Norton & Company, 2010.

desde as reformas que se seguiram à Grande Depressão”²³⁹, de modo a “promover a estabilidade financeira dos EUA, por meio do aperfeiçoamento da prestação de contas e transparência do sistema financeiro, acabar com o ‘muito grande para quebrar’, proteger o contribuinte norte-americano ao encerrar as operações de resgate de instituições financeiras em crise, proteger consumidores de práticas abusivas no setor de serviços financeiro, dentre outras finalidades.”²⁴⁰

Além das diversas normas nele contidas, o *Dodd-Frank Act* exigiu intensa atividade regulatória por parte das múltiplas entidades incumbidas da supervisão do mercado de capitais²⁴¹ dos EUA, a qual persiste até hoje.

Apesar de não aparentar em uma primeira análise, referidos diplomas legais causaram, sim, impactos na estrutura de controle das companhias listadas nos EUA, especialmente no que se refere ao ponto central deste trabalho, ao *reduzirem a disponibilidade* de alguns instrumentos jurídicos que permitiam revestir o poder de controle de um mais alto grau de concentração, viabilizando a extração de benefícios privados *excessivos* e permitindo que o controlador (fosse ele acionista ou não) mantivesse o *status quo*.

Exemplo claro nesse sentido é a proibição de empréstimos entre companhias listadas e seus administradores, os quais permitiam, de modo indireto, que aqueles agentes ampliassem sua participação nos resultados econômicos gerados pela sociedade (muitas vezes se beneficiando de taxas de juros mais favorecidas), sem uma exposição ao risco empresarial compatível.

O mesmo pode ser dito a respeito das crescentes limitações a instrumentos de remuneração variável de executivos, muitos dos quais capazes, igualmente, de promover a

²³⁹ OBAMA, Barak. *Remarks by the President on 21st Century Financial Regulatory Reform*. Discurso proferido pelo Presidente dos EUA em 17 de junho de 2009, disponível em http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-of-the-President-on-Regulatory-Reform/ (acesso em 30 de dezembro de 2014).

²⁴⁰ Nota introdutória ao *Dodd-Frank Wall-Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010, disponível em <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/html/PLAW-111publ203.htm> (acesso em 30 de dezembro de 2014).

²⁴¹ A expressão “mercado de capitais” é empregada ao longo deste trabalho em sua acepção mais ampla, abrangendo tanto o “mercado financeiro”, quando o “mercado de valores mobiliários” propriamente dito.

extração *excessiva* de benefícios particulares, em desproporção às contribuições daqueles mesmos executivos à organização empresarial.

3.2.6 Síntese conclusiva

Conforme ressaltado no início deste Capítulo, os fatores políticos exercem influência significativa sobre a evolução normativa e o desenvolvimento do mercado de capitais nos EUA, contribuindo para uma mais acentuada dispersão do capital votante das grandes companhias listadas e, conseqüentemente, para a prevalência do controle gerencial.

São dignos de nota, com efeito, a aversão às diversas modalidades de concentração do poder de controle, combatidas por meio da atuação de grupos de pressão, a favorecer, juntamente com as características inerentes do federalismo norte-americano, uma maior descentralização da atividade regulatória e da produção normativa também em se tratando do mercado de capitais²⁴².

Vale dizer, a breve retrospectiva histórica da experiência norte-americana demonstra que a estrutura de controle dominante resultou não apenas de um conjunto específico de normas de regulação do mercado de valores mobiliários e proteção a investidores, mas, também, de políticas públicas claramente voltadas à *desconcentração* do poder econômico e à limitação de abusos por parte de seu titular.

A perseguição desses objetivos fica clara desde a edição de normas protetivas ainda no início do Século XX, a permitir a aquisição de participações menos expressivas, em um maior número de companhias (diversificação de portfólio), até a imposição de limitações à expansão das atividades de instituições financeiras, especialmente dos bancos, restringindo a aquisição de participações mais significativas em companhias listadas não-financeiras.

O aumento da capitalização de mercado das companhias listadas, bem como a frequência com que eram realizadas operações de concentração empresarial, em momentos

²⁴² Cf. ROE, Mark J.. *A Political Theory of American Corporate Finance*, cit., pp. 32-45.

tão distintos quanto a década de 1920 e os anos 1980, também contribuiu para a maior dispersão da propriedade acionária nas grandes companhias listadas norte-americanas.

A soma desses fatores, aliada a um conjunto normativo centrado na garantia de prerrogativas decisórias aos administradores (*management oriented model*, portanto) contribuiu, por muito tempo, para a maior passividade dos acionistas, levando ao absenteísmo nas assembleias gerais e à dominação, de fato, pelos *managers*²⁴³.

Esse absenteísmo, no entanto, vem sendo gradativamente mitigado nos últimos anos, em razão do surgimento de investidores institucionais, a prover os investidores institucionais detentores de participações mais expressivas dos incentivos necessários a uma maior atuação na esfera das companhias investidas (objeto de maiores considerações no item 3.4.2 a seguir), levando ao surgimento do que se denominou “a nova *corporation*”, verificada também no RU.

3.3 Modelo Britânico: principais condicionantes

Não obstante os EUA sejam também filiados à tradição britânica do direito comum (*common law*), não compartilharam, ao longo do Século XX, do mesmo grau de liberalismo em matéria de regulação de companhias listadas e demais atores dos mercados financeiros e de capitais, exemplificado pela supressão praticamente total dos controles de câmbio e das restrições a investimentos estrangeiros no RU desde 1979.²⁴⁴

Em consequência da *soft regulation*²⁴⁵, sempre houve no RU uma maior propensão à formação de grandes conglomerados financeiros²⁴⁶, diferentemente dos EUA, em que uma regulação mais intrusiva e a fragmentação daquelas instituições prevalece desde a promulgação do *Glass-Steagall Act* de 1933. Da mesma forma, a autorregulação

²⁴³ GOUREVITCH, Peter A.; e SHINN, James. *Political Power and Corporate Control*, cit., pp. 243 e ss.

²⁴⁴ AMAL, Mohamed; MEURER, Roberto; e KEGEL, Patrícia L. *O Impacto da União Monetária sobre os Fluxos de Capital Internacional*. In *Revista de Economia & Relações Internacionais*, vol.7(14), 2009, pp. 22 e 23.

²⁴⁵ Essa tradição tem sido comprovada por recentes estudos empíricos. Cf., a propósito, JACKSON, Howell E. *An American Perspective on the U.K. Financial Services Authority: Politics, Goals & Regulatory Intensity*. In *John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Harvard Law School, Discussion Paper n. 522, ago., 2005*, pp. 30-44, disponível em <http://ssrn.com/abstract=839284>.

²⁴⁶ Cf. a Diretiva 2002/87/CE dispondo, inclusive, sobre a regulação de conglomerados financeiros.

tradicionalmente ocupa um espaço mais central no RU, diferentemente dos EUA, não obstante ali tenha também se desenvolvido.

Essa abordagem jurídica distinta refletia, em larga medida, as particularidades de cada sistema político-partidário, com destaque para uma maior unidade política do RU, que se contrapõe à descentralização de competências típica do federalismo norte-americano²⁴⁷, a permitir que forças locais exerçam uma maior pressão sobre os agentes políticos, na defesa de seus interesses particulares²⁴⁸. A situação se inverte, no entanto, em se tratando de partidos políticos, uma vez que no RU não prevalece o bipartidarismo estrito norte-americano, diante, inclusive, do apoio recentemente amealhado por partidos antes excluídos do jogo político²⁴⁹.

Note-se, ainda, que a dispersão acionária média das companhias listadas britânicas sofreu *incremento substancial* ao longo do Século XX²⁵⁰, período durante o qual as normas legais de proteção de investidores do RU se mostravam insuficientes.

Tal fato contraria a teoria de LLS e LLSV²⁵¹, segundo a qual os países filiados à tradição do direito comum assegurariam, necessariamente, uma tutela mais efetiva dos minoritários, a qual, por sua vez, seria pré-requisito necessário de uma maior pulverização do capital.

Além do desenvolvimento tardio de normas de proteção a investidores no RU, o emprego de instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas foi disseminado por um certo período, com destaque

²⁴⁷ TAYLOR, Jeff. *Politics on a Human Scale: The American Tradition of Decentralism*. Lanham: Lexington Books, 2013; e GERSTON, Larry N. *American Federalism: A Concise Introduction*. Armonk: M.E. Sharp, 2007.

²⁴⁸ Cf. ROE, Mark J. *A Political Theory of American Corporate Finance*, cit., pp. 45-48.

²⁴⁹ “Ukip is now more popular than Labour: Nigel Farage gets polls boost as Ukip surges ahead” (Daily Express, 24.11.2014, disponível em <http://www.express.co.uk/news/politics/539175/Boost-Farage-Ukip-second-Tories>).

²⁵⁰ FRANKS, Julian R.; MAYER, Colin; ROSSI, Stefano. *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom*. In MORCK, Randall K. (org.) *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago Press, 2005, pp. 586 e ss., Capítulo disponível em <http://www.nber.org/chapters/c10277>.

²⁵¹ MORCK, Randall K.; STEIER, Lloyd. *The Global History of Corporate Governance: An Introduction*. In MORCK, Randall K. (org.) *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago Press, 2005, pp. 24 e ss., Capítulo Introdutório disponível em <http://www.nber.org/chapters/c10267>.

para grupos de sociedades sob estrutura piramidal, especialmente a partir dos anos 1950²⁵², não obstante tais arranjos tenham sido praticamente extintos alguns anos depois.

Conforme será apontado adiante, a atuação dos investidores institucionais foi decisiva para reverter o quadro desfavorável então existente, tendo contribuído para a conformação do poder de controle hoje prevalecente no RU²⁵³ e sinalizando o caminho a seguir, diante do surgimento da “nova *corporation*” de ambos os lados do Oceano Atlântico.

Da mesma maneira, como será apontado a seguir, os elevados padrões éticos impostos pela autorregulação britânica teriam sido um fator adicional a contribuir para a gradativa eliminação dos instrumentos de dissociação utilizados para maximizar a concentração do poder e proteger o acionista controlador.

Vale dizer, a maior dificuldade em extrair benefícios particulares de controle excessivos no RU teria atuado como uma espécie de *incentivo* aos acionistas controladores, a fim de que abdicassem daqueles instrumentos, ou mesmo alienassem o excedente de controle em bolsa de valores, valendo-se da alta liquidez do mercado acionário para diversificar seu portfolio de investimentos.

Daí o surgimento – tardio no RU, em comparação com os EUA – de companhias com acentuada dispersão acionária, em substituição à conformação de capital anterior, onde prevalecia, mesmo dentre as companhias listadas de grande porte, uma maior concentração de poderes e a presença de acionistas titulares da maioria das ações em circulação.

De todo modo, além de permitir que se identifique essas diferenças gerais, a breve retrospectiva histórica feita a seguir – iniciando-se, como será visto, em período anterior – permite jogar luzes sobre a primeira nação industrial e um tradicional centro financeiro global, onde atuam instituições financeiras altamente internacionalizadas, muitas delas estabelecidas enquanto havia um “*vasto Império, no qual o sol nunca se põe e cujos*

²⁵² MORCK, Randall K.; STEIER, Lloyd. *The Global History of Corporate Governance: An Introduction*, cit., pp. 24-25.

²⁵³ V. DAVIES, Paul L. *Institutional Investors: a U.K. View*. In 57 *Brook. L. Rev.* 129 1991-1992, disponível em <http://heinonline.org>.

limites a natureza ainda não estabeleceu”²⁵⁴, com sua metrópole situada “(...) *entre Nova Iorque e Tóquio*”²⁵⁵.

3.3.1 Breve retrospectiva histórica²⁵⁶

A regulação financeira no RU teve suas origens em 1689, com a ascensão conjunta do Rei William III e da Rainha Mary II ao trono da Inglaterra, por meio da denominada “Revolução Gloriosa”, em um momento de fragilidade das finanças reais. Diante do estado de desordem do sistema de moeda e crédito então existente, via-se na criação de um banco nacional a saída para a mobilização dos recursos do Reino, especialmente para a reconstrução da frota naval inglesa, dizimada pelos franceses na batalha de Bévésiers em 1690.

O escocês William Paterson, que havia feito fortuna no comércio com as Índias Ocidentais, retorna ao Reino Unido após a tentativa fracassada de constituir uma colônia britânica no istmo do Panamá, denominada “Nova Caledônia”. W. Paterson foi o principal artífice da criação do Banco da Inglaterra, por meio da emissão de títulos e captação junto ao público, em poucas semanas, de cerca de £1,200.000 em valores da época, de modo que os subscritores passassem a participar do capital do “*The Governor and Company Bank of England*”, constituído em julho de 1694.²⁵⁷

Naquele momento, o recém criado Banco da Inglaterra, apesar de autorizado a operar como banco comercial, atuava preponderantemente como agente financeiro da Coroa em tempos de guerra e paz, concedendo-lhe empréstimos, administrando seus recursos e emitindo moeda.

²⁵⁴ MACARTNEY, George. *An Account of Ireland in 1773 by a Late Chief Secretary of that Kingdom*. s.l : s.n., 1773, p. 55; *apud* KENNY, Kevin. *Ireland and the British Empire*. New York: Oxford University Press, 2006, p. 72, nota n. 22.

²⁵⁵ PRABHAKAR, Raul. *And Then There Was One: Conglomeration, Internationalization & The Formation of Consolidated Financial Supervisors*, Tese apresentada ao Harvard College, março de 2009, p. 63.

²⁵⁶ Parte relevante das considerações integrantes deste item são provenientes de trabalho de nossa autoria intitulado “*Regulação e Autorregulação do Mercado Financeiro e de Valores Mobiliários no Plano Internacional: Reino Unido*”, apresentado em 28 de abril de 2010 no âmbito da Disciplina DCO5791 “*O Mercado de Capitais no Direito Comercial Comparado I: Regulação e Auto-Regulação*”, ministrada pelos Ilustres Profs. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, Marcos Paulo de Almeida Sales e Mauro Rodrigues Penteado e integrante do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo.

²⁵⁷ A autorização da Coroa Britânica (“*Royal Charter*”) foi concedida em 27 de julho de 1694.

A concessão desmesurada de empréstimos a fundo perdido fez, no entanto, com que o Banco enfrentasse severas dificuldades financeiras, agravadas pela utilização de parcela substancial das reservas de ouro para financiar a “Guerra dos Nove Anos” contra a França.

Em resposta, as operações bancárias passaram, a partir de 1844, a estar separadas da emissão de moeda, não obstante ambas continuassem sob responsabilidade da Coroa inglesa. Dali em diante e afim de conter novos desequilíbrios financeiros a emissão de moeda passou a estar atrelada às reservas de metal detidas pelo Banco, dando origem ao “Padrão Ouro” subsequentemente adotado em todo mundo.

O século XIX marca o início da atuação do Banco da Inglaterra como “garantidor de última instância” do sistema financeiro local, assegurando estabilidade aos agentes econômicos e atuando na contenção de pressões inflacionárias em um período de sucessivas crises, especialmente no decorrer da Primeira Guerra Mundial, quando a dívida interna britânica atingiu a expressiva cifra de £7 bilhões.

3.3.2 Desenvolvimento do mercado de valores mobiliários

Pode-se dizer que a Inglaterra foi a primeira nação a desenvolver um verdadeiro mercado consumidor interno²⁵⁸, em finais do Século XIX, como decorrência das profundas transformações havidas, a situá-la como primeira economia industrial moderna de que se tem notícia.

O surgimento das primeiras fábricas, por sua vez, contribuiu para um maior afluxo de pessoas às cidades, as quais, além de proverem a mão de obra necessária, também consumiam alguns dos produtos manufaturados²⁵⁹.

²⁵⁸ Cf. CHEFFINS, Brian R. *Putting Britain in the Roe Map: the Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom*. s.l. : s.n., fev., 2000, p. 15 disponível em <http://ssrn.com/abstract=218655>.

²⁵⁹ PENTEADO, Arthur B. *Aspectos Jurídicos da Estrutura da Propriedade Acionária*, cit., p. 45.

Assim é que, em 1880, a LSE já abrigava o maior e mais sofisticado mercado de capitais do mundo²⁶⁰, transacionando volume significativo de títulos de dívida principalmente, mas também de ações.

O crescimento do mercado de valores mobiliários, naquele momento, também resultava da maior facilidade de ingresso e permanência de companhias na LSE²⁶¹, diante da ausência de regras a exigir uma maior transparência e prestação de informações a investidores, regras essas que já existiam no mercado norte-americano.

No RU, tanto quando nos EUA, o papel dos bancos junto às companhias listadas era bastante reduzido. Embora não houvesse normas legais restringindo a aquisição de participação acionária, ou a concessão de empréstimos, as instituições financeiras britânicas eram notoriamente adversas ao estabelecimento de relações negociais mais próximas junto às participantes do mercado de valores mobiliários.

Como salienta Brian Cheffins²⁶², os banqueiros britânicos “(...) *davam muita importância à necessidade de manter a confiança do público na capacidade de pagamento das instituições financeiras, o que criavam uma forte tendência em favor de uma maior liquidez. Influenciados por esse conservadorismo, os bancos que realizavam empréstimos corporativos exigiam que a tomadora constituísse uma provisão contábil para repagamento imediato, caso necessário. Além disso, a titularidade de ações emitidas por companhias listadas era simplesmente descartada, por razões ligadas à falta de liquidez e ao elevado risco de tais ativos. O desenvolvimento de um alto grau de interdependência com a indústria não era considerada, portanto, uma finalidade legítima dos bancos comerciais.*” (grifos nossos)

Esse maior distanciamento dos bancos, também verificado nos EUA – mas por razões diversas²⁶³ - fez com que as companhias listadas britânicas tivessem de prosperar independentemente de um maior respaldo por parte das instituições locais²⁶⁴, diante da

²⁶⁰ *Idem.*

²⁶¹ Cf. COFFEE, John C. Jr. *The Rise of Dispersed Ownership*, cit. p. 39.

²⁶² CHEFFINS, Brian R. *Putting Britain in the Roe Map*, cit., pp. 27-28.

²⁶³ Cf. Item 3.2 do presente.

²⁶⁴ PENTEADO, Arthur B. *Aspectos Jurídicos da Estrutura da Propriedade Acionária*, cit., p. 44.

baixa concessão de empréstimos e do desinteresse em adquirirem participações acionárias diretamente, não obstante essas fossem permitidas no RU.

3.3.3 Reformas posteriores ao *crash* da NYSE

É somente a partir de 1920 que o Banco da Inglaterra - ainda mantendo suas feições privadas - deixa, gradativamente, de atuar como instituição financeira provida de carteira comercial, concentrando-se nas atividades mais afeitas às de um Banco Central típico.

Passa, inclusive, a editar normas de regulação do mercado financeiro e de capitais, com características mais liberais e menos intervencionistas do que aquelas existentes nos EUA até mesmo após o *crash* da Bolsa de Nova Iorque de 1929, o que contribuiu, inclusive, para a migração ao RU de diversas instituições financeiras norte-americanas, por meio da transferência de suas sedes, em busca de um ambiente regulatório que julgavam ser mais adequado²⁶⁵.

O Padrão Ouro é finalmente abandonado em 1931, com a criação do Tesouro Nacional britânico, mediante a realocação de reservas financeiras antes detidas pelo Banco da Inglaterra, sem que deixassem, no entanto, de estar sob sua administração, o que persiste até hoje.

A partir daí o Banco da Inglaterra passa a gozar de maior autonomia na regulação do mercado financeiro e de capitais - não afetada por sua “nacionalização” ocorrida no ano de 1946, durante um governo sob liderança do Partido Trabalhista - a contribuir para o papel fundamental por ele desempenhado na contenção dos efeitos das crises internacionais dos anos 1970 e também na década seguinte, quando os temas tradicionais de política monetária passaram a ter maior destaque na opinião pública britânica.

Note-se, entretanto, que a maior autonomia do Banco da Inglaterra *não* ensejou uma atividade regulatória mais intensa, tendo o RU se caracterizado, ao longo do tempo,

²⁶⁵ Cf. MORAN, Michael. *The Politics of the Financial Services Revolution*. New York: St. Martin's Press, 1991, p. 56.

pela proeminência de normas de autorregulação em cotejo com aquelas emanadas de órgãos reguladores propriamente ditos.

Tanto assim que “a primeira iniciativa abrangente voltada à criação de um sistema unificado de regulação, baseado em lei, para substituir os dispersos e mal coordenados arranjos corporativistas que anteriormente existiam no setor de serviços financeiros”²⁶⁶ consistiu na edição do *Financial Services Act - FSAct* em 1986, por meio do qual foram formalmente reconhecidas as atribuições regulatórias do Banco da Inglaterra e criada a *Securities and Investments Board – SIB*, primeiro ente governamental de regulação do mercado de valores mobiliários, a qual atuava em conjunto com entidades já então tradicionais de autorregulação como o *Panel on Takeovers and Mergers*, instituído em 1968.

A criação da SIB teve por objetivo promover uma maior centralização da produção normativa até então dispersa entre diferentes entidades, sem, no entanto, eliminá-las ou afastar o caráter proeminente das normas de autorregulação²⁶⁷ dos mercados financeiro e de valores mobiliários.

Afinal, o FSAct replicava, em grande medida, iniciativas regulatórias havidas no EUA no mesmo período²⁶⁸, caracterizadas por uma abordagem demasiadamente branda e aparentemente pouco eficiente para conter as crises financeiras que eclodiram no RU nos anos seguintes.

3.3.4 Regulação em tempo de crises

A primeira dessas crises teve seu auge em 1991 e envolveu o *Bank of Credit and Commerce International - BCCI*, instituição financeira internacional de grande porte sediada em Londres. No início da década de 1980 o BCCI atuava em 78 países, por meio

²⁶⁶ MORAN, Michael. *The Politics of the Financial Services Revolution*, cit., pp. 57-58.

²⁶⁷ V. RIDER, Barry A. K.; CHAIKIN, David A.; e ABRAMS, Charles. *Guide to the Financial Service Act 1986*. s.l. : CCH Editions, 1987.

²⁶⁸ “Reagan Did It” (New York Times, 31.05.2009, disponível em http://www.nytimes.com/2009/06/01/opinion/01krugman.html?_r=2&, consultado em 17 de novembro de 2014).

de mais de 400 filiais, sendo então o sétimo maior banco mundial em volume de ativos, superiores a US\$ 20 bilhões.

Após extensas investigações, verificou-se que a alta administração do BCCI havia praticado diversas fraudes e crimes financeiros, consistentes na *“manipulação de informações contábeis, especialmente envolvendo créditos podres, registro de lucros fictícios e ocultação de prejuízos, empréstimos fictícios em conexão com operações de recompra de ações, apropriação indébita de quantias mantidas sob depósito, cobrança de tarifas fictícias, passivos não registrados, falsas capitalizações, transações não registradas ou falsas, falsificação de comprovantes de propriedade de ações, falsificação de pareceres de auditores independentes, falsificação de contratos, dentre outras.”*²⁶⁹

Os graves ilícitos envolvendo o BCCI abalaram a credibilidade do Banco da Inglaterra, especialmente diante de evidências de que teria se omitido, apesar de ter conhecimento prévia de sua ocorrência.

Com efeito, uma reportagem da revista *“The Economist”* de julho daquele ano dava conta de que *“desde 1988 os reguladores [Banco da Inglaterra, principalmente] receberam dez relatórios dos auditores do BCCI, PriceWaterhouse, descrevendo atos de má gestão financeira e práticas contábeis heterodoxas. O mais incriminador foi um relatório de 83 páginas com a descrição de atos de malversação de recursos apresentado em março de 1990”*.²⁷⁰

Também em 1991 descobriu-se que Robert Maxwell²⁷¹, controlador do grupo de mídia *Mirror Group Newspapers*, responsável pela publicação de periódicos populares no RU, dentre os quais o *Sunday Mail* e o *Daily Mirror*, havia se apropriado de £ 450 milhões pertencentes a fundos de previdência privada de seus trabalhadores.²⁷²

²⁶⁹ Relatório “Sandstorm”, referido no Relatório do Comitê do Senado Norte-Americano sobre Relações Exteriores, subscrito pelos Senadores John Kerry e Hank Brown, de 1992, disponível em http://web.archive.org/web/20050207214648/http://www.erisk.com/Learning/CaseStudies/ref_case_bceconoci.asp, consultado em 14 de janeiro de 2015).

²⁷⁰ *“The Many Facades of BCCI”* (Revista The Economist, Volume 320, Number 7715, 13.07.1991).

²⁷¹ No mesmo ano, R. Maxwell foi encontrado morto em circunstâncias misteriosas, cf. *“The Mystery of Maxwell’s Death”* (Jornal The Independent, 10.03.2006, disponível em <http://www.independent.co.uk/news/uk/crime/the-mystery-of-maxwells-death-469294.html>).

²⁷² *“Pension Plunderer Robert Maxwell Remembered 20 Years After his Death”* (Jornal The Guardian, 03.11.2011, disponível em <http://www.theguardian.com/media/greenslade/2011/nov/03/pressandpublishing-daily-mirror>, consultado em 14.01.2015).

Naquele momento, os planos de previdência já haviam se disseminado, a partir dos esforços iniciais do governo Margareth Thatcher em 1986, criando condições para que um número expressivo de trabalhadores migrasse do sistema público para o privado²⁷³, não obstante evidências de condutas inadequadas por parte dos agentes econômicos envolvidos.

Tais fatos resultaram em iniciativas de reformulação do arcabouço normativo incidente sobre Fundos de Pensão em geral, resultando na substituição do órgão então regulador pela *Occupational Pensions Regulatory Authority – OPRA* (criada pelo *Pensions Act* de 1995) a qual, por sua vez, foi novamente substituída pelo *Pensions Regulator*, criado em abril de 2005.

O escândalo também levou à renúncia do presidente da *Investment Management Regulatory Organisation – IMRO*, entidade de autorregulação de fundos de investimento então existente, em razão principalmente das falhas na fiscalização dos fundos de previdência de sociedades controladas por R. Maxwell.

O escândalo financeiro de maior destaque foi, no entanto, aquele que envolveu o *Barings*²⁷⁴, mais antigo banco de investimentos do RU, fundado em 1762 e conhecido como “o banco da Rainha”.

Nick Leeson, um jovem operador do mercado financeiro inglês, era a estrela em ascensão da filial do banco em Cingapura, tendo sido responsável, alegadamente, por cerca de 10% dos lucros daquela instituição financeira no ano de 1993.

No ano seguinte a situação se inverteu – dramaticamente - tendo a filial em questão sofrido prejuízos de aproximadamente £ 208 milhões, em razão de uma série de operações de alto risco conduzidas por Leeson, em volumes significativos e sem a devida cobertura (*hedge*). Relatos daquele período²⁷⁵ evidenciam que ele apostava na manutenção das

²⁷³ Cf. o item 3.4.4 deste trabalho.

²⁷⁴ Para uma descrição mais detalhada, cf. KORNERT, Jan. *The Barings Crises of 1890 and 1995: Causes, Courses, Consequences and the Danger of Domino Effects*. In *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 13, n. 3, jul., 2003.

²⁷⁵ “Leeson’s ‘Bid to be Star Trader Led to Barings Crash’” (Jornal The Straits Times, 19.09.1996, p. 52).

cotações do mercado acionário japonês, antes, porém, que fossem profundamente depreciadas em decorrência do terremoto que devastou a cidade de Kobe no mesmo ano²⁷⁶.

Com o objetivo de recuperar as perdas sofridas pelo banco, Leeson realizou diversas outras operações de risco, acreditando na rápida recuperação do mercado nipônico, o que não ocorreu com a velocidade esperada.

Até que, no início de 1995, após uma auditoria, verificou-se que os prejuízos sofridos pelo *Barings* correspondiam a mais de £ 800 milhões, representando a quase totalidade dos seus ativos naquele momento. A mesma auditoria apurou que tais perdas haviam sido ocultadas por meio de uma rubrica denominada “Conta erro 888888”, existindo suspeitas também de que Leeson teria desviado recursos do *Barings* para contas em paraísos fiscais.

Leeson procurou evadir-se tão logo as fraudes foram descobertas, primeiramente escondendo-se na Ilha de Bornéu, depois em Frankfurt, onde foi preso e extraditado para Cingapura, tendo permanecido na prisão por seis anos e meio.

Diversos administradores de alto escalão do Banco *Barings* também foram responsabilizados pelas fraudes assim como os auditores independentes, muitos dos quais tinham conhecimento de referida conta “888888” e haviam sido negligentes no acompanhamento das operações contratadas por aquele operador.

A crise levou, finalmente, à quebra do *Barings* em fevereiro de 1995, o que resultou na aquisição de seus ativos pelo conglomerado bancário e de seguros holandês *ING* por £ 1,00.

O colapso do “*banco da Rainha*” também causou fortes abalo nas reputações do Banco da Inglaterra e da SIB, em razão de falhas regulatórias a permitir, por exemplo, que uma mesma pessoa (Leeson) atuasse como operador e como operador-chefe, “supervisionando” suas próprias atividades e, em consequência, gozando de autonomia

²⁷⁶ “1995: *Earthquake Devastates Kobe*” (BBC, 17 de janeiro de 1995, disponível em http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/january/17/newsid_3375000/3375733.stm).

praticamente absoluta para tomar decisões capazes de afetar substancialmente o patrimônio daquela instituição.

3.3.5 Criação da FSA

A *débâcle* do Banco *Barings* e os demais escândalos financeiros que a antecederam serviram como ponto de inflexão para reformas na legislação dos mercados financeiro e de valores mobiliários britânicos, voltadas à resolução dos problemas decorrentes da falta de definição clara a respeito das atribuições de cada um dos diversos entes reguladores e autorreguladores²⁷⁷, de modo a aprimorar o arcabouço jurídico vigente, especialmente no que se refere à atuação de conglomerados financeiros internacionais sediados no RU.

Assim é que, em maio de 1997, Gordon Brown, então *Chancellor of the Exchequer* (cargo equivalente ao de Ministro da Fazenda) e futuro Primeiro-Ministro, anunciou a unificação dos órgão de regulação e de algumas entidades de autorregulação do mercado financeiro e de valores mobiliários do RU.

Em consequência, o Banco da Inglaterra deixou de deter atribuições regulatórias, passando a funcionar exclusivamente como agente governamental formulador de políticas econômicas e monetárias, tendo sido criado, a partir da SIB, um novo órgão de regulação único.

Pouco após, em outubro de 1997, foi instituída a *Financial Services Authority* – *FSA*, por meio da transformação da SIB e da absorção de 07 (sete) diferentes reguladores, quais sejam:

²⁷⁷ “Os arranjos atuais da regulação financeira envolvem um grande número de reguladores, cada um responsável por diferentes setores da indústria. Em anos recentes houve uma dissipação das distinções entre diferentes tipos de serviços financeiros: bancos, *bulding societies*, firmas de investimentos, companhias de seguros e outras. Isso adiciona maior complexidade à regulação financeira. O governo entende que o atual sistema é custoso, ineficiente e confuso, para os agentes regulados e para os aplicadores/consumidores. Ele não está apresentando o padrão de regulação e proteção ao investidor que o público tem o direito de esperar. Nós estabelecemos, em consequência, um único regulador para a indústria de serviços financeiros no Reino Unido, criado e disciplinado por lei, com objetivos regulatórios claramente definidos e um conjunto de funções e poderes coerentes entre si.” (Relatório de Impacto Regulatório, constante do Projeto de Lei apresentado pelo Tesouro Nacional que resultou no *Financial Services and Markets Act* de 2000).

- (i) Divisão de supervisão e fiscalização do Banco da Inglaterra (atividades bancárias);
- (ii) *Personal Investment Authority – PIA* (consultores de investimentos em geral);
- (iii) *Investment Management Regulatory Organisation – IMRO* (fundos de investimento e fundos de previdência privada) ;
- (iv) *Securities and Futures Authority – SFA* (mercados futuros e derivativos);
- (v) Comissão de *Building Societies* (espécies de cooperativas de financiamento imobiliário);
- (vi) Diretoria de Seguros do Departamento de Comércio e Indústria; e
- (vii) Comissão de *Friendly Societies* (espécies de cooperativas de crédito e financiamento, de fins benemerentes).

É de se notar que outras atividades econômicas, como as de previdência privada, permaneceram submetidas a um sistema regulatório apartado, sob responsabilidade do órgão governamental denominado *Pensions Regulator*, assim como a autorregulação de operações de transferência de controle, fusões, incorporações e reorganizações societárias envolvendo companhias abertas, a cargo do tradicional *Panel on Takeovers and Mergers*, dentre outras.

3.3.6 Promulgação do FSMAAct de 2000

Em julho do ano subsequente o projeto que veio a originar a nova lei de regulação dos mercados financeiro e de valores mobiliários é colocado em audiência pública, resultando na promulgação, em 2000²⁷⁸, do *Financial Services and Markets Act*

²⁷⁸ Mas com vigência a partir de 1º de dezembro de 2001.

(“FSMAct”), o qual reconheceu a FSA como então regulador estatal único dos mercados financeiro e de valores mobiliários no RU.²⁷⁹

Pretendia-se, a partir de então, evitar conflitos regulatórios, de modo a permitir que conglomerados atuantes em diferentes setores passassem a estar submetidos a uma supervisão mais abrangente e efetiva, em razão, inclusive, dos ganhos de escala e escopo provenientes de uma mais eficiente alocação de recursos.

Conforme estabelecido pelo FSMAct, a regulação editada pela FSA deveria se voltar aos seguintes objetivos:

- (i) manutenção da confiança no sistema financeiro e no mercado de valores mobiliários;
- (ii) estabilidade do sistema financeiro;
- (iii) promoção do conhecimento do sistema financeiro e do mercado de valores mobiliários pelo público em geral;
- (iv) assegurar um grau mais adequado de proteção aos consumidores; e
- (v) redução de crimes financeiros.

A fim de atingir tais objetivos, o FSMAct estabeleceu os seguintes princípios de “boa regulação”:

- (i) utilização dos recursos orçamentários da forma mais eficiente possível;
- (ii) responsabilização dos administradores das entidades reguladas, sem interferência nas decisões negociais que tivessem tomado (*business judgement rule*);

²⁷⁹ FERRAN, Eilis. *Examining the United Kingdom’s Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model*, In 28 *Brooklin Journal of International Law*, 2003 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=346120>).

- (iii) proporcionalidade entre restrições regulatórias impostas e benefícios esperados;
- (iv) incentivo à inovação por parte das entidades reguladas;
- (v) reconhecimento da inserção internacional do mercado financeiro e de valores mobiliários no RU e incentivo à cooperação com reguladores de outros países, especialmente no âmbito da União Europeia;
- (vi) minimizar os efeitos negativos da regulação na competição entre os agentes de mercado, evitando impor barreiras regulatórias excessivas à entrada e ao desenvolvimento de negócios.

Como se verifica, a manutenção da confiança e estabilidade do sistema financeiro e do mercado de valores mobiliários eram objetivos centrais, diferentemente dos EUA, em que a regulação tradicionalmente prioriza a proteção a correntistas e investidores²⁸⁰. A referência constante do FSMA Act, no sentido de que a autoridade reguladora deve provê-los de um “*grau apropriado*” de proteção, atentando para os princípios de eficiência e proporcionalidade, é um importante exemplo nesse sentido.

Não à toa, a permanência de Londres como um centro financeiro global, assim como o estímulo à inovação e à competitividade dos agentes regulados são elevados à condição de cânones regulatórios, diferentemente dos EUA, em que tais objetivos têm caráter evidentemente secundário.

Ademais, as normas do RU usualmente não fazem qualquer referência à busca de equidade e à redistribuição de renda como objetivos da regulação ou, ainda, à preservação de instituições financeiras regionais de menor porte, como previsto nos EUA, ao menos até 2005²⁸¹.

²⁸⁰ Para uma comparação mais aprofundada da intensidade da regulação dos mercados financeiros e de valores mobiliários no RU e nos EUA, v. JACKSON, Howell E. *An American Perspective on the U.K. Financial Services Authority: Politics, Goals & Regulatory Intensity*. John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Harvard Law School, Discussion Paper n. 522, ago., 2005, pp. 22-24, disponível em <http://ssrn.com/abstract=839284>.

²⁸¹ V. item 3.2 do presente.

Na realidade, a preocupação em preservar a posição proeminente do mercado londrino sugere exatamente o contrário, uma vez que pressupõe uma maior atenção aos grandes conglomerados financeiros com projeção internacional, em detrimento de instituições de menor porte, restritas à esfera local.

Em consequência, pode-se afirmar que a promulgação do FSMA Act de 2000 não contrariou a tendência histórica de uma regulação menos intensiva e intrusiva no RU (*soft regulation*), resultante, inclusive, da exigência legal da análise de custo benefício na edição de normas, em busca de maior eficiência no dispêndio de recursos.

Uma determinação como essa seria contrária à tradição regulatória dos EUA, onde, até os dias atuais, a atividade regulatória é fragmentada entre uma plêiade de órgãos, cada qual dispondo de competências distintas e dotações orçamentárias próprias, o que, por si só, pode constituir estímulo adicional à edição de uma maior quantidade de normas regulatórias.

3.3.7 Reações à crise financeira de 2008. Extinção da FSA

Parece existir um consenso no sentido de que a FSA agiu de forma insuficiente para evitar os efeitos da crise global de 2008 no sistema financeiro britânico.²⁸² A regulação branda por ela empreendida teria, inclusive, contribuído para a precipitação da crise, permitindo práticas bancárias irresponsáveis, que levaram ao encolhimento do mercado imobiliário e a níveis elevados de desemprego, especialmente nos setores financeiros e da construção civil.²⁸³

Dentre as medidas tomadas pelo governo britânico e pela FSA para conter os efeitos da crise de 2008, as que ensejaram maiores críticas àquele órgão de regulação foram:

²⁸² Cf. TURNER, Jonathan A. *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*. s.l. : s.n., mar., 2009 (disponível em http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf).

²⁸³ *Idem*.

(i) a “nacionalização” do Banco *Northern Rock* em março de 2008, após uma severa crise de liquidez, com a aquisição, pelo Banco da Inglaterra, da totalidade de seu capital, pelo montante de cerca de £ 24 bilhões²⁸⁴;

(ii) a “nacionalização” de *Royal Bank of Scotland* (“RBS”), *Lloyds TSB* (“Lloyds”) e *Halifax-Bank of Scotland* (“HBOS”), mediante pagamentos da ordem de £ 37 bilhões. Diferentemente do que ocorreu com relação ao *Northern Rock*, o RU não adquiriu todas as ações de emissão dessas instituições, passando a deter 60% do capital do RBS e 40% do capital do conglomerado resultante da união do *Lloyds TSB* com o *HBOS*. De todo modo, entende-se a *débâcle* dessas instituições financeiras - e os dispêndios de recursos públicos que dela se seguiram - poderia ser evitada, ou ter seus efeitos nocivos ao menos mitigados, caso a FSA tivesse estabelecido exigências mais rigorosas de capital mínimo²⁸⁵.

Em março de 2009 o Chairman da FSA divulga ao público relatório a respeito da crise (o célebre “*Turner Review*”²⁸⁶), no qual reconhece que a estratégia de “regulação branda” falhou e que aquele órgão deve, dentre outras medidas:

- (i) aumentar as exigências de capital mínimo;
- (ii) fiscalizar com maior intensidade as agências de avaliação de riscos (*rating*);
- (iii) restringir planos prevendo remuneração de administradores em patamares considerados excessivos;
- (iv) analisar mais intensamente informações contábeis e demonstrações financeiras de instituições financeiras; e

²⁸⁴ Após auditoria interna conduzida naquele mesmo mês a FSA divulgou comunicado ao público reconhecendo que a fiscalização do *Northern Rock* não foi “adequada” e que faltou “qualidade, intensidade e rigor”, admitindo não ter trabalhado de forma suficiente com a direção do banco para determinar a sua “vulnerabilidade” em decorrência da crise mundial. Apesar disso, a FSA manifestou que a supervisão do *Northern Rock* não refletia as práticas habituais daquele órgão regulador. Para maiores informações, cf. V., a propósito, “*Regulador financeiro inglês admite erros em supervisão do Northern Rock*” (Jornal A Folha de S. Paulo, 26.03.2008, consultado em 12 novembro de 2014).

²⁸⁵ TURNER, Jonathan A. *The Turner Review*, cit.

²⁸⁶ *Idem*.

(v) intensificar a cooperação com outros órgãos reguladores europeus e dos demais países.

O mesmo Relatório também propunha a criação de um órgão multinacional independente com atribuições regulatórias, a fim de estabelecer parâmetros de conduta e fiscalizar as instituições financeiras com atuação multinacional no âmbito da União Europeia.

A crise ensejou a promulgação do *Banking (Special Provisions) Act* de 2008, seguido do *Banking Act* de 2009, objetivando, principalmente, instituir um regime especial de intervenção e liquidação de instituições financeiras em crise, de caráter permanente.

Finalmente, os abalos à credibilidade da FSA, resultantes do insuficiente combate aos efeitos da crise de 2008, motivaram a apresentação de propostas de realocação de suas atribuições regulatórias, as quais culminaram na edição do *Financial Services Act* de 2012, as repartindo entre o Banco da Inglaterra e duas novas agências recém-criadas (a *Prudential Regulation Authority* e a *Financial Conduct Authority*).

3.3.8 Síntese conclusiva

São distintos os caminhos que conduziram à elevada dispersão de capital - e, conseqüentemente, ao surgimento do controle gerencial – nas companhias listadas de grande porte dos EUA e RU²⁸⁷.

Apesar de o primeiro impulso à dispersão ter resultado, igualmente, da emissão de quantidade adicional de ações, utilizadas como “moeda de troca” para a aquisição de

²⁸⁷ Conforme salientam Julian R. Franks et. al., com percuciência e indisfarçável senso de humor, “o Reino Unido é uma terra estranha. Ele não apresenta concentração da propriedade acionária; a maioria dos países sim. Ele não apresenta estruturas piramidais; a maioria dos países sim. A propriedade de ações por famílias é de reduzida significância; na maioria dos países é de extensa importância. Existem poucas estruturas acionárias duais; em diversos países elas são muitas. Existe um mercado ativo de poder de controle; em outros lugares, ele é praticamente inexistente.” (FRANKS, Julian R.; MAYER, Colin; ROSSI, Stefano. *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom*. In MORCK, Randall K. (org.) *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago Press, 2005, p. 582, Capítulo disponível em <http://www.nber.org/chapters/c10277>).

outras companhias por meio de operações de concentração empresarial (inicialmente, fusões e incorporações e, em seguida, aquisições hostis do poder de controle)²⁸⁸, seu desenrolar seguiu roteiros diversos.

De todo modo, assim como nos EUA, a modificação dos padrões de dispersão da propriedade acionária no RU – de um cenário de maior concentração, à semelhança daquele que já prevalecia nos países da Europa Continental²⁸⁹, para a pulverização que hoje se verifica – decorreu, em larga medida, da “*imensa quantidade*”²⁹⁰ de operações de concentração empresarial ocorridas no início do Século XX, especialmente por volta de 1900, 1920 e 1930²⁹¹, muitas das quais originaram alguns grupos que hoje dominam a cena empresarial britânica.

Se, em um primeiro momento, tais operações eram procedidas de modo “amigável”, mediante negociação prévia envolvendo as companhias participantes, seus administradores e principais acionistas, a partir dos anos 1950 muitas delas passaram a caracterizar-se como *take-overs* hostis.

O surgimento dessa modalidade de aquisição, por sua vez, resultou da introdução de normas jurídicas garantindo maior transparência e acesso a informações financeiras por parte do público investidor em geral, como decorrência da promulgação do *Companies Act* de 1948²⁹².

Em consequência, ofertantes em potencial passaram a dispor de informações suficientes para permitir que agissem sem a necessidade de um contato prévio com os representantes da companhia-alvo, valendo-se, assim, do “efeito surpresa” sempre procurado em operações do gênero²⁹³.

²⁸⁸ Afinal, no RU de então “*ações eram emitidas não apenas para atender necessidade de financiamento interno, mas, ao invés disso, para permitir a aquisição de outras companhias.*” (FRANKS, Julian R.; MAYER, Colin; ROSSI, Stefano. *Spending Less Time with the Family*, cit. p. 583).

²⁸⁹ V. Nota de Rodapé n. 56.

²⁹⁰ FRANKS, Julian R.; MAYER, Colin; ROSSI, Stefano. *Spending Less Time with the Family*, cit., p. 583.

²⁹¹ HANNAH, Leslie. *The Rise of the Corporate Economy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1976.

²⁹² DAVIES, Paul. *Introduction to Company Law*. New York: Oxford University Press, 2010, 2^a ed., pp. 233 e ss.

²⁹³ AZEVEDO, Luís André N. de M. *A Oferta Pública para Aquisição de Controle sob a Perspectiva da Companhia Aberta Ofertante*, cit..

Isso não significa, porém, que a dispersão de capital tenha resultado do surgimento de normas protetivas como essa. A realidade é outra, uma vez que, como salientado, a dispersão *antecedia* as alterações ocorridas no marco regulatório - e autorregulatório – britânico.

Antes disso, porém, deve ser salientado que, diante da ameaça que se apresentava, os administradores e principais acionistas de diversas companhias listadas passaram a tomar iniciativas voltadas à sua autoproteção (medidas *anti-takeover*), tais como a emissão de ações com direito de voto diferenciado (estruturas acionárias duais); limitações ao exercício do direito de voto a partir de uma determinada participação societária; interposição de sociedades *holdings* em cadeias grupais de formato piramidal, dentre outras²⁹⁴.

Ocorre que a adoção de tais instrumentos jurídicos, que acarretavam a dissociação entre representatividade política e participação econômica do acionista no seio da companhia, gerou uma *forte reação contrária* por parte dos acionistas dessas companhias, que passaram a ver suas prerrogativas substancialmente diminuídas.

Muitos desses acionistas eram, já naquele momento, veículos de investimento institucionais (fundos de investimento, fundos de pensão, dentre outros), os quais passaram a exercer um papel de relevo no mercado britânico muito antes disso viesse a ocorrer nos EUA.

O poder detido por tais investidores – inclusive o poder de pressão política – contribuiu para aqueles instrumentos de dissociação caíssem em desuso, contribuindo para que o RU *não* seguisse o caminho traçado pelas demais economias europeias em matéria de estruturas de controle societário.

É evidente que, por detrás de muitos desses investidores institucionais estavam as instituições financeiras britânicas que os administravam ou que geriam suas carteiras, as quais, como reportado, tradicionalmente ocupam um papel de destaque naquele mercado.

²⁹⁴ Cf. analisadas no item 4.2.4 do presente.

No entanto, diferentemente do que ocorreu na Alemanha e no Japão, principalmente,²⁹⁵ as instituições financeiras britânicas sempre exerceram influência por uma *via indireta*, ou seja, por intermédio da atuação de referidos investidores institucionais. No RU, assim como nos EUA, os bancos não detinham participações acionárias relevantes em companhias listadas, preferindo evitar, no caso britânico, também a concessão de empréstimos em volumes significativos a tais companhias.

As características singulares da City londrina – que, apesar de bastante internacionalizada, sempre manteve seus participantes bastante próximos, unidos por fortes vínculos reputacionais reforçados pelo sistema de autorregulação existente – contribuíram para o papel decisivo dos investidores institucionais no RU, como agentes de transformação das estruturas de controle dominantes.

Ou seja, as companhias que pretendessem adotar medidas *anti-takeover* consideradas *excessivas* pelo mercado eram prontamente dissuadidas a fazê-lo, inclusive pela pressão exercida pela LSE e, posteriormente, pelo célebre *Panel on Take-overs and Mergers*.

A pressão dos investidores junto à LSE fez com que esta passasse, por exemplo, a exigir a realização de oferta pública de aquisição de ações dirigida a todos os acionistas da companhia listada, sempre que tivesse sido adquirida uma participação correspondente a, pelo menos, 30% das ações por ela emitidas.

A imposição da *mandatory bid* – depois reiterada pelo *Panel on Takeovers and Mergers* e reproduzida na Diretiva n. 2004/25/CE da União Europeia – contribuiu para que as estruturas piramidais fossem gradativamente abandonadas, dada a sua incapacidade de prevenir a ocorrência de *take-overs* hostis.

Fato é que, tais medidas de autoproteção foram dismanteladas quase que totalmente, sendo virtualmente extintas até o início dos anos 1980²⁹⁶, não obstante tenham sido substituídas por outras, das quais os administradores passaram a lançar mão, no

²⁹⁵ Mas também em outros países da Europa Continental e no Brasil, em certa medida, cf. indica LAZZARINI, Sergio G. *Capitalismo de Laços*, cit., p. 49 e ss.

²⁹⁶ FRANKS, Julian R.; MAYER, Colin; ROSSI, Stefano. *Spending Less Time with the Family*, cit. p. 585.

âmbito de uma estratégia voltada à manutenção de sua posição de controladores de fato de companhias listadas na LSE.

De todo modo, foi dali em diante que floresceram as características atuais do mercado de valores mobiliários britânicos, marcadamente a ampla presença de investidores institucionais, a existência de um mercado ativo de poder de controle e um efetivo regime jurídico de proteção de minorias.

Outro fator a contribuir para o prevalecimento de uma maior dispersão do capital no RU, resultante do abandono desses instrumentos de autoproteção do acionista controlador, foi o reconhecimento, pelos agentes do mercado em geral, da importância – das consequências práticas – de se manter um comportamento compatível com elevados padrões de ética.

Afinal, as sanções de ordem reputacional e a possibilidade de perda de oportunidades de negócio eram ameaças constantes, em um mercado de capitais com poucos participantes, todos próximos entre si, fortemente lastreado em normas de autorregulação altamente eficazes, como referido.

De todo modo, ficam claramente evidenciados os contornos dessa particular interação entre investidores institucionais e companhias listadas no RU, a servir de parâmetro para enfrentamento das diversas questões suscitadas pelo recente aumento da projeção desses veículos de investimento não apenas nos EUA, mas também ao redor do mundo.

3.4 A Nova *Corporation*. Ativismo Societário e Investidores Institucionais

3.4.1 Separação entre Propriedade e Controle. Realidade ou mito?

A obra seminal de Adolf A. Berle Jr. e Gardiner Means²⁹⁷, apontando a dissociação entre propriedade e controle na grande companhia listada norte-americana, é ponto de partida necessário para toda e qualquer análise acerca de estruturas de controle acionário.

Nas sociedades empresárias de maior porte é bastante raro que todos acionistas exerçam, também, as funções de administradores, dado o alto grau de especialização e dedicação necessários, tão mais intensos quanto for a dimensão das atividades desenvolvidas²⁹⁸.

Da mesma forma, o crescimento da companhia tende a fazer com que as participações individuais dos acionistas sejam menos representativas frente ao capital total, em razão da contínua expansão da base acionária, a fim de atender às necessidades de investimento.

Em um contexto como esse tende a haver reduzidos incentivos econômicos para que os acionistas - todos detentores de ínfima quantidade de ações - supervisionem de modo adequado a atuação dos administradores, prevalecendo, em grau extremo, os denominados “conflitos de agência”²⁹⁹ resultantes do desalinhamento de interesses entre uns e outros.

O acentuado absenteísmo nas assembleias gerais e a tão propalada dissociação entre a “propriedade” da companhia (em mãos dos acionistas) e seu controle, permite, portanto, que o controle passe a ser exercido, de fato, pelos administradores.

Não obstante Berle e Means tenham ido além dessa constatação - estabelecendo, a partir de dados esparsos e de difícil obtenção³⁰⁰, premissas para a solução de desafios cruciais do direito societário contemporâneo, envolvendo a atuação dos acionistas, sua

²⁹⁷ BERLE JR., Adolf A.; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

²⁹⁸ Nas palavras de Adolf A. Berle Jr. e Gardiner Means, trata-se de um mundo em que “*proprietários não administram, e administradores não são proprietários.*” (*The Modern Corporation, cit.*, p. xxii).

²⁹⁹ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. In *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360; EISENHARDT, Kathleen M.. *Agency theory: An assessment and review*. In *Academy of Management Review*, 14, 1989, pp. 57-74; STONE, Richard. *Law of Agency*. London: Cavendish, 1995.

³⁰⁰ Cf. reconhecido por HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. In *22 Rev. Fin. Stud.* 1377, 1384, 1388, 2009, pp. 26 e 27.

relação com os administradores e a limitação do poder exercido por esses últimos³⁰¹ - a separação absoluta entre propriedade e controle foi, por mais de sessenta anos, a explanação dominante a respeito da estrutura de propriedade e controle das companhias listadas norte-americanas.³⁰²

Apenas posteriormente é que tal premissa passou a ser questionada, a partir de pesquisas empíricas³⁰³ e estudos teóricos *mais recentes*, demonstrando a existência de acionistas titulares de blocos significativos de participação acionária *também* nas companhias dos EUA.

Conforme noticiam Bernard S. Black e John C. Coffee³⁰⁴, Phillip Sargent Florence, um importante economista norte-americano radicado no RU, já em 1961 criticava o fato de Adolf A. Berle e Gardiner Means terem considerado apenas os dois ou três maiores acionistas de cada companhia, ignorando que os demais, apesar de deterem participações individualmente pouco expressivas, poderiam exercer significativa influência atuando em conjunto.

No entendimento daquele economista³⁰⁵, deveriam ser considerados os vinte acionistas mais representativos, os quais, segundo argumenta, teriam participação suficiente para controlar mesmo as maiores companhias listadas britânicas.

³⁰¹ V. HILL, Jennifer G. *Then and Now: Professor Berle and the Unpredictable Shareholder*. In *Seattle University Law Review*, Vol. 33, No. 4, 2010, p. 1023.

³⁰² ROE, Mark J. *The Political Roots of American Corporate Finance*. In *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 1997, p. 09; BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. *Corporate Governance and Control*, cit.; COFFEE JR., John C. *Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters'*. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 363, ECGI - Law Working Paper No. 144/10*, 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1532922>; COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership*, cit.; e MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; e YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*. *National Bureau of Economic Research. Working Paper no. 10692*, ago., 2004, disponível em <http://www.nber.org/papers/w10692>.

³⁰³ Para uma análise mais abrangente a respeito desses diversos estudos empíricos, cf. HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, cit., p. 27 e ss.

³⁰⁴ FLORENCE, Philip S. *The Logic of British and American Industry*, 192, n. 02 (rev. ed. 1961), *Apud* BLACK, Bernard S.; COFFEE, John C. *Hail Britannia* cit., p. 2.029).

³⁰⁵ *Idem*.

De modo semelhante, , em estudo de 1976³⁰⁶, verificou-se que os 30 maiores acionistas em aproximadamente um terço das companhias listadas em Bolsas de Valores daquele país³⁰⁷ detinham mais de 40% das ações votantes.

Essa *menor* dispersão acionária parece ter se mantido nos anos seguintes, tendo em vista que, em 1985³⁰⁸, os 05 maiores acionistas de companhias pertencentes ao índice *Fortune 500* detinham, em média, 25% das ações.

Outra análise, conduzida em 1988³⁰⁹, revelou, por sua vez, existir um acionista titular de mais da metade das ações com direito a voto em 114 companhias listadas, o que permitiria qualificá-las como companhias sob controle acionário. Também naquele ano³¹⁰, verificou-se que em 31% das companhias integrantes do mesmo índice *Fortune 500* havia membros do *Board* titulares de mais de 10% do capital.

Essas primeiras conclusões, além de *relativizarem* a dissociação entre propriedade e controle inicialmente apontada, enriqueceram o debate em curso no começo dos anos 1990 a respeito do aumento da influência relativa dos investidores institucionais, em razão de suas participações acionárias mais expressivas, se comparadas com as dos investidores individuais atomizados que compõem o paradigma clássico de Berle e Means.

Via-se, já naquele momento, a ascensão dos veículos institucionais de investimento como um fator de potencial mitigação dos denominados “conflitos de agência”³¹¹, não obstante o risco de que seus gestores viessem a se aliar aos administradores-controladores, fazendo uso de sua influência política na companhia para compartilhar benefícios privados e protegê-los em disputas originadas por pedidos públicos de procuração e em ofertas hostis de aquisição do poder de controle³¹².

³⁰⁶ EISENBERG, Melvin A. *The Structure of the Corporation*. Boston : Little, Brown & Company, 1976.

³⁰⁷ Não prestadoras de serviços públicos.

³⁰⁸ DEMSETZ, Harold; e LEHN, Kenneth. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*. In *Journal of Political Economy* 93, 1985, pp. 1155-1177.

³⁰⁹ HOLDERNESS, Clifford G.; e SHEEHAN, Dennis P. *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations*. In *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp. 317-346.

³¹⁰ MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. In *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp. 293-315.

³¹¹ V. Nota de Rodapé n. 299

³¹² V. HILL, Jennifer G. *Then and Now*, cit., p. 1.011.

Esse movimento – já então de gradativo reconhecimento do papel desempenhado pelos investidores institucionais no mercado norte-americano – foi contraposto por novos estudos desenvolvidos a partir da segunda metade da década de 1990, os quais contribuíram para o reavivamento da premissa de dissociação absoluta de propriedade e controle nas grandes companhias listadas nos EUA.³¹³

Dentre os estudos que se menciona, a referência é feita, especialmente, aos célebres trabalhos de LLSV³¹⁴ e LLS³¹⁵, voltados a mapear estruturas de propriedade acionária ao redor do mundo, tomando por referência a participação acionária detida, respectivamente, pelos três maiores acionistas nas 10 maiores companhias listadas não financeiras em 45 países, e pelo maior acionista nas vinte mais importantes companhias de 27 nações com grau de desenvolvimento mais elevado.

Como se verifica, ambos os estudos acabaram se restringindo às companhias de maior porte em cada país, o que se mostrou inevitável diante da amplitude dos propósitos da pesquisa e das limitações da base de dados acessada³¹⁶.

Isso elevou, naturalmente, a dispersão acionária média da amostra, uma vez que empresas maiores tendem a ter uma base acionária mais ampla. Além disso, acarretou distorções adicionais resultantes do fato de que companhias listadas de grande porte norte-americanas tendem a ser *ainda maiores* do que aquelas dos demais países, em razão, principalmente, da enorme dimensão do mercado de capitais em que atuam.³¹⁷

Apesar de LLS terem reconhecido tais distorções, ao ressaltarem, exatamente, que suas amostras “*podem ser objetadas pelo fato de que as companhias de grande porte em alguns países são muito maiores do que as de grande porte em outros países*”³¹⁸, e que “*companhias de grande porte presumivelmente apresentam menor quantidade de blocos expressivos de participação (...)*”³¹⁹, ainda assim persistem imprecisões, resultantes,

³¹³ V. HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, cit., pp. 29-31.

³¹⁴ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Law and Finance*, cit.

³¹⁵ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; e SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership*, cit. citar críticas.

³¹⁷ V. HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, cit., pp. 29 e 30.

³¹⁸ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; e SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership*, cit., p. 474.

³¹⁹ *Idem*.

inclusive, do cômputo apenas da participação mais expressiva no capital das companhias listadas norte-americanas, não obstante existissem outros acionistas com quantidade de ações próximas às do acionista principal, levando à formação de um panorama pouco preciso a respeito do grau de dispersão do capital e dificultando a comparação com companhias de outros países.³²⁰

Desse modo, a constatação de LLSV e LLS, no sentido de que a haveria uma cisão *absoluta* entre “*propriedade*” e “*controle*” das companhias listadas nos EUA, deve ser vista com ressalvas, não apenas em razão das imprecisões metodológicas dos estudos que a embasaram, mas também à luz das conclusões opostas que vieram a ser apresentadas posteriormente.

Dentre elas, merece destaque a análise conduzida por Clifford Holderness, por meio da qual, a partir de uma base de dados mais precisa e ampla, identifica que, dentre 375 companhias listadas nos EUA na metade dos anos 1990, 96% apresentavam acionistas titulares de blocos representativos de ao menos 5% do total de ações votantes. Tais acionistas, por sua vez, detinham conjuntamente, em média, 39% das ações com direito a voto dessas companhias. Se comparados com os percentuais apresentados por companhias listadas em 22 países da Europa e do Leste Asiático, o grau de dispersão do capital das companhias norte-americanas mostrava-se similar ao de companhias de porte compatível sediadas em outros países.³²¹

Os resultados apresentados – confirmados por estudos posteriores³²² - não obstante ainda apontem para uma dispersão mais acentuada da base acionária das companhias listadas nos EUA, evidenciam a gradativa convergência global já apontada, do extremo da dissociação absoluta entre propriedade e controle para o cenário intermediário dos blocos de participação minoritária relevante, detidos, no mais das vezes, por investidores institucionais.

³²⁰ Cf. HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, cit., p.30, nota de rodapé n. 25.

³²¹ HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, cit., p. 32.

³²² EDMANS, Alex; MANSO, Gustavo. *Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders*. In *Review of Financial Studies* 24, 2011, pp. 2395-2428; EDMANS, Alex. *Blockholder Trading, Market Efficiency and Managerial Myopia*, In *Journal of Finance* 64, 2009, pp. 2481-2513; DAVIS, Gerald F. *The Twilight of the Berle and Means Corporation*. In *Seattle University Law Review*, Vol. 34, 2011, pp. 1121-1138.

Ao mesmo tempo, estudos como esse promovem a necessária revalorização das importantíssimas contribuições teóricas do magistral “*The Modern Corporation and Private Property*”, precursor em apontar a insuficiência dos mecanismos tradicionais de participação societária³²³, bem como as consequências deletérias da fragmentação do poder político dos acionistas e da dissociação entre representatividade política e participação econômica (por meio de estruturas piramidais de participação societária, por exemplo³²⁴), buscando, a partir daí, o desenvolvimento de técnicas jurídicas de proteção de seus interesses, como um todo, perante os administradores.

Conforme salientado por Adolf A. Berle Jr. e Gardiner Means, a extrema pulverização do capital pode, sim, levar à “*destruição das fundações sobre as quais se assenta a ordem econômica*”³²⁵, na medida em que promove o esvaziamento da propriedade acionária, resultante da passividade racional dos acionistas que, por deterem participações pouco expressivas, têm consciência que seu voto tende a não exercer qualquer influência sobre o resultado final das deliberações assembleares.³²⁶

O caráter pioneiro e – porquê não? – visionário dessas e de outras constatações daqueles autores resulta ainda mais significativo quando depuradas de constatações empíricas feitas a partir de bases de dados que, em razão do período em que foram colhidas, não poderiam ser suficientemente precisas e confiáveis; desse modo, os desafios resultantes da perda de poder relativo dos acionistas e do correspondente fortalecimento dos administradores, por eles apresentados, são recolocados no centro do debate, servindo de norte a todo e qualquer trabalho acadêmico voltado à identificação de suas consequências fundamentais.

Ademais, é inegável que a projeção dos veículos institucionais de investimento só fez aumentar, desde o início do Século XX até os dias atuais, impactando, de modo significativo, os padrões de propriedade acionária ao redor do mundo, seja em razão do seu

³²³ É sintomática a afirmação de Adolf A. Berle Jr. no sentido de que as assembleias gerais de acionistas correspondiam, já naquele momento, a “*uma espécie de ritual, ultrapassado e sem sentido, tal como algumas cerimônias envolvendo o cetro da Câmara dos Lordes*” (BERLE JR., Adolf A. *Economic Power and the Free Society*. New York: Fund for the Republic, 1957, *apud* FINKELSTEIN, Jesse A.; BALOTTI, R. Franklin; e WILLIAMS, Gregory P. *Meetings of Shareholders*. s.l. : Wolters Kluwer Law & Business, 1991, p. 02).

³²⁴ V. item 4.2.4 do presente.

³²⁵ BERLE JR., Adolf A.; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation*, cit., p. 08.

³²⁶ HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, cit., pp. 32 e 33.

modo particular de atuação, seja como decorrência da quantidade significativa de ações que tais veículos usualmente adquirem, mesmo se consideradas as estratégias de diversificação de portfólio adotadas.

De igual modo, a intensidade dos fluxos internacionais de recursos e a facilidade e rapidez com que capitais – e investimentos – são movimentados de um país a outro parece não ter precedentes em outros períodos históricos, o que também contribui para a convergência reiteradamente apontada ao longo deste trabalho, não obstante as estruturas de controle dominantes em companhias listadas brasileiras tenham se mantido, na essência, inalteradas.

Este trabalho busca se valer, portanto, da perspectiva apontada, cética no que se refere à prevalência – ao menos nos dias atuais - de uma dissociação absoluta entre propriedade e controle (mesmo na grande companhia listada norte-americana e britânica), e ao mesmo tempo convicta da importância de se valorizar a atuação conjunta de acionistas, de modo a conter abusos por parte de administradores.

A partir dela, é possível analisar com maior clareza os desafios impostos pela ascensão dos investidores institucionais, como um dos principais fatores a contribuir para o aumento dos níveis relativos de concentração acionária das companhias listadas nos EUA e também no RU, a clamar por uma reconfiguração das modalidades de exercício do poder de controle societário.

3.4.2 Ascensão dos investidores institucionais

Como referido, a ascensão dos investidores institucionais é um fenômeno global³²⁷, não obstante tenha sido extensivamente analisado nos EUA³²⁸, onde se beneficiou da

³²⁷ Cf., GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*. In *The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, Working Paper No. 438, Mar., 2013*, p. 864, disponível em <http://www.law.columbia.edu/lawec/>; HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, cit.; CHEFFINS, Brian; e BANK, Steven. *Is Berle and Means Really a Myth?* In 83 *Bus. Hist. Rev.*, 2009, pp. 443-467; BLACK, Bernard S. e COFFEE JR., John C. *Hail Britannia*, cit.; DAVIES, Paul L. *Institutional Investors: a U.K. View*, cit.; STAPLEDON, G.P. *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press, 1996.

disseminação (tanto quanto no RU), após o término da Segunda Grande Guerra, do investimento acionário para fins de aposentadoria³²⁹, em substituição a instrumentos tradicionais de seguridade social³³⁰.

Com efeito, diante de inadequações do modelo de previdência privada que então prevalecia, foram promovidas diversas modificações no marco legal e no arcabouço regulatório norte-americano, que acabaram contribuindo para o surgimento de novos veículos institucionais de investimentos, os quais, em busca de diversificação³³¹ e rentabilidade, passaram a adquirir maior quantidade de ações de companhias listadas, ao invés de continuarem concentrando seus aportes em títulos de renda fixa.

Tais modificações consistiram, basicamente:

- (i) na edição do ERISA em 1974;
- (ii) na concessão de incentivos diversos, inclusive de ordem fiscal, para a substituição do Estado, como agente primordial de custeio de aposentadorias, pelos próprios empregadores; e, finalmente

³²⁸ Conforme apontam Ronald J. Gilson e Jeffrey N. Gordon “os investidores institucionais detêm atualmente mais de 70% das ações de emissão das 1000 maiores companhias listadas nos EUA, e em muitas companhias a participação acionária de algumas dúzias de investidores é grande o suficiente para que exerçam influência significativa, ou mesmo o controle efetivo da companhia.” (GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*. In *ECGI Working Paper Series in Law, Law Working Paper N° 239*, 2014, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2359690>, p. 06).

³²⁹ Cf., a propósito, GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit.; GORDON, Jeffrey N. *Employees, Pensions and the New Economic Order*. In 97 *Colum. L. Rev.* 1519, 1997, pp. 1538–1552; GELTER, Martin. *The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy*. In *Fordham Law Legal Studies Research, Paper No. 2079607*, 2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2079607>; DRUCKER, Peter F. *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*. New York: Harper & Row, 1976.

³³⁰ GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., pp. 878 e ss.

³³¹ “Salvo no que se refere aos fundos de investimentos dedicados à aquisição de ações de emissão de uma única companhia e aos denominados index funds, as necessidades de maximização de retornos e de mitigação de riscos pressupõem algum grau de diversificação da carteira de investimentos em ações. Com efeito, tende a ser mais vantajoso e menos arriscado investir em ações de emissão de diversas companhias negociadas na Bolsa de Valores, ao invés de concentrar todos os recursos em um único papel.” (AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; e AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.) *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 217-262).

(iii) na disseminação dos planos de previdência privada baseados em *contribuições* definidas, em substituição aos que garantiam *benefícios* pré-estabelecidos³³².

O ERISA foi promulgado em resposta a uma série de escândalos dos anos 1950 e 1960, resultantes do não pagamento de benefícios vinculados a planos privados de aposentadoria³³³.

Esse diploma legal estabeleceu requisitos mínimos para participação, elegibilidade e custeio, exigindo maior transparência acerca da gestão financeira dos planos de previdência - por meio da divulgação de informações aos beneficiários - e impondo deveres fiduciários aos empregadores, passíveis de cumprimento forçado em juízo.

Para tanto, deveriam ser constituídos fundos de pensão geridos por terceiros em prol dos trabalhadores, com patrimônio formado a partir de contribuições anuais obrigatórias da empresa patrocinadora, necessárias para o pagamento dos benefícios pactuados.

Percebendo que o valor de seus aportes diminuía conforme aumentasse a rentabilidade dos ativos integrantes da carteira do fundo, capaz de provê-lo de recursos suficientes para o pagamento das obrigações atuariais, as patrocinadoras passaram a incentivar a aquisição de ativos de maior risco (e, portanto, de maior rentabilidade potencial).

O significativo volume de recursos disponíveis para investimento, somado à pressão exercida pelas companhias patrocinadoras e à adoção, pelo ERISA, de conceitos de risco e especulação provenientes da “*Moderna Teoria de Gestão de Carteiras de Investimento - MTGCP*”³³⁴, fez com que os gestores desses fundos passassem a adquirir

³³² GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, cit., pp. 11 e ss.

³³³ O principal deles consistiu no *default* do plano de previdência dos trabalhadores da Studebaker Corporation, célebre fabricante de veículos, após o fechamento de uma importante fábrica no ano de 1963. Para um relato mais completo a respeito, cf. WOOTEN, James A. 'The Most Glorious Story of Failure in the Business': The Studebaker-Packard Corporation and the Origins of ERISA. In *Buffalo Law Review*, Vol. 49, 2001, pp. 684-740, disponível em <http://ssrn.com/abstract=290812>.

³³⁴ GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., pp. 884 e ss.

maior quantidade de ações de companhias listadas norte-americanas, em substituição aos ativos de renda fixa tradicionalmente preferidos.³³⁵

Além disso, alterações subsequentes em regras contábeis e atuariais, exigindo que obrigações perante fundos de pensão fossem refletidas nas demonstrações financeiras da patrocinadora, acabaram contribuindo para a gradativa substituição dos planos de *benefícios* definidos - em que a companhia assume a maior parte do risco - por planos de *contribuição* definida - que promovem a transferência desses riscos aos beneficiários.

Vale dizer, no primeiro regime as quantias que a patrocinadora deve vincular ao plano dependem, em essência, do retorno que o gestor do fundo espera obter, a partir da administração de sua carteira de investimentos.

Desse modo, quanto maiores os ganhos estimados, menores serão os pagamentos devidos pela empresa patrocinadora, fazendo, em última análise, com que essa arque com as consequências adversas das decisões de investimento tomadas pelo gestor.

Por outro lado, no regime de contribuições definidas a patrocinadora deve aportar um montante pré-determinado e nada mais, cabendo aos beneficiários realizar contribuições adicionais e definir o destino dos recursos pertencentes ao fundo, geralmente alocando-os a veículos de investimento pré-selecionados e apresentados pela própria patrocinadora.

Essa mudança do regime de previdência privada dominante, verificada não apenas nos EUA mas também em outros países, apesar de passível de críticas - uma vez que a empresa patrocinadora é quem, via de regra, detém maior expertise financeira e pode de forma menos onerosa e mais eficiente administrar os riscos envolvidos³³⁶ - contribuiu de modo especial para uma maior disseminação dos fundos mútuos no mercado de capitais daquele país, vistos pelos beneficiários dos planos de previdência privada como opções preferenciais de investimento.

³³⁵ Cf. GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, cit., p. 11.

³³⁶ *Idem*, p. 881, nota n. 57.

Ocorre que o surgimento de novos veículos institucionais, dispondo de maior quantidade de recursos para investimento, *não* seria suficiente, por si só, para fomentar uma maior concentração do capital de companhias listadas nos EUA. Elemento chave dessa equação é a prevalência de técnicas de investimento que privilegiam uma maior diversificação, como meio de obter retornos mais elevados e mitigar riscos excessivos, as quais compõem a denominada “MTGCI”, cujo desenvolvimento assegurou a Harry Markowitz o Prêmio Nobel de Economia em 1990.³³⁷

O conceito fundamental por trás da MTGCI é o de que as decisões de investimento não devem ser tomadas apenas em razão das características individuais dos ativos disponíveis, mas a partir de uma perspectiva *mais ampla*, que os considere em conjunto com os demais elementos de uma hipotética carteira de aplicações.

Nesse sentido, os veículos de investimento - e dentre eles os fundos mútuos³³⁸ - constituem importantes ferramentas de diversificação de aportes e mitigação de riscos, a permitir que investidores possam mais facilmente adquirir diferentes categorias de ativos³³⁹, beneficiando-se de capacidade de análise de informações e da expertise de investimentos usualmente superior, detida pelos gestores daquelas entidades.³⁴⁰

Tal constatação tem feito com que, ao longo dos anos, fundos de pensão (assim como os demais investidores, inclusive pessoas naturais³⁴¹) optem por destinar parcela cada vez mais substancial de recursos a fundos de investimento, não obstante os custos adicionais envolvidos, decorrentes, fundamentalmente, das taxas de administração e

³³⁷ MARKOWITZ, Harry. *Portfolio selection*. In *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1, 1952, pp. 77-91.

³³⁸ Nas suas mais diversas conformações (fundos multimercados, fundos de investimento em ações, etc.).

³³⁹ A depender, é claro, da política de investimentos adotada pela veículo respectivo.

³⁴⁰ “Além disso, os investidores institucionais, exatamente por comprarem e venderem ações em caráter profissional, têm, em regra, mais expertise em investimentos do que a maioria dos investidores individuais, dispondo de equipes de profissionais habilitados para interpretar as informações divulgadas pelas companhias e aquelas relacionadas com seus mercados de atuação.” (AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais*, cit., p. 217-262).

³⁴¹ Cf. salientam Ronald J. Gilson e Jeffrey N. Gordon: “Nos últimos trinta e cinco anos tem sido verificado um substancial incremento na quantidade de domicílios nos EUA com detentores de ações de companhias listadas, mas o veículo primordial têm sido os fundos de investimento e não a participação individual direta. Em aproximadamente 50% das residências nos EUA atualmente existem detentores de ações, em contraste evidente com o ano de 1977, em que esse percentual era de 20%” (GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, cit., p. 12).

desempenho (*performance*) cobradas, assim como das ineficiências tributárias porventura existentes³⁴².

O incremento nos aportes de pessoas naturais de outros investidores institucionais a fundos de investimento também contribui, naturalmente, para sua disseminação como veículos preferenciais de aplicação de recursos no mercado de capitais.

Tal fato tem repercussões importantes no que se refere à particular conformação de estruturas de propriedade acionária e a novas modalidades de alocação de poderes na esfera da companhia listada, abordadas a seguir.

3.4.3 Relativa reconcentração da propriedade acionária em companhias listadas e o surgimento de novos conflitos de interesses

A ascensão dos investidores institucionais tem contribuído para *duas* maneiras distintas de reconcentração da propriedade acionária nas companhias listadas.

Uma primeira decorrente da pura e simples substituição de investimentos individuais dispersos por posições mais consolidadas, detidas por veículos de investimento administrados e geridos por terceiros. Ou seja, participações antes difusas passam a estar agrupadas e sob uma gestão unitária, dando ensejo ao surgimento de um bloco acionário mais representativo, passível de exercer uma maior influência política na esfera da companhia.

Outra, resultante da aquisição, pelos investidores institucionais, de quantidade adicional de ações das companhias investidas, fazendo uso da maior capacidade de investimento proveniente da reunião dos aportes realizados por seus diversos participantes.

Com efeito, o montante de recursos sob gestão de um investidor institucional de médio porte tende a ser bastante superior ao patrimônio da maioria dos investidores

³⁴² *Idem*, p. 12. No entanto, a existência de ineficiências tributárias não é a regra, como se verifica do exemplo brasileiro, em que o aporte em fundos de investimento (especialmente Fundos de Investimento em Participações e Fundos Multimercado) pode se inserir no âmbito de estratégias voltadas à obtenção de economias fiscais.

individuais, especialmente pessoas naturais. E, quanto maior o volume de recursos disponível para investimento em renda variável, mais significativa tende a ser a quantidade de ações adquiridas em cada companhia investida, a fim de permitir que a rentabilidade auferida em cada investimento produza impactos minimamente significativos considerando a carteira como um todo.³⁴³

A efetiva ocorrência dessa *segunda* modalidade de reconcentração da propriedade acionária depende, evidentemente, de diversas variáveis - desde fatores macroeconômicos e conjunturais, até as particularidades, objetivos institucionais e política de investimentos do veículo em questão - a determinar a aquisição de posições acionárias mais expressivas em uma mesma companhia, em detrimento de uma maior diversificação por parte do investidor institucional, inclusive por meio da compra de outras espécies de ativos.

De todo modo, a recente reconcentração do capital em companhias listadas de grande porte nos EUA e no RU, manifestada de uma forma ou de outra, tende a levar a um maior alinhamento de interesses entre acionistas dispersos e administradores das companhias investidas, às custas, no entanto, de conflitos situados *em outra esfera*, envolvendo os participantes do veículo de investimento e seus gestores³⁴⁴, os quais, à semelhança dos administradores da companhia de capital mais disperso, estão sob influência de incentivos para a perseguição de interesses próprios, não necessariamente confluentes ou alinhados com os dos beneficiários finais de sua atuação.

Tais incentivos resultam, por sua vez, do modelo de negócios da ampla maioria dos investidores institucionais, refletido no modo específico como são remunerados pelos beneficiários (e no modo como tais entidades remuneram seus executivos) e nas pressões

³⁴³ “Apesar da necessidade de diversificar o seu portfólio de investimentos, os institucionais acabam por deter participações mais expressivas no capital das companhias abertas de capital pulverizado, em comparação com os investidores individuais minoritários. Isso porque o volume de recursos sob administração de um investidor institucional médio tende a ser muito superior ao patrimônio da maioria dos investidores individuais, especialmente das pessoas físicas, as quais cada vez mais investem em ações de forma indireta, por meio de fundos de investimentos. E, quanto maior o volume de recursos disponível para investimentos em renda variável, maiores deverão ser os aportes em cada uma das companhias investidas, de forma a garantir que a rentabilidade auferida em cada investimento venha a produzir impacto significativo considerando a carteira como um todo.” (AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais*, cit., pp. 241 e 242)

³⁴⁴ GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 865; BLACK, Bernard S. e COFFEE JR., John C. Hail Britannia: Institutional investor behavior under limited regulation, p. 2.086 (disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276991).

competitivas, em sentido amplo, exercidas pelos mercados de produtos e serviços financeiros de que participam.

É, pois, usual que a remuneração paga pelos quotistas de um fundo de investimentos, por exemplo, seja baseada em ganhos relativos de desempenho (*performance*), auferidos mediante comparação com determinados indicadores econômico-financeiros ou mesmo com resultados anteriores do próprio fundo ou de competidores.

Suponha-se que o regulamento e a política de investimentos do fundo conduzam a um maior acompanhamento da administração da investida, a permitir que o gestor identifique falhas concretas na atuação de administradores ou ineficiências em estruturas de governança, a afetar negativamente o valor da participação acionária por ele detida.

A partir daí, abrem-se dois caminhos: em um, o gestor *decide alienar* parte ou a totalidade da participação acionária detida pelo fundo³⁴⁵, a fim de se antecipar a uma eventual queda na cotação das ações da companhia, resultante da identificação daquelas mesmas falhas ou ineficiências por outros investidores que com ele competem no mesmo mercado³⁴⁶; em outro, o gestor *mantém a participação* e decide tomar providências concretas voltadas à remoção dos administradores faltosos, ou à modificação de estruturas organizacionais ineficientes, na expectativa de que sua atuação gere ganhos para a companhia, a serem refletidos na valorização do investimento mantido em carteira.

O primeiro caminho pode resultar em ganhos imediatos³⁴⁷, a contribuir para a melhoria do desempenho relativo do fundo de investimentos, para a atração de novos

³⁴⁵ Trata-se da conhecida “*Wall Street Rule*”, segundo a qual o investidor insatisfeito com o desempenho da companhia investida simplesmente aliena as ações de sua titularidade.

³⁴⁶ Nesse sentido, a declaração de um importante gestor de fundo de investimento, concedida em entrevista a John C. Coffee e referida em estudo recente de autoria dele e de Bernard S. Black (*Hail Britannia*, cit., p. 2.053): “Um gestor de *portfolio* insatisfeito alienará as ações se duvidar na qualidade dos administradores. Eu estimaria que a venda é muito mais frequente do que quaisquer (...) tentativas de se envolver com assuntos de governança corporativa. Existe ao menos uma relação de 10:1 em favor da venda, se comparada com a realização de contatos, ‘diálogos de crise’, um maior envolvimento ou a tomada de iniciativas conjuntas. Estas tendem a ocorrer quando há uma crise inesperada (seja uma crise de desempenho, seja de governança). Ambas as alternativas podem ocorrer, mas a defesa dos interesses de nossos clientes nos faz preferir alienar a participação quando antecipamos problemas futuros, ao invés de esperar que a crise ocorra. Tentamos prevenir que a crise ocorra ou vender a participação antes disso.”

³⁴⁷ A depender, é claro, da conjuntura econômica vigente e de outros fatores a impactar o valor de cotação das ações de emissão da companhia investida.

participantes³⁴⁸ e, via de consequência, para o incremento da remuneração do próprio gestor (em regra atrelada ao desempenho da carteira sob sua responsabilidade).

O segundo caminho, por sua vez, pode levar à valorização do patrimônio da companhia, em patamares até mesmo bastante significativos, caso as providências de aprimoramento propostas pelo fundo venham a ser efetivamente implementadas. Ocorre que os ganhos decorrentes dessa valorização tendem a ser compartilhados por *todos* os acionistas, na proporção das participações detidas no capital, inclusive por aqueles que nada fizeram, não incorrendo, portanto, nos custos dessa conduta mais proativa.

Tais ganhos - os quais, a depender dos custos incorridos pelo investidor ativista, podem não se reverter em benefício dele próprio³⁴⁹ - dificilmente originarão incrementos relativos de desempenho³⁵⁰ para o investidor institucional, pois, como referido, todos os demais investidores da companhia serão também beneficiados.³⁵¹ Nessa hipótese, os resultados favoráveis, se existentes, podem não impactar positivamente a remuneração do fundo (e, conseqüentemente, do seu gestor) ou mesmo contribuir para a atração de novos participantes, em razão do peso que é dado pelo mercado ao desempenho relativo de veículos de investimento em geral.

Esse, porém, não é o único fator a contribuir para uma maior passividade dos investidores institucionais.

Como salientado em outra oportunidade³⁵², os laços comerciais diretos ou indiretos - estes, decorrentes de relações negociais a envolver instituições financeiras pertencentes ao mesmo conglomerado -, existentes ou em potencial, entre o gestor do veículo de

³⁴⁸ Em se tratando de veículos de investimento abertos à captação de recursos.

³⁴⁹ “Isso porque tais condutas demandam tempo e dinheiro, somente sendo vantajosas para o acionista se os ganhos esperados em decorrência da valorização da companhia e, conseqüentemente, da valorização de suas ações, forem superiores aos custos incorridos com o ativismo.” (AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais*, cit., p. 242).

³⁵⁰ Como salientam Bernard S. Black e John C. Coffee: “Gestores de recursos tipicamente intervêm apenas quando isto puder melhorar o desempenho relativo de sua carteira - quando puder beneficiá-lo mais do que aos seus competidores.” (*Hail Britannia*, cit., p. 2.003).

³⁵¹ GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 890.

³⁵² “Os benefícios potenciais do investidor institucional, advindos dos ganhos de eficiência da companhia em razão de uma maior fiscalização dos administradores, ou mesmo de sua substituição total ou parcial, podem ser inferiores às perdas atuais do conglomerado financeiro, decorrentes extinção de contratos firmados com a companhia investida, como represália dos administradores à adoção de condutas proativas contrárias aos seus interesses” (AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais*, cit., p. 242).

investimento e a companhia investida, podem ser prejudicados em razão de um maior ativismo.

O receio de desgaste reputacional³⁵³, por parte de investidores institucionais menos afeitos a condutas ativistas, temerosos de terem sua imagem associada a minoritários *strikers*³⁵⁴, pode também contribuir para uma maior passividade.

Da mesma forma, a prevalência de uma maior grau de dispersão do capital também pode constituir, por si só, um importante entrave à adoção de condutas ativistas, por dificultar o atendimento dos percentuais mínimos de participação acionária estabelecidos em lei para o exercício de direitos formais de acesso a informações, fiscalização e eleição de administradores.

Fica claro, portanto, que pode não haver incentivos suficientes para uma atuação mais proativa de investidores institucionais ou, antes disso até, para a formação de um corpo técnico e profissional suficientemente capacitado para desenvolver condutas como essas³⁵⁵.

Tais investidores, apesar do poder político - e da maior exposição a riscos - que detêm, resultante da titularidade de quantidade significativa de ações da companhia investida, tendem a manter uma maior propensão à *passividade*, a qual favorece, conforme o exemplo mencionado, a permanência de administradores faltosos e a continuidade de estruturas de governança ineficientes, com as perdas de valor daí decorrentes.

A passividade ora apontada, entretanto, não é absoluta, mas se qualifica, nas palavras de Ronald J. Gilson e Jeffrey N. Gordon, como “*racionalmente reticente*”³⁵⁶.

³⁵³ Cf. BLACK, Bernard S. *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*. In *UCLA Law Review* 39, 1992, pp. 817 e 824; e BLACK, Bernard S. *Shareholder Passivity Reexamined* In *Michigan Law Review* 89, 1990, pp. 600; 601 e 607.

³⁵⁴ Cf. CARVALHOSA, Modesto S. B. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, Vol. III, 2009, 4ª ed., pp. 385 e 386 e COELHO, Fabio U. *Profissão: Minoritário*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Sociedade anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 145-155.

³⁵⁵ GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 890.

³⁵⁶ Cf. GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N. *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, cit., p. 26.

Vale dizer, *não* se pode presumir do investidor institucional detentor de participação minoritária, porém expressiva, a passividade convicta do pequeno acionista individual, ciente de que sua participação é desprovida de maior representatividade na vida política da companhia.

Os investidores institucionais estão, isso sim, em uma posição, se poderia dizer, de “*alerta permanente*”, resultante da quantidade invariavelmente maior de ações detidas, somada aos deveres e responsabilidades de seus gestores perante os beneficiários finais, aos incentivos estabelecidos e às pressões mercadológicas, todos a impulsioná-los na busca permanente por ganhos relativos de desempenho.

Esse conjunto de fatores impede, portanto, que os fundos simplesmente adotem uma passividade resoluta, em que - à semelhança do pequeno investidor individual - renunciam, de antemão, a qualquer tipo de envolvimento nas atividades de companhias investidas.

3.4.4 Fundos de pensão enquanto investidores institucionais: particularidades

Em teoria, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPCs (ou, simplesmente, “Fundos de Pensão”), acessíveis exclusivamente ao trabalhadores de uma única sociedade empresária, seja ela pública ou privada, também estão sob influência desses incentivos à passividade, não obstante a *desnecessidade* de buscarem ganhos relativos de desempenho em patamares suficientes para atrair novos aportes, dado o caráter mandatário das contribuições de seus beneficiários finais.

Primeiramente, porque, em regra, tais entidades estão impossibilitadas de deter participações mais expressivas em uma mesma companhia, por força de normas a exigir uma maior diversificação da carteira de ativos³⁵⁷, como contrapartida à compulsoriedade apontada.

³⁵⁷ Cf. GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. *Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 890, nota n. 98.

Ademais, apesar de os Fundos de Pensão não disputarem novas contribuições com outros veículos de investimento, continuam sujeitos à competição existente em outros mercados, como o de gestores de carteiras que lhes prestam serviços, cujo desempenho tende a ser avaliado também a partir do histórico de ganhos relativos auferidos ao longo dos anos.

Desse modo, os responsáveis pela gestão da carteira desses Fundos enfrentam os *mesmos* incentivos à passividade antes referidos, o que os torna menos propensos a se envolverem no processo de tomada de decisões por parte de companhias investidas³⁵⁸.

A experiência brasileira demonstra, porém, que essas considerações devem ser relativizadas em se tratando de Fundos de Pensão de trabalhadores de sociedades de economia mista e empresas públicas.

Isso porque, tais investidores vêm, há longa data³⁵⁹, desempenhando um papel central nas estruturas de comando de importantes companhias listadas³⁶⁰ no País, atuando, na realidade, como instrumentos indiretos de intervenção do Estado no domínio econômico.

A presença dos Fundos de Pensão de estatais só fez aumentar a partir da segunda metade dos anos 1990, em decorrência do chamado processo de “privatização”, por meio do qual o bloco de ações de controle de importantes sociedades de economia mista e empresas públicas brasileiras foi alienado aos integrantes de consórcios vencedores em leilões públicos³⁶¹.

³⁵⁸ O mesmo ocorre no RU, onde, segundo estudo recente, existe uma “*predisposição dos fundos de pensão de dar ênfase primariamente no desempenho relativo da carteira do que em uma postura mais engajada em relação a ativos de sua propriedade*” (TILBA, Anna; e McNULTY, Terry. *Engaged Versus Disengaged Ownership: The Case of Pension Funds in the UK*. In *21 Corp. Governance: Int'l Rev.* 165, 2013, p. 166).

³⁵⁹ Em 1997, os fundos de estatais alocavam 40% do seu patrimônio em ativos de renda variável e havia recursos de sobra para investir em mais empresas, incluindo empresas que seriam privatizadas. Tanto foi assim que, de 1997 a 2008, o valor dos investimentos em ativos de risco realizados por fundos públicos mais que quadruplicou (de 27,3 para 127,5 bilhões de reais), enquanto, no mesmo período, os fundos de pensão de empresas privadas passaram a concentrar as suas alocações em renda fixa. (LAZZARINI, Sergio G. *Capitalismo de Laços: Os Donos do Brasil e suas Conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 30).

³⁶⁰ Cf., a propósito, Sergio G. Lazzarini, salientando que os fundos de pensão brasileiros, assim como o BNDES “*(...) tornaram-se jogadores de extrema centralidade na rede corporativa brasileira*”. (*Capitalismo de Laços: Os Donos do Brasil e suas Conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 15).

³⁶¹ Diferentemente da experiência de outros países, a Inglaterra dentre eles, em que os leilões de privatização se deram mediante esforços de pulverização do capital votante das companhias entre uma maior quantidade de investidores. A propósito da experiência brasileira, cf. DE PAULA, Germano M.; FERRAZ, João Carlos;

Ainda que exista controvérsias acerca dos fatores que motivaram sua participação no certame³⁶², fato é que os Fundos de Pensão de trabalhadores das mesmas estatais cujo controle era alienado - e de outras sociedades sob comando do Estado - comumente integravam consórcios de empresas participantes do processo licitatório respectivo. Em consequência, diversos Fundos passaram a deter participações mais relevantes no capital dessas companhias, capazes de lhes assegurar uma influência significativa ou mesmo o exercício compartilhado do poder de controle.

É esperado, portanto, que em economias como a brasileira, em que o Estado conduz e participa de modo intenso de atividades empresariais, os Fundos de Pensão de estatais³⁶³ venham a atuar ativamente no direcionamento das atividades das companhias investidas³⁶⁴, em razão fundamentalmente das pressões políticas a que se encontram submetidos, de intensidade mais do que suficiente para afastar os incentivos à passividade referidos anteriormente.

O mesmo pode ocorrer em economias mais desenvolvidas, nas quais a atuação de fundos de pensão vinculados a entidades de caráter público também tende a estar submetida a influências políticas. Ali, porém, ao invés de instrumentalizarem o exercício, pelo Estado, de atividades econômicas, esses veículos vêm se posicionando em defesa de outras agendas de cunho político - que vão desde a participação em campanhas eleitorais, até, por exemplo, o sempre mencionado boicote, nos anos 1970 e 1980, a companhias que apoiassem o então vigente regime de *Apartheid* da África do Sul³⁶⁵ - a depender das forças que predominam na política local.

e IOOTTY, Mariana. *Economic Liberalization and Changes in Corporate Control in Latin America*. In *The Developing Economies*, v. 40, n. 4, 2002.

³⁶² Cf. LAZZARINI, Sergio G. *Capitalismo de Laços*, cit., pp. 31-33.

³⁶³ Aqui se emprega a expressão “empresas estatais” em sentido amplo, a abranger sociedades de economia mista e empresas públicas.

³⁶⁴ Invariavelmente, participando em conjunto com investidores privados ou mesmo outros Fundos de Pensão, todos signatários de acordo de acionistas (Art. 118 da LSA).

³⁶⁵ Citar referências. GOUREVITCH, Peter A.; e SHINN, James. *Political Power and Corporate Control*, cit., p. 249.

Ainda nessa linha, em economias partidárias de uma visão mais convergente com concepções social-democráticas³⁶⁶, é comum identificar fundos de pensão que atuam perante companhias investidas em defesa de interesses *confluentes* com aqueles dos beneficiários dos planos por eles providos, posicionando-se, por exemplo, de modo contrário à demissão de trabalhadores, desativação de linhas de produção e fechamento de fábricas, ainda que em detrimento de uma maior lucratividade imediata.

Por outro lado, quando prevalece um maior liberalismo econômico, a tendência é a de que os fundos de pensão se coloquem de modo mais independente e proativo, sem que, no entanto, estejam imunes a pressões exercidas por agentes políticos em geral.

Em economias como a norte-americana e a britânica os principais ativistas societários são, exatamente, fundos de pensão dedicados à busca de falhas na gestão e na estrutura de governança de companhias investidas que, uma vez corrigidas, possam lhes oferecer retornos potencialmente mais significativos no médio e longo prazo.

Assim é que, nos EUA, o principal ativista societário é o *California Public Employees Retirement System - CalPERS*, maior fundo de pensão de funcionários públicos daquele país³⁶⁷, notabilizado pelas diversas campanhas conduzidas em sociedades listadas das quais participa. Em 31 de agosto de 2014 o portfolio de investimentos do *CalPERS* tinha valor de mercado correspondente a US\$ 301.4 bilhões, dos quais US\$ 160 bilhões eram diretamente relacionados com as participações acionárias detidas em companhias listadas.

O *CalPERS* passou a adotar uma postura mais ativa perante as companhias investidas na segunda metade dos anos 1980, apresentando propostas de revogação de cláusulas estatutárias que dificultassem a realização de ofertas hostis de aquisição do poder de controle³⁶⁸, então em voga.

³⁶⁶ Emprega-se tal expressão pela falta de outra mais adequada, conforme ressaltado por Mark J. Roe já no prefácio de seu festejado *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. New York: Oxford University Press, 2003.

³⁶⁷ Em 29 de outubro de 2014 o *CalPERS* detinha investimentos com valor de mercado superior a US\$ 294 bilhões, atendendo mais de 1.68 milhão de beneficiários. Cf. <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/facts/calpers-at-a-glance.pdf> (acessado em 07 de novembro de 2014).

³⁶⁸ CRUTCHLEY, Claire E.; HUDSON, Carl D.; e JENSEN, Marlin R. H. *Shareholder wealth effects of CalPERS' Activism*. In *Financial Services Review*, 7, 1998, pp. 1-10.

A partir de 1992, aquele fundo passou a dar maior publicidade à sua conduta ativista, por meio da criação de uma listagem de companhias cujo desempenho financeiro poderia ser aprimorado mediante reformas na estrutura de governança e gestão³⁶⁹, de ampla repercussão perante os agentes do mercado de capitais.

A divulgação dessa listagem perdurou até novembro de 2010, quando houve uma modificação na estratégia de atuação do *CalPERS*, passando a privilegiar contatos mais diretos - e inicialmente confidenciais - com acionistas e administradores das companhias com desempenho abaixo do esperado, de modo a mitigar os efeitos³⁷⁰ dessa exposição pública.

Não obstante, as campanhas ativistas por ele conduzidas, mediante apresentação de propostas aos administradores de companhias investidas e encaminhamento de pedidos públicos de procuração, continuam sujeitas a uma mais ampla divulgação, utilizada como ferramenta voltada a potencializar suas chances de êxito³⁷¹.

Já no RU o mais renomado ativista é o *Grupo Hermes*, originado dos fundos de pensão da empresa de telefonia *British Telecom*³⁷² e dos Correios britânicos, veículos esses hoje por ele administrados³⁷³. A partir da segunda metade dos anos 1990 o *Grupo Hermes* passou a oferecer fundos de investimentos abertos à captação de recursos de terceiros, sendo atualmente um dos mais importantes gestores globais de recursos, com US\$ 46,9 bilhões de ativos sob sua responsabilidade³⁷⁴.

³⁶⁹ BARBER, Brad M. *Monitoring the Monitor: Evaluating CalPERS' Activism*. s.l.:s.n., p. 08, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890321.

³⁷⁰ A propósito do que se convencionou denominar “Efeito CalPERS”, consistente na valorização experimentada pelas ações de companhias incluídas na anterior listagem, diante da expectativa de aprimoramentos de governança e gestão promovidos por iniciativa daquele ativista, cf. SMITH, Michael P. *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CALPERS*. In *Journal of Finance* 51, 1996, pp. 227-252; WAHAL, Sunil. *Public Pension Fund Activism and Firm Performance*. In *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 1996, pp. 1-23; JUNKIN, Andrew. *Update to The “CalPERS Effect” on Targeted Company Share Prices*. s.l.:s.n., set., 2013, disponível em <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/focuslist/2013-focus-list-study.pdf>; e JUNKIN, Andrew; e TOTH, Thomas. *The “CalPERS Effect” on Targeted Company Share Prices*. s.l.:s.n., jul., 2009, disponível em <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/focuslist/wilshire-rpt.pdf>.

³⁷¹ O que pode dar ensejo a abusos, como salienta ADAMEK, Marcelo V. von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*, São Paulo: Malheiros, 2014.

³⁷² Inicialmente sob controle estatal, até sua privatização em 1984. Para maiores informações, cf. <http://www.btplc.com/sitemap/index.htm> (acessado em 07 de novembro de 2014).

³⁷³ Para maiores informações, cf. <http://www.hermes-investment.com/corporateinformation/en-us/overview/whoweare.aspx> (acessado em 07 de novembro de 2014).

³⁷⁴ <http://www.hermes-investment.com/corporateinformation/en-us/overview/keyfacts.aspx> (acessado em 07 de novembro de 2014).

Os fundos de pensão ativistas de grande porte estão menos suscetíveis a pressões políticas, o que lhes permite adotar posicionamentos mais independentes, não apenas em relação aos governos locais, mas à esfera de interesses dos beneficiários dos planos de previdência por eles providos.

Existe, na realidade, uma certa convergência no modo de atuação dos fundos ativistas norte-americanos e britânicos, apesar das especificidades de cada um dos mercados de capitais onde atuam de forma mais preponderante³⁷⁵.

Com efeito, o mercado acionário britânico sempre foi caracterizado pela presença mais expressiva de investidores institucionais³⁷⁶, enquanto que nos EUA esse movimento parece ter se iniciado mais recentemente, fazendo com que, nas palavras de Bernard S. Black e John C. Coffee Jr.: “(...) os investidores institucionais britânicos [tenham] um interesse consideravelmente superior em governança corporativa do que a maioria das instituições norte-americanas. Mais do que isso, a expectativa de exercício de uma maior supervisão é inerente à cultura de investimentos britânica.”³⁷⁷ (grifos nossos).

Ademais, a concentração de capital de companhias listadas se mostra tradicionalmente superior no RU, se comparada com a norte-americana, apesar de ainda distante da média dos demais países.

Assim é que, já no início dos anos 1990, os 25 mais importantes investidores institucionais detinham a maioria do capital de diversas companhias listadas na Bolsa de Londres, sendo que, naquelas de menor porte, os 05 investidores mais relevantes detinham 30% ou mais do capital, sendo de se ressaltar que um deles, *Prudential Corporation PLC*, detinha, isoladamente, investimentos correspondentes a 3,5% do mercado acionário britânico como um todo³⁷⁸.

³⁷⁵ BLACK, Bernard S.; e COFFEE JR., John C. *Hail Britannia*, cit., p. 2.005.

³⁷⁶ Como salientam Bernard S. Black e John Coffee Jr. “O mercado de valores mobiliários do RU é consideravelmente mais dominado por investidores institucionais, se comparado com o mercado dos EUA. Investidores institucionais britânicos detêm aproximadamente dois terços de todas as ações objeto de negociação pública no RU, enquanto os investidores institucionais norte-americanos detêm apenas cerca de metade de todas as ações transacionadas nos EUA” (*Hail Britannia*, cit., p. 2.002).

³⁷⁷ BLACK, Bernard S. e COFFEE, John. *Hail Britannia*, cit., p. 2.006.

³⁷⁸ *Idem*, p. 2002.

Outra distinção digna de nota se deve ao fato de que no RU os investidores institucionais mantêm, tradicionalmente, uma maior proximidade, o que lhes permite evitar parcela substancial dos custos envolvidos em iniciativas de atuação coordenada. Essa maior proximidade, por sua vez, parece resultar da forte projeção que as normas sociais e de autorregulação têm naquele mercado, a ensejar sanções de caráter reputacional e, também, envolvendo o rompimento de relações negociais anteriores.

Daí o reconhecimento de que a atuação dos investidores institucionais no RU pode servir de modelo ao que deve vir a ocorrer nos EUA, caso sua participação média nas companhias listadas continue a crescer, especialmente no que se refere a um maior ativismo societário, objeto das considerações a seguir.

3.4.5 Ativistas societários: atuação complementar à dos investidores institucionais

Existem, porém, outros agentes que, apesar de também se qualificarem como investidores institucionais, vêm adotando condutas mais proativas junto às companhias investidas, visando identificar e corrigir falhas na organização e condução das atividades empresariais, de modo a auferir parte da valorização daí resultante.

Esses “ativistas societários” usualmente possuem alto grau de especialização, contando com um corpo profissional capacitado para desenvolver tais iniciativas, valendo-se de sua reputação - e do potencial de retornos mais elevados da carteira de investimentos sob sua gestão - para atrair novos aplicadores³⁷⁹.

O fato, porém, de serem reconhecidos como tais pode constituir um empecilho à promoção de campanhas ativistas, ao permitir que a companhia investida - ou mesmo outros acionistas - tome medidas defensivas prévias³⁸⁰.

Por essa razão, o investimento em “companhias alvo” é revestido de diversas cautelas, sendo a principal delas a aquisição fracionada de participações acionárias, abaixo,

³⁷⁹ Em se tratando, evidentemente, de veículos de investimento abertos à captação.

³⁸⁰ Tais como o acionamento de “*poison pills*”, dentre outras estratégias de defesa contra ofertas hostis de aquisição do poder de controle (medidas anti-*takeover*).

preferencialmente, dos limites a partir dos quais a compra deve ser divulgada ao mercado³⁸¹.

Daí em diante, esses ativistas podem fazer uso de sua condição de acionistas para investigar mais a fundo a companhia, caso ainda não disponham de informações suficientes para confirmar o potencial de aprimoramentos inicialmente identificado, a fim de subsidiar uma aproximação ao acionista controlador (se existente) ou aos administradores, propondo as modificações que entenderem necessárias³⁸². Empregam, para tanto, o conhecimento e capital humano disponíveis, a permitir que usufruam das economias de escala e sinergias decorrentes da possibilidade de replicar condutas ativistas em mais de uma companhia investida.

A aproximação a que ora se refere pode ocorrer de modo individual ou após o ativista ter contactado outros acionistas, propondo que o acompanhem em suas reivindicações.

A tendência, porém, é a de que esse primeiro movimento junto a acionistas e administradores da companhia-alvo seja conduzido apenas por instituições detentoras de uma participação mais expressiva no seu capital - em comparação com os demais investimentos que mantêm em carteira³⁸³ - as quais tendem a recolher parcela mais expressiva dos resultados positivos porventura auferidos, em comparação com seus competidores no mercado.

Até mesmo porque, quanto mais elevada for a participação do acionista no capital social, maiores os prejuízos decorrentes de uma gestão ineficiente ou de estruturas de governança inadequadas e maiores tendem a ser, também, os eventuais ganhos provenientes da modificação do *status quo*.

³⁸¹ Os quais costumam se situar em torno de 5%.

³⁸² Cf. BLACK, Bernard S. *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*. In *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, 1998, pp. 459-465, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=45100.

³⁸³ Na expressão consagrada pelos agentes de mercado, tal instituição estaria “*carregada*” dos ativos em questão. A propósito do termo, e do fato de investidores “*carregados*” terem maior propensão à adoção de condutas pro-ativas frente à companhia investida, cf. BLACK, Bernard S.; e COFFEE JR., John C. *Hail Britannia*, cit., p. 2.048.

Os demais investidores, por sua vez, somente terão incentivos para compartilhar dos custos inerentes à conduta ativista se houver perspectiva de ganhos superiores, não obstante detenham uma menor exposição relativa aos ativos (ações de emissão da companhia alvo) em questão.

Evidentemente que as chances de implementação das modificações pretendidas se elevarão na medida em que aumentar a participação acionária detida pelo grupo ativista, em razão da subsequente adesão de outros investidores.

Um grupo maior de investidores possui poder de barganha evidentemente superior, também decorrente da possibilidade de exercício de direitos formais de minoria previstos em lei³⁸⁴, sendo indiferente - diante da natureza continuada das condutas ativistas - que tal adesão ocorra na fase de contatos iniciais (e hoje, via de regra, sigilosos) ou após a campanha tornar-se pública.

Em companhias listadas norte-americanas sujeitas ao controle gerencial é usual que, após essa rodada inicial de contatos com acionistas e administradores, sejam apresentados pedidos públicos de procuração (*proxy solicitations*)³⁸⁵, a fim de arregimentar o apoio de outros integrantes do quadro acionário.

Se a ida a público, por um lado, afasta as vantagens provenientes de uma aproximação mais sigilosa junto aos representantes da companhia-alvo, por outro contribui para uma redução ainda mais expressiva dos custos de adesão incorridos por parte dos demais acionistas ativistas, bastando que se pronunciem a respeito da matéria submetida à deliberação, mediante resposta à *proxy* recebida.

Os custos de manifestação do voto por parte dos acionistas podem ser reduzidos ainda mais, caso uma das empresas que prestam serviços de consultoria a investidores em

³⁸⁴ V. Nota de Rodapé n. 110.

³⁸⁵ A apresentação de pedidos públicos de procuração não é estranha à experiência brasileira. A propósito, cf. AZEVEDO, Luís André N. de M.; CINTRA, Maria Lucia de A. *O Regulamento do novo mercado da bolsa de valores e os custos de decisões em assembleias gerais de companhias de capital pulverizado – estudo em homenagem a Modesto Carvalhosa*. In KUYVEN Luiz Fernando M. (org.) *Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 846-864.

ações atuantes nos EUA³⁸⁶ emita uma recomendação de voto favorável à aprovação da matéria.

Essas empresas dedicam-se a analisar propostas contidas em pedidos públicos de procuração, emitindo, a partir daí, seu posicionamento, o qual, se favorável, tende a contribuir para um aumento de 15% a 20% nas chances de aprovação da proposta apresentada, conforme reportado.

O surgimento de empresas como essas é mais uma importante demonstração da importância adquirida pelos investidores institucionais enquanto participantes da tomada de decisões em companhias listadas nas bolsas de valores dos EUA³⁸⁷.

De todo modo, é no âmbito dessa aproximação inicial, seguida da coleta de intenções de voto (inclusive mediante pedido público de procuração) que se revela o *caráter simbiótico*³⁸⁸ da atuação de ativistas societários e investidores institucionais convencionais, visto que a iniciativa dos primeiros pode demover os segundos de sua condição de reticente passividade, sem que, para isso, tenham de incorrer na parcela mais substancial dos custos envolvidos.

3.4.6 Atuação conjunta com investidores institucionais, como estratégia de redução dos custos envolvidos no ativismo societário

Antes de mais nada, é necessário que a adoção de condutas mais proativas seja compatível com a natureza jurídica, o regulamento e a política de investimentos do veículo em questão, conforme as suas especificidades³⁸⁹.

Caso isso se confirme, o corpo profissional do investidor institucional deve ser suficientemente capacitado a desenvolvê-las, detendo habilidades e qualificação

³⁸⁶ Dentre as quais as mais proeminentes são, no momento, *Institutional Shareholders Service – ISS*, *Egan-Jones Proxy Services* e *Glass, Lewis & Co.*

³⁸⁷ BLACK, Bernard S. *Shareholder Activism*, cit., pp. 07-08.

³⁸⁸ GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N., *Agency Capitalism: Further Implications*, cit., p. 17.

³⁸⁹ A propósito da necessidade de considerar as diferenças existentes entre cada veículo de investimento, a afetar o grau de envolvimento de cada um no processo decisório de companhias investidas, cf. BLACK, Bernard S.; e COFFEE JR., John C. *Hail Britannia*, cit., p. 2.005.

necessárias para analisar informações e identificar oportunidades de aprimoramento da governança e condução das atividades de companhias investidas.

A simples titularidade de um maior número de ações da companhia investida *não* é, porém, suficiente para o desenvolvimento de tais atributos técnico-profissionais.

É necessário que exista uma expectativa de retorno desse investimento em recursos humanos, que, além de substancial, é específico, no sentido de que as habilidades porventura desenvolvidas pelos colaboradores de tais veículos de investimento tendem a não ser prontamente aproveitadas caso este, por qualquer motivo, deixe de desenvolver as condutas pretendidas.

Daí a tendência de que a maioria dos investidores institucionais simplesmente abdique de realizar tais investimentos em primeiro lugar, dadas as dificuldades em auferir ganhos relativos suficientemente expressivos a ponto de compensar os dispêndios incorridos.

Há, portanto, uma *dependência estrutural* (*path dependence*³⁹⁰) vis-à-vis a estrutura pré-existente a dificultar alterações substanciais nas regras de organização de cada veículo de investimento, agravada pelo fato de que estas, apesar da certa simplicidade que as caracteriza - se comparadas com aquelas que incidem sobre a atuação de outros agentes financeiros³⁹¹ - tendem a não ser suficientemente maleáveis para rapidamente se adaptarem a novas circunstâncias³⁹². Eventuais modificações no modo de organização e exercício das atividades de diferentes investidores invariavelmente levam tempo e pressupõem custos não absorvíveis de imediato, o que pode dificultar - ou mesmo impedir - sua efetiva realização.

³⁹⁰ V. Item 2.4 do presente.

³⁹¹ A comparação que se faz, aqui, é com as instituições financeiras, cuja conformação organizacional e modo de atuação se encontram sujeitos a diversos limites, voltados, em suma, à proteção da economia popular e da poupança pública.

³⁹² Conforme salientam Bernard S. Black e John C. Coffee Jr. “(...) tais instituições, tendo desenvolvido um conjunto específico de habilidades organizacionais sob a influência de um conjunto específico de condicionantes jurídicos e políticos, não são tão maleáveis a ponto de rapidamente desenvolver novas habilidades - ao menos caso não esperem auferir ganhos substanciais em decorrência dessa mudança.” (BLACK, Bernard S.; e COFFEE JR., John C. *Hail Britannia*, cit., p. 2.004).

Na realidade, a eventual transmutação de um investidor institucional *reticente* em um ativista societário *convicto* pressupõe transformações no conjunto de incentivos existentes, desde aqueles resultantes da política de remuneração do gestor (geralmente atrelada ao desempenho relativo da carteira sob sua administração e não a ganhos absolutos manifestados no médio e longo prazo) até aqueles provenientes de pressões competitivas em seu mercado de atuação, fazendo-o preferir uma maior diversificação do portfolio de investimentos em detrimento da possibilidade de auferir resultados mais expressivos, decorrentes de uma atuação mais proativa.

Diante disso, parece claro que, ao invés de exigir que investidores institucionais persigam condutas que, mesmo quando compatíveis com sua estrutura e forma de atuação, acabam por resultar demasiado custosas, deve-se fomentar sua *atuação conjunta* com os investidores ativistas, provendo aqueles de maiores facilidades para aderir às campanhas por estes lideradas.

Tal atuação conjunta beneficia tanto uns, quanto outros: os investidores institucionais que, sem incorrerem em custos significativos, contribuem com seu apoio político (leia-se: votos favoráveis manifestados na assembleia geral ou em resposta a pedidos públicos de procuração) para a aprovação de medidas passíveis de resultar na valorização de seu investimento; e os ativistas societários, que se beneficiam do aumento das chances de êxito das estratégias que desenvolvem, a ensejar potenciais ganhos financeiros e também de ordem reputacional, sem que tenham de dispendar as quantias necessárias para adquirir participações adicionais no capital de companhias investidas.

Afinal, como salientam Ronald J. Gilson e Jeffrey N. Gordon³⁹³, deve-se fomentar o surgimento de *“um novo conjunto de agentes, a complementar as iniciativas de diversificação e otimização de carteira de investimentos hoje conduzidas por investidores institucionais. Esses agentes devem desenvolver habilidades para identificar falhas estratégicas e de governança corporativa passíveis de causar impactos de valor significativo, adquirir participações acionárias nas companhias respectivas e, então, apresentar aos investidores institucionais reticentes uma proposta de valor adicionado, resultante das modificações estratégicas ou estruturais pretendidas.”*

³⁹³ Agency Costs of Agency Capitalism, cit., p. 896.

Mais do que isso. Se os interesses de ambos estiverem corretamente alinhados, os ganhos dos investidores institucionais e dos ativistas societários tendem a se refletir em prol de seus participantes finais - quotistas de fundos de investimento, beneficiários de planos de previdência privada, e assim por diante - o que contribui para compensar os custos adicionais por eles incorridos, ao terem optado por investir por intermédio dos veículos em questão, em substituição à participação direta no capital da companhia.

De igual modo, essa atuação coordenada tem grande potencial de contribuir para a redução do absenteísmo resultante da desvalorização crônica de direitos de fiscalização e participação na vida política da companhia, visto como premissa inafastável - pois “*racional*” - a nortear a conduta de acionistas de companhias listadas com acentuada dispersão do capital votante.

Ao fim e ao cabo, os ativistas societários acabam por viabilizar a tomada de decisões estratégicas por parte de investidores institucionais “*racionalmente reticentes*”, contribuindo, desse modo, para um maior desenvolvimento do mercado de capitais, assegurando a expressão de direitos de fiscalização e participação que, de outra maneira, tenderiam a não ser exercidos.

CAPÍTULO IV – SISTEMAS COM *ACENTUADA* DISPONIBILIDADE DE INSTRUMENTOS JURÍDICOS DE DISSOCIAÇÃO DE REPRESENTATIVIDADE POLÍTICA E PARTICIPAÇÃO ECONÔMICA DE ACIONISTAS

4.1 Problemas decorrentes da *excessiva* dissociação entre representatividade política e participação econômica. Concentração do poder de controle societário

Por meio de estruturas piramidais de participação societária e, em menor extensão, das ações com direito de voto diferenciado³⁹⁴ e de outros instrumentos que acarretam³⁹⁵ a dissociação entre representatividade política e participação econômica, o acionista pode garantir para si o poder de controle mediante a realização de investimento inferior ao que seria necessário caso detivesse participação apenas direta no capital da companhia³⁹⁶.

A concentração excessiva do poder empresarial³⁹⁷, resultante da titularidade da parcela mais significativa dos ativos por uma pequena elite empresarial, gera distorções difíceis de serem eliminadas. Isso porque, fazendo uso dos mesmos instrumentos de dissociação entre o voto e a participação nos resultados, o controlador pode facilmente adotar estratégias de autoproteção, voltadas à manutenção do *status quo* e à eliminação de eventuais ameaças ao exercício de seu poder.

³⁹⁴ V. item 4.2.5.

³⁹⁵ É de se notar que alguns dos instrumentos jurídicos referidos, apesar de atenderem objetivos imediatos diversos, acabam por resultar em uma dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas de um modo geral. Exemplo nesse sentido são as transações entre parte relacionadas, as quais, além de produzirem os efeitos jurídicos que lhes são próprios, a depender da modalidade negocial empregada, também podem ensejar a apropriação, pelo controlador que atue como contraparte da companhia, de parcela dos resultados econômicos por ela gerados (mediante o recebimento de comissões ou pagamentos acima dos valores praticados em mercado, dentre outros).

³⁹⁶ “Por meio de estruturas piramidais e, em menor extensão, de participações acionárias recíprocas (...) uma família abastada pode assegurar o controle de uma determinada companhia sem realizar um investimento proporcional nas ações de sua emissão. Estruturas piramidais, em particular, permitem uma dissociação entre direitos de voto e participação em resultados muito superior ao que é tipicamente possível de se obter mediante participação acionária direta. Estruturas piramidais permitem, assim, que famílias com um determinado nível de riqueza detenham a titularidade indireta sobre participações acionárias com valor consideravelmente superior ao que seria possível caso fossem seus detentores diretos.” (MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; e YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*. National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 10692, ago., 2004, p. 12, disponível em <http://www.nber.org/papers/w10692>).

³⁹⁷ Como salienta Fabio K. Comparato, existe uma “incoercível tendência à concentração” do poder de controle (COMPARATO, Fábio K. *O Poder de Controle*, cit., p. VI).

Os efeitos do fenômeno concentracionista não se manifestam apenas no âmbito interno da companhia, uma vez que a elite de controladores também faz uso de estratégias de autoproteção no âmbito externo, por meio do exercício de influência política a fim de garantir seus privilégios e, em última análise, impedir que os ativos sejam realocados na economia, de modo mais eficiente e igualitário.

Não são poucos os autores, de diferentes países, a reconhecer os efeitos nocivos da pressão³⁹⁸ exercida pelos controladores junto a formuladores de políticas públicas em geral, tanto mais intensa quanto forem os ativos sob sua disponibilidade direta ou indireta³⁹⁹. Por vezes os limites da autoproteção são ultrapassados, buscando o controlador obter vantagens adicionais diversas - do Estado invariavelmente - mediante contratações privilegiadas ou benefícios outros (ilícitos, inclusive⁴⁰⁰).

Afinal, os períodos de maior autoritarismo político, combinado com significativo crescimento da economia⁴⁰¹, tendem a vir acompanhados do surgimento de novos laços entre a elite econômica e os integrantes do governo, voltados à garantia de benefícios mútuos. Trata-se, na realidade, de um “*casamento de conveniência*”⁴⁰², em que os agentes políticos, a seu turno, toleram, ou mesmo encorajam, uma maior concentração do poder econômico, de modo a receberem em troca parte dos recursos assim amealhados – via doações para campanhas eleitorais, por exemplo –, ao mesmo tempo em que a elite, como contrapartida, se beneficia de políticas públicas favoráveis aos seus interesses particulares.

³⁹⁸ “Diversos conceitos fundamentais são subjacentes à ideia de ‘entrenchamento’ econômico. Em primeiro lugar, o fato de a condução da maior parcela da atividade empresarial de um determinado país estar em mãos de uma pequena elite, especialmente por meio do estabelecimento de estruturas piramidais de participação societária, dá a esse elite vantagens significativas em matéria de lobby político. Em segundo lugar, os oligarcas comumente fazem lobby em prol de um menor reconhecimento dos direitos de propriedade, de modo a aumentar os benefícios particulares do controle que podem apropriar dos demais investidores. Em consequência, a elite tende a preferir um maior reconhecimento dos direitos de propriedade apenas em determinadas circunstâncias, enquanto que a maior parte da população tende a preferi-lo sempre.” (MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; e YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*, cit., p. 53)

³⁹⁹ Afinal, como referido por Fábio K. Comparato, uma das dimensões do poder de controle compreende a prerrogativa de seu titular, de dispor de bens alheios (da sociedade, no caso) como se fossem próprios. (COMPARATO, Fábio K. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima* Pp. 102 e ss.

⁴⁰⁰ Cf., a propósito, CARVALHOSA, Modesto S. B. *Considerações Sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas*, cit..

⁴⁰¹ Fazendo vir à mente, de imediato, a prevalência dessas circunstâncias – dentre outras, tanto ou ainda mais graves - durante a recente ditadura militar brasileira (1964 a 1985).

⁴⁰² GOUREVITCH, Peter A.; e SHINN, James. *Political Power and Corporate Control*, cit., p. 188.

Não deve haver dúvidas, portanto, de que as consequências deletérias da concentração excessiva de poder extrapolam a esfera da companhia listada (ou mesmo do grupo de sociedades do qual ela participa), contribuindo para a permanência de instituições ineficientes e indutoras de desigualdades e, conseqüentemente, para um menor desenvolvimento econômico e social⁴⁰³.

Os efeitos que mais interessam a este trabalho são, no entanto, aqueles que se produzem no âmbito *interno* da companhia⁴⁰⁴. O principal deles diz respeito ao fato de que, em razão do emprego de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas na companhia, o controlador passa a deter a prerrogativa de prevalecer nas deliberações da assembleia geral⁴⁰⁵ mesmo com reduzida participação no capital social total. Em consequência, a fim de “compensar” a menor participação⁴⁰⁶ nos resultados econômicos⁴⁰⁷ porventura distribuídos pela companhia, decorrente da menor participação societária detida, a tendência é a de que o controlador venha a tomar decisões voltadas a permitir que, ele controlador, aufera vantagens - tangíveis ou intangíveis, financeiras ou não financeiras, imediatas ou futuras - que, por sua natureza, não possam ser compartilhadas com os demais acionistas, genericamente denominadas “benefícios particulares do controle”⁴⁰⁸.

⁴⁰³ Nas palavras de Randall Morck et al. “atribuir a condução da maior parte do setor empresarial de um país a um pequeno conjunto de elites pode levar a distorções na alocação do capital, em benefício dessas mesmas elites (...) impedido o desenvolvimento dos mercados de capitais e (...) retardando o crescimento econômico. Além disso, a fim de preservar sua posição privilegiada no status quo, as elites de controladores pode se utilizar de suas conexões políticas para impedir o desenvolvimento dos mercados de capitais e erguer diversas barreiras à entrada. Isto (...) é o que denominamos ‘entrenchamento’ econômico”. (*Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*, cit., p. 03).

⁴⁰⁴ A concentração excessiva do poder de controle traz consequências deletérias não apenas para os demais acionistas e para a economia em geral, mas, também, para a própria companhia. Uma delas, pouco enfatizada na literatura especializada, é a manipulação de resultados, conforme apontam Torres et. al. (TORRES, Damiana; BRUNI, Adriano L.; RIVERA-CASTRO, Miguel A.; e MARTINEZ, Antonio L. *Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil*. In *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 7, n. 13, 2010, p. 21, disponível em <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2010v7n13p11/0>).

⁴⁰⁵ Art. 116 da LSA.

⁴⁰⁶ Essa parcela tende a ser ainda mais reduzida quando é admitido que companhias emitam ações sem direito a voto com participação preferencial nos resultados, como ocorre no Brasil (Art. 17 da LSA).

⁴⁰⁷ A definição de “resultados econômicos” empregada neste trabalho é ampla, a abranger principalmene os dividendos, mas também todos e quaisquer outros proventos distribuídos pela companhia a seus acionistas (tais como juros sobre capital próprio, bonificações, amortizações, reembolsos de ações), bem assim direitos de conteúdo econômico cujo exercício tenha por referência a participação acionária detida na companhia (direito de preferência na subscrição de ações ou bônus de subscrição, por exemplo).

⁴⁰⁸ Não obstante extrapole os limites deste trabalho, é possível estabelecer um paralelo entre os “benefícios particulares do controle” e aqueles “benefícios particulares” referidos pelo Art. 115, parágrafo primeiro, da LSA, não obstante essa última previsão se dirija a todos os acionistas e não apenas ao acionista controlador. Por outro lado, os “benefícios particulares do controle”, na acepção utilizada pela literatura especializada – empregada ao longo deste trabalho - não se restringem às vantagens auferidas pelo *acionista* controlador,

Não obstante a impossibilidade de elencar todas as modalidades de benefícios particulares de controle, algumas, por sua frequência na prática societária, merecem destaque. De acordo com o entendimento de Ronald Gilson e Alan Schwarz⁴⁰⁹, a oferecer um referencial de análise importante, tais benefícios consistem em: “a) *pagamentos ou compensações que excedam os valores vigentes no mercado*; b) *obtenção de empréstimo junto à companhia por taxas de juros inferiores às de mercado ou em condições excessivamente permissivas para o controlador*; c) *transações entre partes relacionadas envolvendo (i) compra ou venda de ativos a uma entidade vinculada ao controlador por valores diferentes dos praticados no mercado; (ii) outras transações entre partes relacionadas, tais como a outorga de exclusividade para que uma entidade ligada ao controlador atue em uma determinada área, quando a exclusividade não é prática usual de mercado, ou em condições ainda mais vantajosas ao controlador*; d) *aproveitamento de oportunidades comerciais que deveriam ser perseguidas pela companhia controlada (...)*; e e) *obtenção de ‘amenidades’ às custas do dinheiro da companhia, tais como a aquisição de aviões, participação em clubes exclusivos e realização de reuniões em locais mais dispendiosos.*”

Pois bem, nas situações em que o controlador é titular de participação direta, correspondente a mais da metade das ações votantes e do capital total, as decisões vantajosas para a companhia tendem a o ser, também, para ele controlador. Afinal, trata-se do acionista mais exposto aos resultados (positivos ou negativos)⁴¹⁰ das atividades por ela desenvolvidas. Tal correlação direta deixa, no entanto, de existir quando o controlador faz

abrangendo, também, aquelas usufruídas pelos administradores, enquanto controladores, de fato, de companhias listadas com elevada dispersão do capital votante. A propósito dos “benefícios particulares de controle”, cf. GILSON, Ronald J.; e SCHWARTZ, Alan. *Contracting About Private Benefits of Control*. In *Columbia Law and Economics Research Paper No. 436, Stanford Law and Economics Olin Research Paper No. 438, Yale Law & Economics Research Paper No. 461*, 2012, p. 26, disponível em http://denning.law.ox.ac.uk/news/events_files/Contracting_About_Private_Benefits_of_Control.pdf; COFFEE JR., John C. *Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*. Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, Working Paper n. 183, 1990, disponível em <http://ssrn.com/abstract=415300>; EHRHARDT, Olaf; NOWAK, Erik. *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*. *EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809*, 2003, disponível em <http://ssrn.com/abstract=302919>.

⁴⁰⁹ GILSON, Ronald J.; e SCHWARTZ, Alan. *Contracting About Private Benefits of Control*, cit., p. 26.

⁴¹⁰ Evidentemente que não se está a propugnar, aqui, a responsabilização direta e automática do acionista por passivos da companhia investida. “Exposição a resultados negativos” quer significar as consequências delétricas sofridas pelo acionista sempre que a companhia apresentar prejuízos, as quais vão desde o não recebimento de dividendos, até as eventuais perdas sofridas em decorrência da redução do valor da cotação de mercado das ações por ele detidas, passando por uma série de outros efeitos adversos experimentados, direta ou indiretamente, pelos integrantes dos quadros sociais.

jus a uma participação econômica substancialmente *inferior* ao poder político detido, uma vez que *não* detém a maior parcela do capital social total. Nessas circunstâncias, a decisão que agrega valor à companhia não é, necessariamente, a que mais beneficia o controlador, uma vez que esse não auferir a maior parte dos ganhos dela provenientes. Somente em situações especiais, de rara ocorrência, é que as decisões favoráveis à companhia serão, igualmente, aquelas a permitir a obtenção de vantagens particulares pelo controlador.

Esse conflito de interesses latente⁴¹¹, que acarreta graves distorções ao processo decisório societário, também se verifica em companhias onde prevalece uma mais acentuada dispersão da propriedade das ações com direito a voto, pulverizadas entre um sem número de acionistas com participação individual irrisória. Nesse caso, o absenteísmo nas assembleias gerais pode fazer com que o controle da companhia passe a ser exercido, de fato, por seus administradores, os quais, quando também são acionistas, costumam deter parcelas igualmente pouco significativas do capital⁴¹².

A prevalecerem tais circunstâncias, as decisões passam a ser tomadas por pessoas que, tanto quanto o acionista controlador da companhia com acentuada dissociação entre voto e participação econômica, *não* se encontram expostas aos resultados da atividade empresarial (ou se encontram expostas a uma parcela muito pequena dos mesmos). Sob a perspectiva dos administradores-controladores, portanto, as decisões voltadas à maximização do valor da companhia tendem, igualmente, a não serem aquelas mais aptas a lhes assegurar benefícios particulares⁴¹³.

Apesar das muitas semelhanças, existem importantes distinções entre uma situação e outra⁴¹⁴. O administrador-controlador tem à sua disposição estratégias de autoproteção⁴¹⁵,

⁴¹¹ Emprega-se a expressão “interesses conflitantes” em sua acepção mais ampla, a se referir não apenas às hipóteses textualmente previstas no Art. 115 da LSA, mas a toda e qualquer situação de desalinhamento de interesses - atual ou potencial - na esfera societária. A propósito dessa acepção mais ampla, cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 4ª ed., 2011, pp. 104 e ss..

⁴¹² Adquirida, usualmente, em decorrência do exercício de opções de compra de ações que compõem a remuneração variável dos administradores. A propósito, v. ARAGÃO, Paulo C.; SOARES, Daniela. *Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010.

⁴¹³ Cf. MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; e YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*, cit., p. 21.

⁴¹⁴ MORCK, Randall; STANGELAND, David; e YEUNG, Bernard. 2000. *Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease*. In MORCK, Randall (org.) *Concentrated Corporate Ownership*. National Bureau of Economic Research working paper #6814, 1998.

em regra, *menos* efetivas do que aquelas manejadas pelo acionista controlador com participação econômica minoritária, porém detentor da maioria das ações com direito a voto. Falta ao administrador-controlador, nessa específica condição, a possibilidade de assegurar para si, de modo permanente, votos suficientes ao exercício do poder de controle, o que reveste a posição de comando por ele ocupada de maior precariedade⁴¹⁶.

De todo modo, a intensidade das distorções do processo decisório e a efetividade das estratégias de autoproteção do controlador dependem, necessariamente, dos instrumentos jurídicos de dissociação de voto e participação econômica por ele adotados. Cada qual tem características próprias a serem consideradas, diante dos reflexos que produzem na formatação, exercício, concentração e permanência do poder de controle societário. É o que se passa a fazer a seguir.

4.2 Instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica

Os instrumentos jurídicos que acarretam a separação entre representatividade política e participação econômica no âmbito da companhia listada não podem ser analisados de modo isolado, devendo ser compreendidos em um contexto funcional mais amplo, como mecanismos que revestem o poder de controle societário de *maior concentração e permanência*, acabando por contribuir para a permanência das estruturas de controle dominantes em cada país.

⁴¹⁵ Existem, evidentemente, outras estratégias de autoproteção passíveis de serem adotadas pelos administradores, a fim de assegurar sua posição dominante. Dentre elas, merecem destaque as denominadas “*poison pills*” da prática norte-americana, principalmente, e também britânica, as quais não devem ser confundidas com as cláusulas estatutárias usualmente adotadas por companhias brasileiras com elevada dispersão do capital votante (“*poison pills à brasileira*”), objeto de maiores considerações no item 4.2.7 do presente. A propósito, a ressalva de que “*no Brasil, são comuns referências equivocadas à expressão poison pill tal como se esta fosse um sinônimo genérico aplicável a todas as espécies de medidas defensivas contra takeovers hostis. Na realidade, a poison pill é apenas uma espécie, talvez a mais famosa, do gênero das medidas defensivas (takeover defenses).*” (NASCIMENTO, João Pedro B. *Medidas Defensivas contra a Tomada do Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 113).

⁴¹⁶ Tal comparação é de cunho meramente teórico, pois não se trata, evidentemente, de administrador e acionista atuantes em uma *mesma companhia*, o que significaria abdicar das premissas de elevada dispersão acionária e absenteísmo dos acionistas, a permitir o exercício – ainda que a título precário – do controle da companhia por parte de seus administradores.

Isso não significa, porém, ignorar as demais consequências da utilização desses instrumentos na prática societária. A identificação dos efeitos próprios de cada um deles, a partir da forma de que se revestem e dos objetivos imediatos que visam satisfazer é, pois, fundamental, ao revelar com maior clareza o papel que realmente desempenham.

E os efeitos típicos de tais instrumentos jurídicos, assim como seus objetivos imediatos e o grau de dissociação entre voto e participação econômica promovido por cada um deles, tendem a ser bastante diversos, a depender, também, do modo de alocação e da titularidade do poder de controle (ou seja, da *estrutura de controle* dominante). Assim é que alguns desses instrumentos somente têm lugar em companhias com acionista controlador, enquanto outros melhor se adaptam a situações em que o comando da companhia é exercido, de fato, pelos administradores. Mesmo os instrumentos porventura compatíveis com *ambas* estruturas de controle podem ter funções diversas em cada uma delas, dando ensejo a consequências também diversas.

Tendo sido apresentados, em linhas gerais, os problemas decorrentes da concentração excessiva do poder de controle societário nas suas diversas modalidades, com ênfase para o papel exercido pelos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas, cumpre analisar, a seguir, a projeção concreta do problema na realidade brasileira e mundial.

4.2.1 Alguns dados empíricos: Brasil

A apuração da incidência e dos impactos concretos da dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas vem sendo objeto de diversos estudos, alguns deles dedicados à realidade brasileira, especialmente a partir dos anos 1990.

Em trabalho pioneiro de pesquisa empírica, Jairo L. Procianoy⁴¹⁷ reconhece que o mercado de capitais brasileiro é caracterizado pela existência de um acionista (ou grupo de

⁴¹⁷ PROCIANOY, Jairo L. *O Processo Sucessório e a Abertura de Capital nas Empresas Brasileiras: Objetivos Conflitantes*. In *Revista de Administração de Empresas*, v. 34, n. 4, 1994, p. 74-84. Cf., também, PROCIANOY, Jairo L.; COMERLATO, Glória M. B. *Proposta de um Método para Verificação de*

acionistas) dominante, observando que dentre as “(...) *empresas abertas negociadas em bolsa de valores, (...) são poucas as que não têm o controle bem definido por um grupo controlador.*”

Em estudo empírico subsequente, Nelson Siffert Filho⁴¹⁸ busca capturar as transformações da estrutura de propriedade acionária (direta e indireta) de companhias abertas brasileiras em decorrência dos leilões de privatização ocorridos, principalmente, na segunda metade dos anos 1990. A partir da análise de dados referentes às 100 maiores companhias abertas não financeiras naquele período, o autor constata o crescente número de acionistas controladores estrangeiros e o *incremento significativo* de acordos de voto estabelecendo o exercício compartilhado do poder de controle, a contribuir para uma maior dissociação entre direitos políticos e econômicos⁴¹⁹.

A partir de uma amostra mais ampla, composta pelas 278 companhias de capital aberto existentes em 1998, Tagore V. de Siqueira⁴²⁰ reconhece o alto grau de concentração do poder de controle em companhias listadas brasileiras, apontando, como fatores determinantes, a existência de uma estrutura de capital e de regras jurídicas que incentivam a prevalência desse cenário, inclusive ao permitirem um mais amplo emprego dos instrumentos de dissociação ora analisados.

A elevada concentração do poder de controle também é apontada por Silvia Valadares e Ricardo Leal⁴²¹, após compilarem dados públicos acerca da estrutura de propriedade acionária das 325 companhias abertas listadas na BVSP no ano de 2000. Naquele momento, o maior acionista detinha, em média, 41% do capital total, enquanto os cinco maiores eram titulares, em conjunto, de 61%. O poder político mostrava-se mais

Evidências de Transferência de Lucro entre Empresas Similares Abertas de um Mesmo Grupo Econômico. In *Anais do Encontro Anual da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração*, 18, Curitiba : ENANPAD, 2000, pp. 249-264.

⁴¹⁸ SIFFERT FILHO, Nelson. *Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90.* In *Revista do BNDES*, v. 5, n. 9, jun., 1998, disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Governanca_Corporativa/199806_2.html.

⁴¹⁹ Mais um reflexo dos leilões de privatização do controle de companhias abertas estatais, ocorridos no período.

⁴²⁰ SIQUEIRA, Tagore V. de. *Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto.* In *Revista do BNDES*, v. 5, n. 10, dez., 1998, disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Governanca_Corporativa/199812_7.html.

⁴²¹ VALADARES, Silvia M.; e LEAL, Ricardo P. C. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies.* In *Revista Abante*, 3(1), 2000, pp. 29-56.

concentrado, uma vez que 62% das companhias listadas contavam com um detentor de mais de metade das ações votantes, as quais, por sua vez, representavam, em média, somente 54% do capital total. Nesse contexto de acentuada dissociação entre representatividade política e participação econômica do corpo acionário, as estruturas acionárias duais⁴²² eram disseminadas, dado que 89% das companhias abertas haviam emitido ações preferenciais sem direito a voto.

A literatura empírica nacional e estrangeira a respeito do tema, então existente, foi objeto de extensa revisão por Ricardo Leal e Richard Saito em 2003, o que lhes permitiu encontrar evidências de que o valor da companhia aberta tende a ser maior caso *não* existam estruturas piramidais de participação societária, mas desde que os acionistas controladores detenham também uma quantidade expressiva de ações preferenciais sem direito a voto.⁴²³ Aqueles autores, apesar de reconhecerem a existência de acentuada concentração do poder de controle nas companhias abertas brasileiras, especialmente quando o controle é exercido de forma indireta (por meio da interposição de *holding(s)* e estabelecimento de estruturas piramidais)⁴²⁴ - e o amplo potencial de expropriação dos demais acionistas, daí decorrente - afirmam que a titularidade de grande quantidade de ações não votantes pelos controladores pode ser capaz de inibir a prática de atos prejudiciais a investidores externos, uma vez que essa conduta acabaria sendo igualmente danosa aos próprios controladores.

No entendimento dos mesmos autores, a titularidade de quantidade representativa de ações preferenciais sem direito a voto pode inserir-se no âmbito de uma estratégia do

⁴²² V. Item 4.2.5.

⁴²³ LEAL, Ricardo P. C.; e SAITO, Richard. *Finanças Corporativas no Brasil*. In: *RAE electron. vol.2 no.2 São Paulo, Jul/Dec.*, 2003, disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1676-56482003000200005&script=sci_arttext.

⁴²⁴ Cf., também, VALADARES, Silvia M. *Três Ensaio sobre Mercado por Controle no Brasil*. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 1998; VALADARES, Silvia M. *Estrutura de Controle e Propriedade das Empresas Brasileiras*. In: BONOMO, Marco (org.). *Finanças Aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2002. pp. 275-298; LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; ALOY JR.; Reinaldo V.; NASCIMENTO, Guilherme L. *Estrutura de Controle e Valor de Mercado das Empresas Brasileiras*. In *Anais do Encontro Anual da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração*, 24, Florianópolis : ENANPAD, 2000; LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; VALADARES, Silvia M. *Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto*. In *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, 2002, pp. 07-18; e CARVALHAL-DA-SILVA, André L. *A influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras*. Tese de Doutorado em Administração de Empresas apresentada ao Instituto Coppead de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

controlador de aproveitamento da maior liquidez⁴²⁵ daqueles títulos, refletida no seu valor tradicionalmente mais expressivo de sua cotação em bolsa de valores⁴²⁶. Outra explicação apresentada é a de que as preferenciais podem fazer parte da remuneração dos controladores enquanto administradores da companhia, como instrumento de compensação e incentivo⁴²⁷, inclusive em razão da maior facilidade de venda no mercado, sem que, com isso, o bloco de controle fique fragilizado.

Até o momento, o estudo mais abrangente das características da propriedade de capital e titularidade de direitos de voto em companhias abertas brasileiras⁴²⁸ foi realizado por Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto, a partir de informações referentes ao período de 1997 a 2002. Apesar de ressaltarem as limitações envolvendo a base de dados acessada⁴²⁹, os autores apresentam importantes contribuições, a revelar a magnitude da dissociação entre representatividade política e participação econômica do controlador final, bem como os principais instrumentos jurídicos para tanto utilizados (no caso, ações preferenciais sem direito a voto, acordos de acionistas regulando o exercício do direito de voto e estruturas piramidais de participação societária).

Além da redução significativa do número de companhias de capital aberto e com ações negociadas em bolsa no período analisado - talvez em decorrência das alienações de controle havidas no âmbito dos processos de privatização, bem como do relativo fortalecimento dos direitos de minoritários após a promulgação da Lei n. 10.303/01, a contribuir para a decisão dos controladores de promover o fechamento do capital de tais companhias - os autores verificaram ampla incidência do controle majoritário familiar (54.7%), seguido do controle exercido por investidores estrangeiros (18.4%), Estado (7,5%) fundos de investimento (5,2%) e fundos de pensão (2,0%)⁴³⁰.

⁴²⁵ A redução na quantidade de ações ordinárias integrantes da carteira que serve de referência ao IBOVESPA, índice que contempla as ações revestidas de maior liquidez na BVSP, de 30 em 1977 para 14 em 2001, evidencia a maior aceitação das ações preferenciais de companhias abertas, naquele período. É o que constata PROCIANOY, Jairo L. *Brazil: Company, Partnership Models*. In *Review of Financial Analysis*, 2001, p. 314.

⁴²⁶ SAITO, Richard. *Determinants of the Differential Pricing Between Voting and Non-Voting Shares in Brazil*. In *Brazilian Review of Econometrics*, v. 23, n. 1, mai., 2003.

⁴²⁷ ARAGÃO, Paulo C.; SOARES, Daniela. *Opções de Compra de Ações*, cit..

⁴²⁸ ALDRIGHI, Dante M.; MAZZER NETO, Roberto. *Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil*, cit.

⁴²⁹ *Idem*.

⁴³⁰ ALDRIGHI, Dante M.; MAZZER NETO, Roberto. *Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil*, cit., p. 15.

Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto apontaram, ainda, que 77.6% das companhias abertas tinham um acionista controlador claramente identificado, integrante de uma das categorias mencionadas acima⁴³¹ (77.3% em se tratando de companhias listadas), sendo que em 47.9% do total (41,8% do total de companhias listadas) o controlador era titular da maioria do capital votante. Esse acionista detinha, em média, ações correspondente a 51,6% do capital total da companhia aberta, enquanto que os votos sob sua titularidade equivaliam a 72.9%, resultando em um desvio médio de 21.3% (sendo as médias para companhias listadas bastante próximas a essas). Daí terem verificado que 55.9% das companhias abertas integrantes da amostra (64,9% das companhias listadas) apresentavam dissociação média entre voto e participação econômica superior a 10%; enquanto que em 36.2% (42,4%) delas a dissociação era maior do que 25%; e em 13,2% (15,5%), superior a 50%. É de se notar, também, que as médias mais elevadas de dissociação foram encontradas nas companhias abertas sobre controle familiar (25,9%).

Em relação aos percentuais indicados acima, Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto⁴³² especulam que *“essas frações seriam bem menores se as privatizações (...) não tivessem sido conduzidas estritamente pelo objetivo de maximização da receita de venda das empresas, que implicou a mera transferência do controle do governo para grupos privados, desperdiçando-se assim uma oportunidade para a introdução no mercado acionário de grandes empresas com capital disperso.”* Ainda no que se refere ao tema, os mesmos autores entendem que, muito provavelmente, exista uma correlação entre a elevada dissociação entre voto e participação econômica identificada nas companhias abertas do setor de telecomunicações, com o modelo que instrumentalizou a alienação de seu controle no âmbito de referido processo de desestatização⁴³³.

⁴³¹ *Idem.*

⁴³² *Ibidem.*

⁴³³ O emprego extensivo de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica no âmbito do processo de privatização é apontado por Mariana Pargendler, nos seguintes termos: *“(...) Através do uso amplo de ações preferenciais sem direito a voto e, em menor medida, de uma estrutura piramidal, o governo reunia condições de transferir o controle incontestado das subsidiárias da Telebrás, vendendo menos de um quinto do seu capital acionário total.”*⁶⁵¹ *Quando a companhia foi privatizada, O governo federal detinha 51,79% das ações ordinárias, que equivaliam a 19,26% do capital total da companhia, enquanto os acionistas estrangeiros tinham a propriedade de aproximadamente 40% do total das ações da companhia. A estrutura acionária da Telebrás, que permitia ao Estado exercer o controle incontestado detendo apenas uma minoria dos direitos de participação econômica na companhia, distorceu os incentivos do governo como acionista controlador e vendedor, incentivando-o a se apropriar de um montante desproporcional do valor da empresa”* (grifos nossos). (PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 210 e 211)

Já no que concerne, especificamente, à concentração do poder de controle, os dados recolhidos por Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto indicavam que em 39% das companhias abertas (31,8% das companhias listadas) o maior acionista individual detinha mais de 90% do capital votante, sendo que a quantidade de companhias em que se verificava tal participação amplamente majoritária *aumentou* no período abrangido pela pesquisa, passando de 34,9% em 1997 para 43,4% em 2002 (nas companhias listadas, tal quantidade oscilou de 28,4% para 34,5%)⁴³⁴.

A partir dos dados recolhidos, concluem os autores⁴³⁵ que: “(...) *uma estrutura em que o MAU [maior acionista individual] concentra na média mais de 51% do capital e quase 73% dos direitos de votos da empresa parece incompatível com a liquidez e os limites à discricionariedade dos controladores exigidos para o fortalecimento dos mercados primário e secundário de capital. Analogamente, parece racional a relutância de potenciais investidores em adquirir ações de empresas listadas em bolsa sabendo-se que em 31,8% delas o MAU [maior acionista individual] detém mais de 90% do capital votante. Segundo, a elevada média geral das discrepâncias entre as frações dos votos e do capital que o MAU [maior acionista individual] detém na empresa (21%) pode ser um indício de que os controladores persigam a expropriação de minoritários, mais do que a facilitação do financiamento de novas empresas ou a criação de incentivos para atenuar o tradeoff liquidez-monitoramento. O amplo escopo legal para procedimentos que separam direitos de votos e de propriedade é uma das principais dimensões da fragilidade da proteção aos minoritários e da complacência da Lei das S.A. com os privilégios dos controladores, podendo-se especular que aí resida um importante entrave microeconômico ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. De fato, mesmo com as mudanças das Leis 6.404 e 6.385 em 2001 e em 2002, não se avançou muito no sentido de se criar um quadro institucional favorável ao fomento desse mercado. Terceiro, um indicador da debilidade dos mecanismos de enforcement das já frágeis regras legais que disciplinam o mercado de ações é que há empresas em que a parcela das ações PN sem direito a voto excede os 2/3 que eram legalmente permitidos (...)*”. (grifos nossos)

⁴³⁴ *Ibidem*, p. 15.

⁴³⁵ *Idem*, p. 16.

Em outro estudo empírico,⁴³⁶ por meio do qual também analisam dados referentes aos anos de 1998 até 2002, Dante Aldrighi e Fernando Postali identificam uma correlação positiva entre a existência de estrutura piramidal de participação societária e a emissão, pela controlada final, de ações preferenciais sem direito a voto, a evidenciar a frequência com que ambos instrumentos de dissociação entre voto e participação econômica são conjuntamente utilizados. Assim é que as companhias abertas pertencentes a grupos em cadeia vertical de controle apresentam “*uma fração do capital na forma de ações sem direito a voto significativamente maior*” do que as demais. Com efeito, dentre as integrantes de estruturas piramidais, 33% haviam emitido preferenciais sem direito a voto em proporção inferior a 10% do capital total, enquanto que 31% tinham mais de 60% do capital representado por tal espécie de ações⁴³⁷ (aproximando-se, assim, do limite de 2/3 do capital então vigente)⁴³⁸, a demonstrar a existência de acentuada tendência concentracionista.

Os mesmos autores, juntamente com Maria Diaz, identificam, em estudo de 2012, que em mais de um terço das companhias abertas integrantes de estruturas piramidais o acionista controlador detinha mais de 50% do capital social.⁴³⁹ Nessas companhias, diante da participação relativamente alta do controlador no capital total, a dissociação entre voto e participação econômica tenderia a ser menos expressiva. Entretanto, uma quantidade próxima (38%) de companhias abertas apresentava, no mesmo período, ações preferenciais sem direito a voto representativas de mais da metade do capital total,⁴⁴⁰ a indicar, nesse caso, situação exatamente oposta, tendente, portanto, a uma *maior concentração* do poder de controle⁴⁴¹.

As conclusões extraídas dos estudos empíricos mencionados evidenciam que as reformas legais, de regulação e autorregulação promovidas no Brasil no início dos anos

⁴³⁶ ALDRIGHI, Dante M.; POSTALI, Fernando A. S. *Propriedade Piramidal das Empresas no Brasil*. In *Revista Economia*, Brasília, v.12, n.1, jan./abr/, 2011, pp. 27–48, disponível em http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p27_48.pdf.

⁴³⁷ *Idem*, p. 29.

⁴³⁸ Citar artigo LSA antes de 2001.

⁴³⁹ ALDRIGHI, Dante M.; DIAZ, Maria D. M.; e POSTALI, Fernando A. S.. *Pyramidal Ownership Structures in Companies and Corporate Governance in Brazil: the Role of Novo Mercado*. *University of São Paulo (FEA-USP)*, No. 10, 2012, p. 13.

⁴⁴⁰ *Idem*.

⁴⁴¹ Deve ser ressalvado, evidentemente, que qualquer conclusão definitiva nesse sentido depende de verificar se existiam, em atuação na companhia, outros instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas.

2000 *não produziram*, ao menos por enquanto, modificações substanciais nesse quadro de elevada concentração acionária, decorrente em parte do uso disseminado de instrumentos de dissociação entre representatividade e participação econômica, os quais constituem objeto central deste trabalho. Nesse sentido, é particularmente esclarecedora a constatação de Renata Verne, Rafael Santos e Fernando Postali⁴⁴² no sentido de que, nas 100 companhias que abriram capital no Brasil no período de 2004 a 2007, a participação média do controlador no capital total, que antes da oferta pública inicial era de 68%, passou a 48%.

4.2.2 Alguns dados empíricos: demais países

A dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas da companhia listada não é, como referido, um fenômeno exclusivamente brasileiro ou de países em desenvolvimento, sendo também verificada em outros países, especialmente na Europa Continental e no Leste Asiático⁴⁴³, apesar de que em graus distintos.

Conforme apontam Julian R. Franks e Colin Mayer⁴⁴⁴, dentre as 170 maiores companhias listadas nas bolsas de valores da França e da Alemanha em meados dos anos 1990, mais de 80% apresentavam um acionista titular de ao menos 25% das ações com direito a voto, enquanto que em mais da metade delas existia um acionista majoritário no capital votante.

Em estudo subsequente, Colin Mayer, juntamente com Marco Becht⁴⁴⁵, constata que em metade das companhias listadas não financeiras da Áustria, Bélgica, Alemanha e Itália existia um acionista (ou grupo de acionistas atuando em conjunto) detentor de mais

⁴⁴² VERNE, Renata M.; SANTOS, Rafael L.; POSTALI, Fernando S. *Estruturas de Propriedade Piramidais e seus Efeitos sobre o Valor de Mercado das Companhias Brasileiras que Abriram Capital no Período 2004-2007*. In *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, 9, São Leopoldo. São Paulo: SBFIN, 2011, p. 18, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1423585>.

⁴⁴³ Infelizmente, os estudos realizados pelas mais renomadas instituições globais de ensino e pesquisa pouco se dedicam à análise de informações a respeito de outros países Latino-Americanos.

⁴⁴⁴ FRANKS, Julian R.; e MAYER, Colin. *Ownership and Control*. In SIEBERT H. (org.) *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?* Tübingen: Mohr Siebeck, 1995.

⁴⁴⁵ BECHT, Marco e MAYER, Colin. *Corporate Control in Europe*. s.l : s.n., set., 2000, p. 09, disponível em <http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/5/568/papers/Becht.pdf>.

de metade das ações votantes. Ademais, também em metade das companhias listadas na Holanda, Espanha e Suécia, respectivamente, 43,5%, 34,5% e 34,9% das ações com direito de voto eram de titularidade de um único acionista. Em contrapartida, a participação *média* no capital votante de companhias listadas no Reino Unido era de 9,9%, enquanto que nos EUA era de 8,6% (NASDAQ) e 5,4% (NYSE).

A elevada concentração do poder de controle na Europa Continental não decorre, apenas, da existência de *alguns* acionistas titulares de participação expressiva no capital votante (por vezes, majoritária), mas também da inexistência de *outros* acionistas detentores de quantidade expressiva de ações com direito a voto da mesma companhia.⁴⁴⁶ Assim é que, a participação média do *segundo* maior acionista no capital votante era de 2,5% na Áustria, 10,2% na Bélgica, 5,9% na França, 7,6% na Itália e 8,7% na Suécia. Na Alemanha, tal participação era tão reduzida que sequer figurava acima do limite mínimo de divulgação exigido pela Diretiva 88/627/EEC. No que se refere ao *terceiro* maior acionista, a participação média no capital votante era de 4,7% na Bélgica, 3,4% na França, 3,0% na Itália e 4,8% na Suécia, estando abaixo do limite mínimo na Áustria e, novamente, na Alemanha.

Enquanto isso, no RU a participação média do *segundo* e *terceiro* maiores acionistas era, respectivamente, de 7,3% e 5,2 das ações com direito a voto, sem que houvesse uma redução expressiva dos percentuais dali em diante. A partir do *décimo* maior acionista, tal participação continuava superior a 3%, enquanto que, em virtualmente todos os países da Europa Continental apontados, o percentual era inferior ao limite mínimo de divulgação⁴⁴⁷.

Conforme concluem Marco Becht e Colin Mayer⁴⁴⁸ “na Europa Continental, o maior acionista tem a posição dominante de controlador do capital votante em relação aos demais acionistas. No RU nenhuma acionista exerce esse poder individualmente; pelo contrário, esse poder somente pode surgir em decorrência de coalizões entre acionistas. A situação é a mesma nos EUA, mas a eventual coalizão de controladores deve deter participação ainda maior do que no RU.”

⁴⁴⁶ Id. BECHT, Marco e MAYER, Colin, *Corporate Control in Europe*, p. 09.

⁴⁴⁷ Id., p. 10.

⁴⁴⁸ BECHT, Marco e MAYER, Colin. *Corporate Control in Europe*, cit., p. 16.

Em outro estudo, Marco Becht, juntamente com Ailsa Röell, destaca o “*grau de concentração do poder de controle extraordinariamente alto na Europa Continental, em relação aos EUA e ao RU*”⁴⁴⁹.

O mesmo ocorria em importantes economias do Leste Asiático, como a sul-coreana, como se verifica de estudo⁴⁵⁰ no qual, após análise de dados a respeito de companhias listadas na bolsa de valores de Seul (muitas integrantes de grandes conglomerados, denominados “Chaebols”), é apontada significativa dissociação entre representatividade política e participação econômica, associando-a, inclusive, a uma menor lucratividade da companhia.

Em outra análise bastante abrangente, Karl Lins toma por referência informações do ano de 1995 acerca de 1.433 companhias listadas em bolsas de valores de mercados emergentes, dentre os quais o Brasil⁴⁵¹, tendo verificado que dois terços das sociedades sob controle acionário pertencem a estruturas piramidais, e que o poder político do controlador é, em média, 2,7 vezes superior à sua participação econômica na companhia listada indiretamente controlada. O autor aponta, também, uma redução relativa no valor da companhia, na proporção do grau de dissociação existente⁴⁵².

O também amplo estudo de Mara Faccio e Larry Lang, voltado à análise da estrutura de propriedade e controle de 5.232 companhias listadas em bolsas de valores de 13 países da Europa Ocidental, permite que identifiquem o emprego de cadeias piramidais por 19% do total das companhias consideradas em que se pode identificar a existência de um acionista controlador⁴⁵³. De todo modo, tais autores apontam que a dissociação entre

⁴⁴⁹ BECHT, Marco; e RÖELL, Ailsa. *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, In 43 *Eur. Econ. Rev.* 1049, 1999.

⁴⁵⁰ JOH, Sung Wook. *Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence From Korea Before the Economic Crisis*. In *Journal of Financial Economics* 68:2, 2003, pp. 287-322.

⁴⁵¹ Nesse estudo, além do Brasil, foram consideradas informações referentes a companhias listadas na Argentina, Chile, República Tcheca, Hong Kong, Indonésia, Israel, Malásia, Peru, Filipinas, Portugal, Cingapura, África do Sul, Coréia do Sul, Sri Lanka, Taiwan (China), Tailândia e Turquia.

⁴⁵² LINS, Karl. *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*. In *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38:1, 2003, pp. 159-184.

⁴⁵³ FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P. *The Ultimate Ownership in Western European Corporations*. In *Journal of Financial Economics* 65:3, 2002, pp. 365-395. É de se notar, entretanto, que esses autores presumem que a titularidade de ao menos 20% do capital votante é suficiente para o exercício do poder de controle. Caso nenhum acionista detenha tal participação, os autores consideram a companhia como tendo “*capital disperso*” (*Idem*, p. 369).

voto e participação econômica – obtida por meio de cadeias piramidais, estruturas duais ou participações societárias recíprocas, basicamente – é, de modo geral, *reduzida* dentre as companhias integrantes da amostra pesquisada. Tal conclusão está alinhada com aquela apresentada por Julian R. Franks e Colin Mayer⁴⁵⁴, no sentido de que existe uma baixa disseminação de estruturas piramidais em companhias listadas alemãs.

4.2.3 Impactos sobre o valor da companhia

Como se verifica, os estudos empíricos de autores estrangeiros não se limitam, evidentemente, a apontar a existência dos instrumentos de dissociação de voto e participação econômica, mas buscam também identificar seu impacto na rentabilidade e no valor das companhias⁴⁵⁵.

Tendo em vista esse escopo, Stijn Claessens et. al.⁴⁵⁶, em 2002, a partir de uma amostra de 1.301 companhias listadas em bolsas de oito economias⁴⁵⁷ do Leste Asiático no ano de 1996, recolhem evidências no sentido de que, quanto maior a parcela dos resultados econômicos de titularidade do controlador, maior o valor da companhia. Por outro lado, quando essa participação econômica é *mais reduzida*, frente à quantidade de votos detidos

⁴⁵⁴ FRANKS, Julian R.; e MAYER, Colin. *Ownership and Control of German Corporations*. In *Review of Financial Studies* 14, 2001, pp. 943–977.

⁴⁵⁵ ALDRIGHI, Dante M.; DIAZ, Maria D. M.; e POSTALI, Fernando A. S.. *Pyramidal Ownership Structures*, cit., p. 06.

⁴⁵⁶ CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; e LANG, Larry H.P. *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, cit.

⁴⁵⁷ Hong Kong, Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, Filipinas, Cingapura, Taiwan e Tailândia. Os autores inicialmente se basearam nos dados colhidos em estudo anterior (STIJN, Claessens; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H.P. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, cit.), referente a informações sobre companhias listadas nesses países e também no Japão no ano de 1996. É de se notar que os autores excluíram da amostra as companhias japonesas - além de afastarem empresas de quaisquer dessas economias atuantes no setor financeiro e demais mercados regulados - uma vez que “(...) *companhias japonesas também dominam a amostra de que dispomos (1.240 de 2.980 companhias)*. Em consequência, *empresas japonesas poderiam influenciar os resultados em demasia. Um resultado em desequilíbrio seria ainda mais provável levando-se em consideração as características das empresas japonesas – na maioria delas a estrutura de propriedade acionária é dispersa, e a propriedade e gestão são dissociadas com maior frequência do que em outras economias do Leste Asiático. Os acionistas mais importantes no Japão são instituições financeiras de capital disperso, diferentemente, uma vez mais, de muitas economias na região. Essas instituições financeiras e empresas a elas relacionadas frequentemente atuam em conjunto para influenciar a governança de companhias investidas, um fenômeno que não pode ser mensurado por dados oficiais acerca da propriedade acionária. Sendo assim, incluir o Japão no conjunto de economias do Leste Asiático que consideramos seria menos útil para dissociar os incentivos e consequências de autoproteção resultantes da propriedade acionária e do controle concentrados*”. (CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; e LANG, Larry H.P. *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects*, cit., pp. 2.744 e 2.745).

pelo controlador, o valor da companhia diminui, o que, no entendimento daqueles autores, constitui evidência dos efeitos deletérios da dissociação ali existente.

Nesse sentido, as ressalvas de André Luiz Carvalho da Silva⁴⁵⁸ segundo o qual a existência de uma estrutura piramidal acarreta redução do valor da companhia. De igual modo, Paul A. Gompers et al. apontam uma correlação positiva entre a titularidade de direitos de participação econômica por parte do acionista controlador, o valor da companhia e seu desempenho, a qual passa a ser negativa se houver dissociação entre voto e participação econômica⁴⁵⁹.

As conclusões de Stijn Claessens et. al. em 2002⁴⁶⁰ estão alinhadas com aquelas de trabalhos empíricos anteriores, como o de Randall K. Morck et. al. em 2000⁴⁶¹ - em que, a partir de informações referentes a companhias listadas no Canadá, demonstraram que a concentração do poder de controle tem repercussões ainda mais amplas pois, além de impactar negativamente o valor das companhias, impede um maior desenvolvimento econômico, tendo em vista o interesse dos controladores na manutenção das estruturas vigentes, ainda que não sejam as mais eficientes – e o de Rafael La Porta et. al. de 2002⁴⁶², apontando um menor valor das companhias em países nos quais onde prevalece uma maior concentração do poder de controle, resultante, segundo eles, de uma inadequada proteção aos investidores externos⁴⁶³.

Feitas essas considerações, com especial atenção aos estudos empíricos que constata a elevada concentração do poder de controle acionário em companhias listadas na Europa Continental e nos países em desenvolvimento, causada, em larga medida, pela intensa dissociação entre representatividade política e participação econômica dos

⁴⁵⁸ CARVALHAL-DA-SILVA, André L. *A influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor*, cit.

⁴⁵⁹ GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; e METRICK, Andrew. *Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies*. Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. W10240, 2004, disponível em <http://ssrn.com/abstract=492353>.

⁴⁶⁰ CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; e LANG, Larry H.P. *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects*, cit., p. 2.743.

⁴⁶¹ MORCK, Randall K.; STANGELAND, David; e YEUNG, Bernard. *Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth*, cit..

⁴⁶² LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Valuation*. In *Journal of Finance*, jun., 2002, disponível em http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/rafael-laporta/Valuation_JOF_MAY2001.pdf.

⁴⁶³ A propósito das críticas à Teoria das Famílias Jurídicas e, de um modo mais amplo, à Teoria do *Law and Finance*, v. item 2.4.1.5 deste trabalho.

acionistas, pode-se analisar, a seguir, os principais instrumentos jurídicos que acarretam tal consequência.

Antes disso, porém cumpre salientar que os autores que se dedicam à análise do tema usualmente dão ênfase a *três* instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica do acionistas: estruturas piramidais de participação societária, estruturas acionárias duais e participações acionárias recíprocas⁴⁶⁴.

Nos itens a seguir, apenas os dois primeiros serão objeto de análise mais detida, em itens específicos, tendo em vista que a utilização do terceiro instrumento indicado (participações recíprocas) é objeto de severas restrições por parte da LSA, tornando-o, em consequência, menos significativo para a conformação geral da estrutura de controle dominante no mercado local.

Em seu lugar, foram inseridos dois itens: o primeiro voltado à compreensão dos acordos de acionistas tendo por objeto o exercício do poder de controle *enquanto instrumentos que ensejam a dissociação apontada* e, o segundo, dedicado às cláusulas estatutárias de limitação de votos e imposição de oferta pública de aquisição de ações; tendo em vista a frequência com todos eles que são utilizados em companhias listadas brasileiras.

As participações acionárias recíprocas, por sua vez, serão objeto de considerações mais gerais, em um único item, tendo em vista o impacto *relativamente* menos significativo que produzem na realidade societária do Brasil, bem como os limites metodológicos a que se sujeita este trabalho.

⁴⁶⁴ TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity*, cit.; LA PORTA, Rafael, LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership around the World*, cit.; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Law and Finance*, cit.; VERNE, Renata M.; SANTOS, Rafael L.; POSTALI, Fernando S. *Estruturas de Propriedade Piramidais e seus Efeitos sobre o Valor de Mercado das Companhias Brasileiras que Abriram Capital no Período 2004-2007*, cit.; ALDRIGHI, Danto M.; POSTALI, Fernando A. S. *Propriedade Piramidal das Empresas no Brasil*, cit.; BURKART, Mike; LEE, Samuel. *One Share-One Vote: The Theory*. In *Review of Finance* 12, 2008, pp. 1-49; ADAMS, Renée; e FERREIRA, Daniel. *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*. In *Review of Finance*, 12, 2008, pp. 51-91, disponível em <http://personal.lse.ac.uk/ferreird/51.pdf>, dentre outros.

De todo modo, cumpre notar que a categoria à qual pertencem os instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica é bastante ampla, de modo a abranger não apenas aqueles, de um modo ou de outro, analisados ao longo deste trabalho, mas também quaisquer outras *estratégias* voltadas à promoção de consequências análogas.

Nesse sentido, as transações entre parte relacionadas realizadas em condições incompatíveis com as vigentes no mercado ou sem pagamento compensatório adequado⁴⁶⁵, assim como condutas voltadas, pura e simplesmente, à apropriação de recursos da companhia (“*tunneling*”, na expressão de amplo significado consagrada pela literatura estrangeira⁴⁶⁶), também acarretam a dissociação apontada, mas por meios outros que não a utilização *lícita* de instrumentos previstos no ordenamento jurídico, razão pela qual, diante de sua natureza claramente patológica, serão abordados apenas incidentalmente ao longo deste trabalho, de modo a prover um referencial útil de comparação.

Por fim, mas não menos importante, buscar-se-á, como salientado, enxergar tais instrumentos em questão sob essa perspectiva funcional mais abrangente para, a partir daí, identificar as especificidades de cada um e suas consequências jurídicas próprias.

4.2.4 Participação acionária por intermédio de estrutura piramidal

As estruturas piramidais surgem em decorrência da interposição de uma ou mais sociedades *holding*, de modo que o acionista passe a deter participação indireta na companhia, por meio de sucessivas posições de controle nas diversas sociedades da cadeia vertical. Para o controlador a principal vantagem está em permitir a diluição do investimento necessário à aquisição de uma participação (votante) majoritária na companhia investida, resultante da existência de sócios minoritários em uma ou mais sociedades *holding*⁴⁶⁷ sob controle comum.

⁴⁶⁵ Art. 245 da LSA.

⁴⁶⁶ JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, e SHLEIFER, Andrei. *Tunneling*, cit.; e KIRCHMAIER, Tom; GRANT, Jeremy; e KIRSHNER, Jodie A. *Financial Tunneling and the Mandatory Bid Rule*, cit.

⁴⁶⁷ A existência de minoritários *independentes* (“externos”) em uma ou mais sociedades *holding* da cadeia vertical é pressuposto necessário para a caracterização da pirâmide como um instrumento de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas. Tal dissociação surge, exatamente,

Em síntese, como salientam Adolf A. Berle Jr. e Gardiner G. Means⁴⁶⁸, a estrutura piramidal “*envolve a propriedade da participação majoritária no capital de uma companhia que, por sua vez, detém a maioria do capital de outra, em um processo que pode ser repetido inúmeras vezes. Assim, uma participação igual ou pouco superior a um quarto, um oitavo, um dezesseis-avos ou menos do que isso é, por meio dessa metodologia, ‘entrincheirada’.* (...) *O detentor da maioria do capital da companhia no topo da pirâmide pode exercer o controle de toda as companhias (...) não obstante sua participação seja, até mesmo, inferior a um por cento do total.*”

Atualmente no Brasil, é comum as companhias listadas figurarem apenas na “base da pirâmide”⁴⁶⁹, enquanto que em outros países elas surgem com mais frequência também em outros elos da cadeia⁴⁷⁰, Estruturas envolvendo *holdings* listadas não são, entretanto, estranhas à experiência brasileira. Pelo contrário, dentre os grandes grupos empresariais sob controle estatal havia muitos com duas ou mais companhias listadas, algumas delas integrantes de níveis intermediários da estrutura piramidal. Arranjos como esses, ineficientes em diversos aspectos⁴⁷¹, foram na grande parte dos casos racionalizados,

da possibilidade de deter participação de controle em cada sociedade *holding* da cadeia - podendo existir, é claro, em cada uma delas, outros instrumentos a promover as mesmas consequências - sem a necessidade de titularizar a totalidade de seu capital. Caso contrário, estar-se-ia diante do emprego de sucessivas sociedades *holdings* como arranjo voltado, simplesmente, a um melhor planejamento patrimonial ou tributário.

⁴⁶⁸ BERLE, Adolf A.; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932, pp. 72-73.

⁴⁶⁹ Isso não significa que as estruturas piramidais brasileiras sejam pouco complexas, pelo contrário. Como salienta Sergio G. Lazzarini “(...) as estruturas piramidais no Brasil tendem a ser bastante complexas e extensas.”, destacando, igualmente, que “as estruturas de propriedade no Brasil se caracterizam por pirâmides de controle complexas e aglomerações de proprietários que, em grande medida, definem quem tem mais ou menos influência.” (*Capitalismo de Laços*, cit., pp. 21 e 86). O mesmo autor cita como exemplo a célebre estrutura piramidal de participações societárias envolvendo a então *Brasil Telecom* e o *Grupo Opportunity*: “(...) logo depois do leilão, entretanto, Daniel Dantas arquitetou um movimento que, aparentemente, passou despercebido pelos canadenses (Figura 51). De alguma forma, conseguiu convencer os fundos de pensão a formar uma nova entidade, *Newtel*, que abrigaria as participações acionárias do *Opportunity* e dos fundos (51% no total). Com isso, automaticamente, a *Newtel* passou a ser a entidade com controle majoritário da *Telpart*. Mais ainda, dado que o *Opportunity* detinha, anteriormente, participação acionária ligeiramente superior à dos fundos de pensão, o banco conseguiu, na *Newtel*, estabelecer também controle majoritário (51%). Obtendo o controle da *Newtel*, que, por sua vez, controlava a *Telpart*, Dantas apoderou-se das empresas de telefonia pertencentes a essa complexa pirâmide societária.” (*Capitalismo de Laços*, cit., p. 82).

⁴⁷⁰ Por outro lado, deve ser salientado que “(...) em muitos casos as companhias listadas estão no topo de estruturas piramidais (...)” (BIANCHI, Marcello; BIANCO, Magda; e ENRIQUES, Luca. *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*. In *European Corporate Governance Network* (ed.). *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries*. Relatório Preliminar submetido à Comissão Européia em 27 de outubro de, 1997, vol. I, p. 14, disponível em <http://www.ecgn.ulb.ac.be/>).

⁴⁷¹ Ineficiência essa decorrente, principalmente, da crônica falta de liquidez do mercado bursátil brasileiro.

pouco antes ou logo após os leilões de privatização ocorridos nos anos 90, sem extinção da cadeia societária vertical, mas mantendo-se a controlada final como única companhia com ações negociadas na BVSP.

Os primeiros estudos a respeito do tema costumavam correlacionar a existência de estruturas piramidais a falhas de mercado verificadas nos países em desenvolvimento. Trabalhos subsequentes, no entanto, apontaram a presença de estruturas do gênero também em países desenvolvidos⁴⁷², reconhecendo-as como instrumentos bastante disseminados de separação entre votos e participação econômica e, portanto, de concentração do poder de controle⁴⁷³.

O influente estudo de LLS⁴⁷⁴ já referido, marcou o início de uma extensa literatura⁴⁷⁵ a respeito de estruturas de propriedade acionária e de controle, ao apontar o emprego de cadeias societárias piramidais como um dos fatores a contribuir para uma maior predominância de companhias de capital concentrado, vis-à-vis aquelas com maior dispersão de capital, supostamente resultantes de sistemas que privilegiariam a proteção de investidores externos.

Com efeito, as estruturas piramidais são instrumentos bastantes usuais de dissociação entre representatividade política e participação econômica, especialmente no Leste Asiático⁴⁷⁶ e em alguns países da Europa Continental, como França, Alemanha e Itália.

⁴⁷² As estruturas piramidais são comuns em países da Europa Continental, como França, Alemanha e Itália. Cf., a propósito, FRANKS, Julian R.; e MAYER, Colin. *Ownership and Control of German Corporations*, cit.; FRANKS, Julian R.; e MAYER, Colin. *Corporate Ownership and Control in the UK, Germany and France*, cit.; BIANCHI, Marcello; BIANCO, Magda; e ENRIQUES, Luca. *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, cit.

⁴⁷³ LA PORTA, Rafael, LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership around the World*, cit.; e TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity*, cit.

⁴⁷⁴ LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SCHLEIFER, Andrei, *Corporate Ownership Around the World*, cit.

⁴⁷⁵ V. Nota de Rodapé n. 19.

⁴⁷⁶ CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H.P. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, cit.

Nos EUA e no RU, porém, sua utilização é hoje mais escassa⁴⁷⁷. Segundo apontam Simon Johnson et al. a ausência, em dias atuais, de um número significativo de estruturas piramidais em companhias listadas poderia ser explicada da seguinte maneira: “(...) talvez a razão pela qual as estruturas piramidais são relativamente raras nos EUA e no RU é a de que muitas transações que ocorrem dentro de um grupo de sociedades poderiam ser objeto de demandas por parte de acionistas minoritários de controladas, argumentando sua falta de legitimidade, com chances de acolhimento em juízo”⁴⁷⁸.

Fato é que a estrutura piramidal de participações societárias consiste em instrumento a permitir o exercício do poder controle mediante *menor* exposição aos resultados econômicos do investimento, capaz de gerar desalinhamento de interesses entre o controlador e os demais acionistas que, por sua vez, pode distorcer a tomada de decisões empresariais e provocar o aumento dos denominados “custos de agência”⁴⁷⁹.

A uma, porque a estrutura piramidal pode dar ensejo ao surgimento de uma modalidade de controle *minoritário* - em relação ao capital total - que não é ameaçada por ofertas hostis de aquisição do controle, pois exercida mediante participação (indireta) majoritária no capital votante da companhia listada. Desse modo, o controlador indireto que se vale de sua posição para extrair benefícios particulares do controle *indevidos* não pode ser tão facilmente afastado, como o seria, teoricamente, caso detivesse participação minoritária direta no capital votante ou não detivesse participação alguma (controle gerencial).

A duas, porque tal estrutura, ao permitir a significativa dissociação entre voto e participação econômica, não contempla os incentivos à tomada de decisões benéficas à companhia como um todo, existentes quando o controlador detém a maioria do capital votante e do capital total, estando exposto, portanto, às consequências (positivas ou negativas) das decisões que tomar.

⁴⁷⁷ Cf. MORCK, Randall K. *How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Inter-Corporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy*. In 19 *Tax Policy and the Economy*, 135, 2005; MORCK, Randall K.; e YEUNG, Bernard. *Dividend Taxation & Corporate Governance*. In 19 *J. Econ. Persp.* 163, 164, 2005; e BANK, Steven; e CHEFFINS, Brian R. *The Corporate Pyramid Fable*. In 84 *Bus. Hist. Rev.* 435, 439, 2010.

⁴⁷⁸ JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, e SHLEIFER, Andrei. *Tunneling*. In *American Economic Review* 90:2, 2000, pp. 22-27.

⁴⁷⁹ V. Nota de Rodapé n. 299.

O caráter nocivo das estruturas piramidais está, portanto, no fato de permitirem um alto grau de concentração do poder de controle, sem que o controlador tenha de arcar com os custos decorrentes da aquisição de uma participação majoritária direta na companhia.

Já nas companhias listadas em que prevalece maior dispersão do capital votante, tal estrutura garante uma eficaz proteção contra ameaças representadas por ofertas hostis de aquisição do controle e disputas iniciadas mediante pedidos públicos de procuração, servindo como instrumento de autoproteção (“entrincheiramento”) do controlador minoritário. É de se notar que a dissociação entre representatividade política e participação econômica resultante da cadeia societária vertical pode ser acentuada ainda mais, mediante, por exemplo, a criação – na companhia indiretamente controlada ou mesmo nas *holdings* intermediárias - de ações sem direito a voto (ou com voto diferenciado, quando admitido pelo ordenamento jurídico), o que vem se mostrando usual na prática societária.

4.2.4.1 Abordagem alternativa: teoria do “mercado de capitais interno”

Mais recentemente, esse quadro sombrio começou a ser, de certo modo, relativizado, a partir de estudos que enxergam nas estruturas piramidais vantagens para a companhia e para os demais acionistas, especialmente em economias onde a assimetria informacional é significativa e nas quais existe uma maior dificuldade em fazer valer os compromissos assumidos⁴⁸⁰.

Isso porque tais estruturas permitiriam internalizar relações contratuais que, caso prevalecesse a sociedade isolada, teriam de ser conduzidas no âmbito dos mercados (de matérias-primas, de trabalho, de produtos acabados, dentre outros), enfrentando-se os percalços apontados.

⁴⁸⁰ Cf. KHANNA, Tarun; e PALEPU, Krishna. *Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups*. In *Journal of Finance* 55:2, 2000, pp. 867-93; KHANNA, Tarun; e RIVKIN, Jan W. *Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets*. In *Strategic Management Journal* 22:1, 2001, pp. 45-74; LEFF, Nathaniel. *Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups*. In *Economic Development and Cultural Change* 26:4, 1978, pp. 661-75; e LEFF, Nathaniel. *Capital Markets in the Less Developed Countries: The Group Principle*. In McKINNON, Ronald (ed.). *Money and Finance in Economic Growth and Development*. New York: Marcel Dekker, 1976.

Além de prover esse espaço interno para trocas econômicas - alheias, em certa medida⁴⁸¹, à influência dos mercados externos - o grupo de sociedades permitiria projetar, nas relações com terceiros entabuladas por cada uma de suas integrantes, a reputação e confiança conquistadas por outras participantes da estrutura, ou mesmo, pelo próprio controlador final⁴⁸². O mesmo pode-se dizer a respeito de outros intangíveis, tais como marca e demais sinais distintivos, passíveis de contribuir para o pronto reconhecimento de novos produtos e serviços lançados por sociedade do grupo; bem como das importantes sinergias decorrentes da utilização de uma estrutura administrativa comum⁴⁸³, e assim por diante.

O fator reputacional também pode ser decisivo para permitir uma maior captação de recursos por parte da companhia integrante de estrutura piramidal, seja mediante financiamento bancário, seja por meio de aportes de investidores externos, contornando deficiências dos mercados respectivos⁴⁸⁴.

E, uma vez captados os recursos, estaria o controlador final capacitado a alocá-los mais livremente entre as diversas sociedades do grupo, por um sistema de “*vasos comunicantes*”⁴⁸⁵ impossível de ser implementado em se tratando de sociedades isoladas sob controle diverso. Daí o reconhecimento de que a organização societária piramidal daria ensejo ao surgimento de um “*mercado de capitais interno*”, capaz de permitir às sociedades participantes o acesso, em teoria, mais rápido e menos custoso a recursos de terceiros, valendo-se de um maior poder de barganha, bem como do respaldo reputacional e por vezes financeiro do grupo como um todo, ou mesmo do controlador final, principalmente em se tratando de famílias controladoras⁴⁸⁶.

⁴⁸¹ Dada a necessidade – expressa no Art. 245 da LSA - de que transações entre partes relacionadas se dêem em bases equitativas ou mediante pagamento compensatório adequado.

⁴⁸² Essa finalidade é ainda mais acentuada nas companhias sob controle familiar.

⁴⁸³ Arts. 269, inciso VI, e 272 e ss. da LSA, em se tratando especificamente dos “grupos de direito”.

⁴⁸⁴ Deficiências essas que podem gerar consequências ainda mais graves, se somadas à inexistência (ou à falta de efetividade) de normas de proteção de investidores em geral, constituindo sérios entraves à realização de negócios e dificultando o levantamento de quantias mais significativas no mercado de capitais. A propósito, cf. MORCK, Randall K.; WOLFENZON, Daniel; e YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*, cit., p. 17.

⁴⁸⁵ Cf. salienta Fábio K. Comparato: “*A confusão patrimonial, em maior ou menor grau, é inerente a todo grupo econômico. O interesse individual de uma sociedade é sempre subordinado ao interesse geral do complexo de empresas agrupadas. Com isto, são praticamente inevitáveis as transferências de ativo de uma sociedade a outra, ou uma distribuição proporcional de custos e prejuízos entre todas elas.*” (COMPARATO, Fábio K. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., p. 429) (grifos nossos).

⁴⁸⁶ ALDRIGHI, Dante M.; DIAZ, Maria D. M.; e POSTALI, Fernando A. S.. *Pyramidal Ownership Structures*, cit., p. 17.

As possíveis vantagens de estruturas piramidais em matéria de captação externa e repasse intrassocietário de recursos podem ser a solução para o “*dilema do capitalista*”, conforme proposto por Yoshisuke Aikawa, fundador do Grupo *Nissan*. Quando o empreendedor faz uso apenas de recursos próprios ou de sua família, a dimensão dos negócios permanece reduzida. Se, no entanto, opta por captar recursos de terceiros, corre o risco de ter de abdicar do controle. A estrutura piramidal permitiria, ao mesmo tempo, alavancar a captação de recursos e garantir a manutenção do poder de controle, razão pela qual aquele empreendedor entendia ser ela a ideal⁴⁸⁷.

Não obstante a maioria dos estudos teóricos enfatize os aspectos nocivos das estruturas piramidais, os fatores determinantes à sua criação ainda estão sujeitos a controvérsia. Seriam tais estruturas, necessariamente, instrumentos de expropriação de acionistas não controladores, acarretando, portanto, perdas de valor para a companhia como um todo⁴⁸⁸, ou teriam elas um papel relevante, especialmente nos países em desenvolvimento, voltado à superação de um ambiente institucional adverso e de barreiras de acesso ao mercado de capitais?

A fim de contribuir para o deslinde da questão, Silvia Valadares e Ricardo Leal⁴⁸⁹ apresentam uma interessante motivação para a criação de estruturas piramidais, argumentando que poderiam ser utilizadas pelo acionista controlador a fim, também, de fortalecer sua posição perante *outro acionista* titular de participação expressiva na mesma companhia⁴⁹⁰.

⁴⁸⁷ AIKAWA, Yoshisuke. *New Capitalism and Holding Companies*. s.l. : Tokyo Bankers Association, 1934, *apud* MORCK, Randall K; WOLFENZON, Daniel; e YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment*, cit., p. 20.

⁴⁸⁸ Como salientam Renata M. Verne et. al. “*Os resultados mostram que os efeitos das pirâmides sobre o valor de mercado das companhias são negativos: em média, uma empresa controlada por meio de uma estrutura piramidal apresenta um retorno acionário menor, controlados os demais efeitos do mercado. Os efeitos sobre o price-to-book value, entretanto, se mostraram não conclusivos.*” (VERNE, Renata M.; SANTOS, Rafael L.; POSTALI, Fernando S. *Estruturas de Propriedade Piramidais e seus Efeitos*, cit., p. 18).

⁴⁸⁹ VALADARES, Silvia M.; e LEAL, Ricardo P. C. *Ownership and Control Structure*, cit., p. 05.

⁴⁹⁰ Esse parece ter sido o objetivo fundamental por trás da controvérsia envolvendo a estrutura piramidal da então *Brasil Telecom* e o *Grupo Opportunity*. A propósito, v. Nota de Rodapé n. 469.

Com efeito, na visão daqueles autores⁴⁹¹, tais estruturas, apesar de disseminadas, não teriam a finalidade precípua de “*separar a propriedade do controle*”, mas de “*facilitar a obtenção de uma posição de dominação por um grupo de acionistas relevantes, contra outro grupo de acionistas titulares de participações expressivas na companhia*”, diante do risco de uma potencial diluição. Conforme eles mesmos reconhecem “*essa hipótese é diferente daquela usual na literatura, segundo a qual a estrutura piramidal é utilizada para maximizar a posição do acionista controlador face aos acionistas minoritários*”, seja porque o controlador já faz uso de ações sem direito a voto, seja porque detém parcela expressiva do capital, o que permitiria a ele concentrar esforços em proteger-se, não dos minoritários, mas eventualmente de outros acionistas titulares, juntamente com ele, do poder de controle.

A possível explicação apresentada por Silvia Valadares e Ricardo Leal, apesar de instigante, está sujeita a questionamentos, na medida em que os limites entre autoproteção do controlador e expropriação de acionistas não controladores são muito tênues e costumam ser ultrapassados com alguma frequência. A proteção assegurada por esse suposto mecanismo de antidiluição seria capaz de gerar, por si só, distorções e criaria incentivos para a tomada de decisões em benefício próprio, por parte do controlador final da cadeia societária vertical. Ademais, existem instrumentos jurídicos mais eficazes para evitar a ocorrência de diluições indesejadas dentro do bloco de controle, sendo o principal deles o direito de preferência previsto em acordo de acionistas ou no estatuto social de sociedade *holding* fechada⁴⁹² da qual os co-controladores eventualmente participem.

Trata-se, enfim, de posição ainda minoritária, uma vez que a ampla maioria dos demais estudos a esse respeito continuam a apontar as razões tradicionais como determinantes para a instituição de estruturas piramidais de participação societária. Nessa linha, Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto, no influente estudo já referido, se atêm aos determinantes tradicionais da formação daquelas estruturas, ao ressaltarem “[ser] possível que [as estruturas piramidais] sirvam a diversas estratégias, como por exemplo, criar uma

⁴⁹¹ VALADARES, Silvia M.; e LEAL, Ricardo P. C. *Ownership and Control Structure*, cit., p. 05.

⁴⁹² Art. 36 da LSA.

cunha entre direitos de votos e de fluxos de caixa, facilitar o financiamento, ou reduzir tributação.”⁴⁹³

4.2.4.2 Estruturas piramidais envolvendo companhias do Novo Mercado

É de se notar, porém, que em estudo posterior, Dante Aldrighi e Fernando Postali, após terem constatado, que, entre 1997 e 2002, pouco mais da metade (50,5%) das companhias abertas brasileiras integravam estruturas piramidais, afirmam que *“não pode ser aceita a suposição de que a motivação principal das estruturas piramidais de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil reside na apropriação de benefícios privados de controle. Não obstante, a refutação da visão convencional não implica a aceitação da teoria de Almeida e Wolfenzon [apontando a criação de ‘mercado de capitais interno’], uma vez que as evidências não a endossam plenamente*”⁴⁹⁴. De todo modo, conforme eles mesmos ressaltam, a obtenção de resultados mais conclusivos, a permitir a definição de estratégias regulatórias mais adequadas dependeria do acesso a outras variáveis, não disponíveis no banco de dados utilizado, assim como do emprego de modelos econométricos mais completos e refinados⁴⁹⁵.

Conclusão semelhante é apresentada por Renata Verne, Rafael Santos e Fernando Postali, ao investigarem a existência de estruturas piramidais envolvendo as companhias brasileiras que abriram capital entre 2004 e 2007, das quais a ampla maioria (73%) optou por ingressar no Novo Mercado da BVSP. Segundo aqueles autores, a adesão voluntária a um conjunto de regras mais estritas de governança corporativa evidenciaria uma maior preocupação em atrair a confiança e aceitação por parte dos investidores do mercado⁴⁹⁶, não obstante 60% das companhias entrantes naquele segmento especial de negociação participem de estruturas piramidais.

⁴⁹³ ALDRIGHI, Dante M.; MAZZER NETO, Roberto. *Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil*, cit., p. 16.

⁴⁹⁴ ALDRIGHI, Dante M.; POSTALI, Fernando A. S. *Propriedade Piramidal das Empresas no Brasil*, cit., pp. 46 e 47.

⁴⁹⁵ *Idem*, p. 46.

⁴⁹⁶ Especialmente importante em se tratando de companhias existentes a menos tempo.

Diante disso, afirmam que “*as estruturas de propriedade piramidais podem não ter a finalidade de intensificar a expropriação dos acionistas minoritários*”⁴⁹⁷, o que seria, em seu entendimento, incompatível com a sinalização de boas práticas de governança corporativa dada ao mercado. Fato é que, apesar das diversas explicações possíveis, os autores reconhecem que a companhia listada integrante de uma estrutura piramidal sofre algum impacto negativo no valor de cotação de suas ações.

Dante Aldrighi, Maria Diaz e Fernando Postali⁴⁹⁸ se voltam a questão semelhante, a partir da constatação de que apenas 8,5% das companhias que integravam estruturas piramidais no período pesquisado pertenciam ao Novo Mercado da BVSP⁴⁹⁹. Tal fato lhes permitiu concluir que “*o ingresso no Novo Mercado reduz a probabilidade de a companhia vir a integrar uma estrutura piramidal*”, uma vez que “*essa estrutura está associada a práticas de governança corporativa menos desejáveis, a resultar na potencial expropriação de investidores externos*”⁵⁰⁰.

4.2.4.3 Crítica à disciplina legal dos grupos de sociedades no Brasil⁵⁰¹

Outro aspecto relevante, a ser destacado, diz respeito à notória insuficiência da disciplina jurídica dos grupos de sociedades no Brasil, em franco descompasso com a realidade empresarial⁵⁰², a contribuir para uma maior expropriação de acionistas não controladores de companhias integrantes de estruturas piramidais.

⁴⁹⁷ VERNE, Renata M.; SANTOS, Rafael L.; POSTALI, Fernando S. *Estruturas de Propriedade Piramidais e seus Efeitos*, cit., p. 18.

⁴⁹⁸ ALDRIGHI, Dante M.; DIAZ, Maria D. M.; e POSTALI, Fernando A. S.. *Pyramidal Ownership Structures*, cit., p. 17.

⁴⁹⁹ *Idem*, p. 14.

⁵⁰⁰ *Ibidem*.

⁵⁰¹ Parte das considerações integrantes deste item já foram expendidas em AZEVEDO, Luís André N. de M. *O Paradoxo da Disciplina Legal dos Grupos de Direito no Brasil sob uma Perspectiva de Direito e Economia*. In ARAUJO, Danilo B. dos S. G.; WARDE, Walfrido J. (orgs.) *Os Grupos de Sociedades – Organização e Exercício da Empresa*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 177-194.

⁵⁰² A propósito, cf. LOBO, Jorge. *Grupos de Sociedades*. Rio de Janeiro: Forense, 1978; MUNHOZ, Eduardo S. *Empresa Contemporânea e Direito Societário: Poder de Controle e Grupos de Sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002; PRADO, Viviane M. *Conflitos de Interesses nos Grupos Societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006; CASTELLÕES, Leonardo de G. *Grupos de Sociedades*. Curitiba: Juruá, 2008; dentre outros.

Como se sabe, a LSA, inspirada na pioneira experiência alemã⁵⁰³, é partidária de um modelo regulatório *dual* dos grupos de sociedades. De um lado, reconheceu que as relações entre sociedades controladora, controladas e coligadas – formando os denominados “grupos de fato”⁵⁰⁴ – demandam algumas regras próprias, as quais vêm complementar as normas e princípios gerais aplicáveis às sociedades anônimas isoladas. Por outro lado, instituiu regras específicas disciplinando a constituição e o funcionamento dos grupos de sociedades propriamente ditos (os “grupos de direito”⁵⁰⁵), normas essas de caráter voluntário, mas que uma vez adotadas afastam quase que totalmente a aplicação do regime jurídico societário geral.

Ocorre que a prática negocial vem demonstrando que os empreendedores⁵⁰⁶, cada vez com maior frequência, organizam a atividade empresarial por meio de diversas sociedades submetidas ao seu controle final, dando origem às estruturas piramidais de participação societária ora analisadas, sem que tenham firmado a “convenção grupal”⁵⁰⁷.

São diversas as razões que levam à formação da empresa plurissocietária, partindo de uma estratégia de flexibilização e descentralização dos negócios, passando pela busca por uma (relativa) proteção patrimonial⁵⁰⁸ e pela redução de riscos decorrente da distribuição do patrimônio em diversas pessoas jurídicas de responsabilidade limitada, até a possibilidade de controle de uma determinada atividade empresarial com o mínimo investimento⁵⁰⁹, acarretando a dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas tantas vezes enfatizada ao longo deste trabalho.

Fato é que, independentemente dos objetivos do empreendedor, as múltiplas sociedades que integram o grupo constituem uma *unidade econômica*, uma empresa plurissocietária despersonificada voltada ao exercício de um determinado conjunto de atividades empresariais.

⁵⁰³ AktG de 1965.

⁵⁰⁴ Arts. 243 a 264 da LSA.

⁵⁰⁵ Arts. 265 a 277 da LSA.

⁵⁰⁶ Entende-se por “empreendedor” todo e qualquer agente econômico (ou conjunto de agentes) que, em caráter originário, organiza uma empresa, em linha com o conceito adotado por COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. In *Economica, New Series, Vol. 4, No. 16.*, Nov., 1937, pp. 386-405.

⁵⁰⁷ Art. 269 da LSA.

⁵⁰⁸ Diante da frequente aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica pelos Tribunais brasileiros.

⁵⁰⁹ TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity*, cit.

O que se verifica, porém, é que a grande maioria das empresas plurissocietárias atuantes no Brasil *não* optam pelo regime legal dos grupos de direito, permanecendo sujeitas às normas gerais aplicáveis às sociedades isoladas, complementadas pelas normas que regulam as relações entre sociedades controladoras, controladas e coligadas. Em consequência, os artigos 265 a 277 (Capítulo XXI) da LSA, que dispõem sobre a forma de constituição, organização e atuação dos grupos de direito, se tornaram, praticamente, “letra morta”.

Esse descompasso entre a disciplina dos grupos de direito na LSA e a prática negocial constitui um desafio adicional em matéria de estruturas piramidais de participação societária, uma vez que deixa de prover proteção jurídica adequada aos acionistas minoritários das diversas companhias delas participantes.

A insuficiência regulatória apontada contribui, portanto, para o caráter nocivo das estruturas piramidais, por si só passíveis de ensejar consequências adversas, uma vez que permitem *uma maior concentração do poder de controle*, mediante a realização de *investimento acionário mínimo*, a viabilizar a extração continuada de benefícios privados do controle, inclusive em níveis *excessivos*, sem que o controlador se veja ameaçado em sua posição de comando.

Isso não significa, é claro, que a LSA deixe de estabelecer qualquer espécie de proteção aos acionistas das companhias integrantes de uma estrutural grupal (piramidal). O problema é que esse conjunto de proteções não parece ser suficiente, diante da inexistência de restrições, no ordenamento jurídico brasileiro, à mais ampla adoção de tais estruturas⁵¹⁰.

⁵¹⁰ Não obstante extrapole os limites deste trabalho, o qual se volta, como referido, à identificação do papel relevante desempenhado pelos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas na conformação das estruturas de controle dominantes – e na sua permanência ao longo do tempo –, vale salientar que a literatura especializada aponta algumas providências regulatórias concretas, que teriam por objetivo restringir a disponibilidade de tais instrumentos. Tais providências partiriam de uma maior divulgação de informações a respeito de estruturas piramidais de participação societária, em especial no que diz respeito à identificação mais precisa do controlador final; passando pela – sempre discutível e discutida – proibição mais ampla de estruturas acionárias duais, de modo a fazer prevalecer a regra segundo a qual “a cada ação, um voto”, até mesmo a suspensão de benefícios de ordem tributária envolvendo sociedades de participação (cf. apontam BIANCHI, Marcello; BIANCO, Magda; e ENRIQUES, Luca. *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, cit., p. 08).

Daí afirmar-se que as reformas legais e regulatórias no início dos anos 2000 tiveram pouco alcance, nesse particular, uma vez que não parecem ter contribuído para uma redução significativa no emprego de estruturas piramidais envolvendo companhias listadas no Brasil.

Já a criação do Novo Mercado, apesar de não trazer consigo a imposição de limitações expressas à constituição de estruturas piramidais, parece ter contribuído, em alguma medida, para que tais arranjos de participação societária vertical sejam menos utilizados dentre as companhias dele participantes. A observância de padrões mais elevados de governança corporativa contribuiria, portanto, para uma menor incidência das estruturas piramidais, diante, principalmente, dos incentivos de ordem reputacional envolvidos.

4.2.5 Estruturas acionárias duais

As estruturas acionárias de que se trata podem ter uma dentre *duas* conformações gerais, dando ensejo ao surgimento: (i) de ações com direito a voto unitário e ações com voto plural, ambas assegurando igual participação nos dividendos; ou (ii) de ações com direito a voto e ações sem direito a voto, sendo garantido às últimas participação igualitária ou preferencial⁵¹¹ nos dividendos.

Esses arranjos, conforme uma ou outra modalidade apontada, são bastante usuais ao redor do mundo, não obstante aparentem ser utilizados em menor extensão se comparados às estruturas piramidais de participação societária⁵¹², especialmente nos países onde prevalecem companhias de capital concentrado.

⁵¹¹ Como ocorre no Brasil (Art. 17 da LSA).

⁵¹² É o que salientam George G. Triantis et al., ao afirmarem que “(...) apesar de sua simplicidade, estruturas acionárias duais não são as estruturas mais usuais de controle minoritário. Uma razão pode ser a de que a legislação societária de algumas jurisdições restringe tanto a relação entre votos plurais e votos unitários, quanto a quantidade de ações com voto diferenciado passíveis de serem emitidas”. (TRIANSTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity*, cit., p. 03).

Com efeito, Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto, no importante estudo já mencionado⁵¹³, verificam que em 67% das companhias abertas brasileiras existentes no período compreendido entre 1998 e 2002 as ações preferenciais emitidas *não* asseguravam direito de voto aos seus titulares. Essas mesmas preferenciais sem voto representavam, em média, 31% do capital social das companhias abertas pesquisadas, sendo que 36.5% delas tinham mais da metade de seu capital social representado por preferenciais sem voto. Tais percentuais, na visão dos autores daquele estudo, “*são evidências de que muitas empresas de capital aberto no Brasil buscam a separação entre direitos de votos e direitos de fluxos de caixa*” mediante emissão de *grande quantidade* de ações preferenciais sem direito de voto⁵¹⁴.

Em razão de seu caráter potencialmente nocivo, as estruturas duais encontram-se sujeitas a limites legais bastante claros⁵¹⁵, seja em relação à quantidade de votos plurais, quando admitidos (restritos, no mais das vezes, ao patamar máximo de 10 para 1); seja em relação à proporção de ações sem direito a voto frente à quantidade total de ações existentes (50% é o percentual habitual)⁵¹⁶.

As estruturas duais exercem diferentes funções, a depender da conformação adotada e do modo particular de alocação do poder de controle na companhia, conforme indicado nos itens seguintes.

4.2.5.1 Estruturas duais em companhias sob controle acionário

A estrutura dual pode ser vantajosa para companhias sob controle acionário atuantes em segmentos de capital intensivo, por criar condições aptas a permitir a obtenção

⁵¹³ ALDRIGHI, Dante M.; e MAZZER NETO, Roberto. *Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil*, cit.

⁵¹⁴ *Idem*, p. 16.

⁵¹⁵ Limites esses inexistentes em se tratando de outros instrumentos de separação entre representatividade política e participação econômica.

⁵¹⁶ RYDQVIST, Kristian. *Takeover Bids and the Relative Prices of Shares That Differ in Their Voting Rights*. In *Journal of Banking and Finance* 20:8, 1996, pp. 1407-25. Este, inclusive, o percentual vigente no Brasil (Arts. 15, parágrafo segundo, e 17 da LSA), não obstante a possibilidade de manutenção da proporção anterior - de até dois terços do capital total representado por ações preferenciais sem direito a voto - por parte de companhias pré-existentes, em conformidade e nos termos previstos no Art. 8º, parágrafo primeiro, da Lei n. 10.303/01.

de volume adicional de recursos via emissão e oferta pública de ações no mercado de capitais⁵¹⁷.

Em primeiro lugar, porque o acionista controlador provavelmente *não* estará disposto a abdicar de seu poder sem uma contrapartida financeira clara, geralmente representada pelo “*prêmio de controle*” exigido de terceiros interessados. Em se tratando de companhias sob controle familiar ou estatal - que correspondem à ampla maioria das sociedades de capital aberto no Brasil – esse prêmio tende a ser ainda mais expressivo, diante do menor interesse do controlador em se ver privado de suas prerrogativas⁵¹⁸. Em qualquer situação, a emissão de novas ações de mesma espécie ou classe daquelas detidas pelo controlador – ações essas com direito a voto, evidentemente - terá, como limite máximo, o “*excedente de controle*”, a partir do qual toda e qualquer diluição adicional levaria a uma redução substancial de seu poder.

A emissão e oferta pública de ações sem direito a voto, ou a outorga de ações com voto plural ao controlador⁵¹⁹, sem dúvida alguma ampliam o limite de captação de recursos no mercado de capitais, ao “protegê-lo” de uma diluição indesejada⁵²⁰ sem, com isso, impedir o acesso mais amplo da companhia a recursos de terceiros.

Nesse sentido, o rompimento da correlação direta entre voto e participação econômica pode, em tese, também beneficiar acionistas não controladores, especialmente quando estabelecido mediante ações sem direito a voto que gozem de vantagens *efetivas* na percepção de resultados⁵²¹. Desse modo, tais investidores podem auferir ganhos adicionais na forma de dividendos e outros proventos distribuídos pela companhia, beneficiando-se

⁵¹⁷ São diversos os autores a apontar a emissão de ações sem direito a voto, ou com voto diferenciado, como um estágio natural do crescimento da empresa, diante de suas vantagens na captação de recursos de terceiros. A propósito, cf. BORTOLON, Patrícia M.; LEAL, Ricardo P. C. *Dual-Class Unifications and Corporate Governance in Brazil*. In *Emerging Markets Review* 20, 2014, p. 89; MAURY, Benjamin; PAJUSTE, Anete. *Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications*. In *Manag. Decis. Econ.* 32 (6), 2011, pp. 355–369, disponível em <http://dx.doi.org/10.1002/mde.1538>; DITTMANN, Ingolf; ULBRICHT, Niels. *Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications*. In *Eur. Financ. Manag.* 14 (1), 2008, pp. 163–196; e AMOAKO-ADU, Ben, SMITH, Brian F. *Dual-Class Firms: Capitalization, Ownership Structure and Recapitalization Back Into Single Class*. In *J. Bank. Finance* 25 (6), 2001, pp. 1083–1111, disponível em [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00107-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00107-2).

⁵¹⁸ Não é de se estranhar, portanto, o uso intensivo de ações preferenciais sem direito a voto por companhias abertas brasileiras, em sua ampla maioria submetidas a um acionista (ou grupo de acionistas) controlador.

⁵¹⁹ Nos países em que tal possibilidade é admitida pelas normas jurídicas em vigor.

⁵²⁰ Cf. ASHTON, Douglas C. *Revisiting Dual-Class Stock*. In *68 ST. John's Rev.* 863, 884, 1994.

⁵²¹ É o caso da ação preferencial brasileira após a reforma promovida pela Lei n. 10.303/01 na LSA, especialmente a nova redação dada ao seu Art. 17.

indiretamente da captação mais expressiva de recursos, sem terem de se comprometer de antemão com uma conduta mais ativista, caso assim não o desejem⁵²².

Isso não significa, porém, que a estrutura dual leve, *necessariamente*, ao levantamento de quantidade mais expressiva de recursos pela companhia com acionista controlador⁵²³.

O sucesso na captação dependerá dos atributos da ação valorizados pelos investidores no segmento do mercado de capitais que se busca acessar e da efetividade das normas de proteção de investidores externos existentes, bem como, evidentemente, da conjuntura macro e microeconômica no momento da emissão. Se, por exemplo, os investidores externos preferirem uma maior ingerência na definição dos rumos empresariais, a estrutura unitária certamente será mais vantajosa.

Da mesma forma, as ações com direito a voto tendem a ser preferíveis sempre que houver a percepção, por parte desses investidores, de que não se encontram adequadamente protegidos e de que é necessário limitar a extração *excessiva* de benefícios privados do controle e o entrincheiramento decorrentes da ampla adoção de instrumentos de dissociação entre voto e participação econômica.

O grau de proteção dispensada pelo ordenamento jurídico é, inquestionavelmente, um dos principais fatores a influenciar aportes de investidores externos. Diante da ausência de normas adequadas de proteção, ou da baixa efetividade daquelas existentes, os investidores podem atribuir valor *superior* a ações com igual direito de voto às do controlador, por lhes permitirem o acompanhamento mais direto das atividades da companhia, a participação efetiva nas deliberações sociais e, acima de tudo, um maior equilíbrio nas relações intrassocietárias.

⁵²² O que pode ser especialmente vantajoso para fundos que se dediquem a uma gestão mais “passiva” de sua carteira de investimentos, geralmente diversificada, reunindo participações societárias reduzidas espalhadas por diversas companhias.

⁵²³ Até mesmo porque a captação de recursos de terceiros, por meio de qualquer das diversas modalidades disponíveis, tende a ser mais custosa do que a utilização de recursos próprios da companhia. A propósito, cf. MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; e YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*, cit., p. 44.

Fica claro, portanto, que a admissibilidade de estruturas duais - como parte de uma estratégia regulatória visando garantir às companhias listadas maior flexibilidade para a captação de recursos e para definição de arranjos internos de governança - deve vir acompanhada de reformas voltadas a aprimorar a qualidade e efetividade das normas de proteção a investidores externos, caso essas já não sejam suficientemente adequadas.

Afinal, conforme salientam Mike Burkart e Samuel Lee em estudo abrangente acerca de estruturas acionárias duais⁵²⁴, “(...) *para avaliar os méritos de tal iniciativa, é necessário não somente comparar os custos e os benefícios de estruturas de controle minoritário, mas também os custos e benefícios da estrutura alternativa: a companhia controlada pelos administradores. A conclusão que extraímos dessa comparação é de que a imposição da regra de ‘a cada ação, um voto’ pode não ser a mais eficiente, nomeadamente em sistemas construídos em torno de acionistas titulares de blocos significativos de participação. Além disso, a exigência de ‘a cada ação, um voto’ confronta as autoridades reguladoras com graves problemas de implementação, na medida em que companhias ou acionistas podem recorrer a estruturas piramidais ou operações com partes relacionadas a fim de separar propriedade e controle.’*”

Com efeito, a simples proibição de ações sem direito a voto (ou com voto plural, quando for o caso) pode levar o acionista controlador a buscar outros instrumentos de dissociação entre voto e participação econômica, eventualmente mais nocivos e menos transparentes⁵²⁵. Se, por um lado, a existência e representatividade das ações com voto diferenciado frente ao capital total são passíveis de fácil verificação por parte do investidor⁵²⁶, por outro, a identificação de acordos de acionistas *não arquivados* na sede da companhia, por exemplo, é dificultada pela ausência de normas exigindo a sua mais ampla revelação.

Duas podem ser, portanto, as consequências de tal vedação: a uma, são aumentados os custos de aberturas de capital - na premissa, é claro, de não serem as ações com direito a voto igualitário o ativo de preferência dos investidores atuantes no mercado acessado pela

⁵²⁴ BURKART, Mike; LEE, Samuel. *One Share-One Vote: The Theory*, cit., p. 41.

⁵²⁵ *Idem*, p. 51.

⁵²⁶ A simples consulta ao código de negociação da ação na BVSP permite identificar a espécie e classe da ação. Sua representatividade pode ser verificada mediante consulta ao Estatuto Social, Formulário de Referência e demais documentos disponíveis em meio eletrônico.

companhia; a duas, cria-se um obstáculo à realização de novas operações do gênero, afastando do mercado de capitais empreendedores (ou empreendimentos) que valorizem a manutenção do poder de controle, podendo também contribuir, no limite, para um enxugamento da liquidez e do número de participantes do mercado, favorecendo aberturas de capital em outras países, nos quais a regulação ofereça maior flexibilidade para que o empreendedor defina a estrutura de capital que julgue ser a mais adequada.

Ocorre que a realização de reformas como essa a que se alude é bastante custosa e envolve desafios significativos, decorrentes da necessidade de superação dos diversos fatores de dependência estrutural presentes, de ordem jurídica e extrajurídica⁵²⁷.

Assim é que, mesmo com a modificação das normas jurídicas em vigor, a fim de proibir-se expressamente a emissão de ações sem direito a voto – como ocorreu no âmbito exclusivo do Novo Mercado da BVSP⁵²⁸ – esta deve vir acompanhada de uma série de outras providências, sob pena não resultar nas consequências desejadas.

No campo jurídico, a simples supressão de um dos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica não é suficiente para promover uma transformação radical nos níveis de concentração e na modalidade de poder de controle dominante. Afinal - como se verifica em diversas companhias do Novo Mercado – com a eliminação de um desses instrumentos, o controlador tende a se socorrer de *outros*, voltados à mesma finalidade, como, por exemplo, a celebração de acordo de acionistas regulando o exercício do poder de controle, não arquivado na sede da companhia listada e, em consequência, não divulgado ao público investidor em geral.

As dificuldades enfrentadas nas seguidas tentativas de reforma do Regulamento do Novo Mercado⁵²⁹ evidenciam o desinteresse da maioria das companhias participantes – e

⁵²⁷ V. Item 2.4 do presente.

⁵²⁸ É de se notar que, nos anos 1980, a SEC passou a exigir da NYSE que negasse o pedido de listagem de companhias que adotassem estruturas acionárias duais. Tal determinação foi, posteriormente, revertida judicialmente (*Business Roundtable v. SEC*), diante do reconhecimento da incompetência da SEC para definir estruturas de governança corporativa.

⁵²⁹ “Fracassa a Reforma do Novo Mercado” (Jornal Valor Econômico, set. 2010, disponível em <http://www.ibgc.org.br/BibliotecaDetalhes.aspx?CodAcervo=4224>); e “Reforma do Novo Mercado fica pela metade” (Jornal O Estado de S. Paulo, 10.09.2010, disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,reforma-do-novo-mercado-fica-pela-metade-imp-,607699>);

de seus controladores, em última análise – em promover alterações substanciais do *status quo*.

De fato, o êxito inicial da estratégia de “dualismo regulatório” adotada⁵³⁰, que possibilitou a criação daquele (e dos demais) segmento especial de negociação de ações, parece não se repetir, em razão do bloqueio a reformas subsequentes parte da ampla maioria das companhias dele participantes⁵³¹. Esta reação do grupo de interessados, impedindo a realização de reformas que contrariem seus interesses – não obstante voltadas a promover arranjos institucionais teoricamente mais eficientes – foi estudada em profundidade pelo economista Mancur Olson⁵³², passando, a partir daí, a ser designado “*Problema de Olson*”.

Fica claro, portanto, que além dos entraves resultantes das normas (de matriz contratual, como é o caso) existentes, há outros fatores de contenção a serem considerados, especialmente aqueles resultantes do poder de pressão exercido pelos controladores, a fim de impedir que ocorram reformas contrárias aos seus interesses.

As dificuldades apontadas acabaram por levar a um maior “pragmatismo regulatório”, no sentido de promover-se uma reforma pontual – mais simples e imediata, porém não necessariamente mais efetiva – de modo a impor, dentre outras exigências, o voto igualitário entre todas as ações (“a cada ação, um voto”). Com isso, em alguma medida, foram fortalecidas as prerrogativas dos não controladores e reduzida aquelas do controlador, a conduzir a um maior alinhamento de interesses e à redução de incentivos para extração *excessiva* de benefícios particulares do controle.

Essas outras exigências, que acompanharam a imposição da estrutura acionária unitária, contribuíram, ainda que de modo tímido, para a redução da disponibilidade de alguns dos demais instrumentos de dissociação existentes. Aqui se faz referência à maior transparência em matéria de transações entre partes relacionadas, proveniente do

⁵³⁰ Cf. salientado por HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J., PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S. and the EU*, cit.

⁵³¹ V. Nota de Rodapé n. 529.

⁵³² OLSON, Mancur. *The Logic of Collective Action*. Cambridge: Harvard University Press, 1965; OLSON, Mancur. *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities*. New Haven: Yale University Press, 1982.

Regulamento do Novo Mercado, mas também de normas recentemente editadas pela CVM, a dificultar a extração de vantagens ilícitas⁵³³ por meio dessas relações contratuais.

É de se notar, porém, que a imposição da regra de “a cada ação, um voto” não é, por si só, isenta de consequências indesejadas, sendo uma delas a perda de flexibilidade já apontada.

Com efeito, os benefícios esperados em razão da correspondência entre titularidade da ação e direito de voto devem ser sopesados com os custos decorrentes da impossibilidade de adoção de estruturas de capital⁵³⁴ alternativas, seja como instrumento de alocação interna de poderes, seja sob a perspectiva da captação de recursos no mercado. Afinal, uma maior adaptabilidade em matéria de estruturas organizativas é sempre importante, já que não existe uma “solução ideal”⁵³⁵, de comprovada eficácia independente das condicionantes legais, institucionais e econômicas a que se encontra submetida cada companhia⁵³⁶.

É, portanto, igualmente indevido buscar estabelecer, de antemão, uma relação de causa e consequência entre a adoção da estrutura unitária e o *necessário* incremento dos montantes obtidos de investidores externos em ofertas públicas de ações, diante da ausência de evidências empíricas nesse sentido, até onde se tem conhecimento.

Se, por uma lado, a disponibilidade de capital externo tende a ser menor quando forem *significativos* os desvios da regra de “a cada ação, um voto”, por outro, a maior dificuldade em extrair benefícios particulares do controle, decorrente, em parte, da observância dessa regra, pode desincentivar o acionista controlador a realizar

⁵³³ Em violação, portanto, da regra de isonomia, equidade e pagamento compensatório adequado prevista no Art. 245 da LSA.

⁵³⁴ Daí a tendência, na maior parte das legislações nacionais, de se admitir estruturas acionárias duais, dentro de determinados limites, conforme já indicado.

⁵³⁵ Cf. GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*. Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 174, mai., 2000, disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=229517).

⁵³⁶ Mike Burkart e Samuel Lee vão além, a ponto de enfatizar que algum grau de liberdade na definição da estrutura acionária constitui importante incentivo, e também recompensa, ao empreendedorismo, podendo contribuir para o incremento na constituição de novas sociedades (*One Share-One Vote: The Theory*, cit., p. 32).

investimentos adicionais⁵³⁷, especialmente aqueles de maior risco e de retorno no médio e longo prazo, inclusive investimentos em inovação⁵³⁸.

Caso as vantagens esperadas (captação adicional de recursos pela companhia) sejam suficientes para compensar a redução de suas prerrogativas, o controlador evidentemente fará com que prossiga a abertura de capital, apesar da estrutura acionária unitária. Caso contrário, tal exigência poderá ser um dos fatores a contribuir para a decisão do controlador de manter a companhia fora do mercado de capitais⁵³⁹.

4.2.5.1.1 Alguma extração de benefícios particulares do controle deve ser tolerada

Daí o reconhecimento, pela doutrina, de que algum nível de extração de benefícios particulares do controle pode ser desejado, como meio de compensar o controlador por incorrer no que se poderia denominar o “reverso da moeda”; ou seja, nos “*custos particulares do controle*”⁵⁴⁰, alguns mais gerais, outros específicos,⁵⁴¹ pois associados a características inerentes ao titular do poder de dominação empresarial.

Dentre os custos *gerais*, se inserem, dentre outros, aqueles decorrentes do estabelecimento da linha estratégica empresarial e do monitoramento da atuação dos administradores; resultantes de uma eventual responsabilização civil ou patrimonial na condição de acionista controlador, inclusive por meio da aplicação da teoria da

⁵³⁷ ADAMS, Renée; e FERREIRA, Daniel. *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*, cit.

⁵³⁸ Cf., a propósito, a carta dos fundadores do Google aos investidores de mercado, em que salientam ter optado por uma estrutura dual por entenderem ser aquela mais adequada para “*proteger a capacidade do Google de inovar*”, cujo inteiro teor se encontra disponível em <https://investor.google.com/corporate/2004/ipo-founders-letter.html>. V., também, “*Google to Defend Dual-Class Stock Structure*” (CNET News, 12.04. 2006, disponível em http://news.cnet.com/Google-to-defend-dual-class-stock-structure/2100-1003_3_-6060691.html).

⁵³⁹ Seja deixando de promover a abertura de capital, seja realizando o fechamento, em busca de alternativas de financiamento que repute mais vantajosas para a companhia.

⁵⁴⁰ HOFSTETTER, Karl. *One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for ‘Controlled Companies’*, s.l.: s.n., 2005, pp. 619 e ss., disponível em <http://ssrn.com/abstract=802705>.

⁵⁴¹ Custos esses relacionados, especificamente, com o que se convencionou denominar, na literatura produzida nos EUA, “valor idiossincrático” do controle. A propósito, cf. GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. *Concentrated Ownership Revisits: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 444, ECGI - Law Working Paper No. 206*, abr., 2013, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2228194>.

desconsideração da personalidade jurídica; ou mesmo de uma maior exposição pessoal e dos riscos à segurança pessoal que podem resultar da posição ocupada⁵⁴².

O controle exercido por um ou mais indivíduos de uma mesma família, por exemplo, dá ensejo a custos *específicos*, dentre os quais aqueles resultantes dos riscos inerentes a uma menor diversificação e liquidez da carteira de investimentos, em razão da titularidade de participação acionária expressiva, correspondente, muitas vezes, à maior parcela do patrimônio do controlador. Outros custos particulares do controle, de natureza específica, também se encontram presentes quando esse acionista é um investidor institucional, ou mesmo o Estado, com destaque, nessa hipótese, para os elevados custos inerentes ao funcionamento do aparato estatal, decorrentes da burocracia envolvida.

Nesse sentido, a manifestação de Lucian A. Bebchuk⁵⁴³, segundo o qual “*pode não ser desejável eliminar os benefícios particulares do controle*”, tendo em vista que “*quando a pressão exercida por acionistas titulares de participações expressivas pode aprimorar incentivos [à atuação dos administradores], admitir-se algum nível de benefícios particulares do controle pode ser necessário para assegurar que os acionistas mantenham essa participação, abdicando de vantagens advindas de uma maior diversificação de sua carteira de investimentos.*” Alguns autores vão além, a ponto de indicar que existe um nível *ótimo* de obtenção, pelo controlador, de tais benefícios, o qual deve ser buscado pela regulação⁵⁴⁴.

De todo modo, uma maior limitação aos benefícios particulares do controle, decorrente da adoção de uma estrutura unitária de capital, pode ser desejável em ambientes institucionais de baixa proteção aos investidores externos, ainda que como única estratégia regulatória factível e eficaz, como referido.

E, se além do enfraquecimento do controlador, a adoção desse arranjo unitário também contribuir para a captação de montante adicional de recursos no mercado, levando à emissão de ações com direito a voto acima do denominado “excedente de controle”,

⁵⁴² HOFSTETTER, Karl. *One Size Does Not Fit All*, cit., p. 639.

⁵⁴³ BEBCHUK, Lucian A. *A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control*. NBER Working Paper No. 7203, jul., 1999, p. 31.

⁵⁴⁴ GILSON, Ronald J.; e SCHWARTZ, Alan. *Contracting About Private Benefits of Control*, cit.

poderá, também, criar condições para a transformação da estrutura de controle interno dominante e surgimento de arranjos alternativos.

A maior fragmentação de poderes no seio da companhia listada, decorrente da adoção de uma estrutura unitária bem como da dispersão de quantidade significativa de ações no mercado, pode levar, em um cenário mais extremo, ao desaparecimento do acionista controlador⁵⁴⁵, diante da falta de incentivos à atuação conjunta dos acionistas titulares de participações atomizadas. Isso, porém, pode também *não* ocorrer – e, como reiterado ao longo desse trabalho, o caso brasileiro é um importante indicador nesse sentido – uma vez que a fragmentação de poderes pode ser *apenas aparente*, dada a capacidade do controlador de continuar fazendo uso de outros instrumentos que não a estrutura acionária dual, a fim de se autoperpetuar na posição de comando da companhia.

Em consequência, pode haver simplesmente uma *reconfiguração* do poder de controle, que deixa de ser exercido a partir da titularidade da maioria das ações votantes - ainda que não representativas da maioria do capital total - passando a sê-lo mediante participação minoritária no capital votante⁵⁴⁶. De uma situação de controle minoritário em relação ao capital total (decorrente da atribuição a investidores externos de grande quantidade de ações sem direito a voto, ou com voto reduzido)⁵⁴⁷ passa-se a outra de controle minoritário frente ao capital votante (em que prevalece a regra de que “a cada ação, um voto”), havendo apenas e tão somente uma modificação dos instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica empregados⁵⁴⁸.

Daí a importância de dar continuidade à análise de tais instrumentos à luz da particular conformação da estrutura de controle da companhia – o que se faz a seguir - , em busca de uma melhor compreensão das consequências deles resultantes, face à organização do poder empresarial.

⁵⁴⁵ V. CARVALHOSA, Modesto S. B. *A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador*. In CARVALHOSA, Modesto S. B.; EIZIRIK, Nelson L. (orgs.) *Estudos de Direito Empresarial*, São Paulo: Saraiva, 2010.

⁵⁴⁶ Sem que ocorra, ao menos em um primeiro momento, modificação de sua titularidade.

⁵⁴⁷ Quando admitido o voto plural, cf. referido no item 4.2.5 do presente.

⁵⁴⁸ Lembre-se que os instrumentos de dissociação utilizados estão diretamente relacionados com o grau de estabilidade do poder verificada em dada situação, cf. BURKART, Mike; LEE, Samuel. *One Share-One Vote: The Theory*, cit., p. 20.

4.2.5.2 Estruturas duais em companhias sob controle gerencial

No Brasil, o surgimento de algumas companhias abertas aparentemente sem acionista controlador⁵⁴⁹ é costumeiramente atribuído à proibição de ações sem direito a voto, proveniente do Regulamento do Novo Mercado. Tal assertiva, não de todo verdadeira no que se refere à realidade nacional⁵⁵⁰, também parece insustentável levando-se em conta a experiência de outros países.

Com efeito, do ponto de vista teórico é perfeitamente possível – ainda que não desejável - que uma companhia listada norte-americana ou britânica, com elevada dispersão acionária e sob controle gerencial, por exemplo emita ações com voto plural⁵⁵¹ e as atribua aos próprios administradores ou a acionistas a eles relacionados (*insiders*), como parte de uma estratégia de preservação de sua posição de comando empresarial. Isso faz, inclusive, com que diversos autores se dediquem a apontar as consequências nocivas das ações com direito a voto diferenciado nos EUA⁵⁵² e no RU, onde, como referido, são inúmeras as companhias listadas sob controle gerencial.

É indispensável, portanto, analisar as estruturas duais também quando adotadas por companhias sem acionista controlador, valendo-se, nesse particular, da experiência estrangeira a respeito, sem descuidar das necessárias adaptações às particularidades da realidade nacional. Somente assim é possível compreender os aspectos positivos e negativos da proibição de ações sem direito a voto, a permitir a correta aferição de suas consequências concretas perante a realidade das companhias listadas em bolsas de valores.

⁵⁴⁹ Cf. apontado no Item 1.2, a comprovação da existência dessas companhias, cuja estrutura de controle destoaria daquela ainda dominante no País, é bastante dificultada pela ausência de informações suficientemente precisas a esse respeito. Não obstante, a existência dessas companhias será presumida (e considerada ao longo deste trabalho), pelas razões de ordem metodológicas ali apresentadas.

⁵⁵⁰ Em tese, existem outras circunstâncias em que pode ser apontada a inexistência de acionista controlador, que não esta ora cogitada, quando, por exemplo, os dois únicos sócios da anônima detêm igual participação no capital votante e total. A propósito, v. COMPARATO, Fábio K. *O Poder de Controle*, cit., pp. 71 e ss.

⁵⁵¹ Desde que as normas jurídicas em vigor o admitam, evidentemente.

⁵⁵² Muitos dos quais argumentando a favor da proibição de que sejam negociadas em bolsa ações com votos reduzidos ou sem direito a voto. A propósito, v. WEN, Tian. *You Can't Sell Your Firm And Own It too: Disallowing Dual-Class Stock Companies From Listing On The Securities Exchanges*, 2014, p. 1.508, disponível em http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=9447&context=penn_law_review.

Pois bem, quando o controle da companhia estiver, de fato, nas mãos de administradores, a existência de uma estrutura dual - e a dissociação entre voto e participação econômica dela decorrente - pode levar ao fortalecimento das prerrogativas dos acionistas *como um todo*, frente às dos próprios administradores, por constituir um incentivo adicional à aquisição de posições acionárias mais representativas, a permitir que seus titulares exerçam os direitos legais de fiscalização e participação na condução das atividades empresariais⁵⁵³. Isso porque, o investimento necessário à aquisição de participação suficiente para o exercício de influência significativa (ou mesmo do poder de dominação empresarial) passa a ser menor, bastando que seja representado por ações votantes.

Sempre que o acionista que adquirir participação relevante atuar de modo a conter eventuais abusos dos administradores, acabará beneficiando também os demais integrantes do quadro acionário. Evidentemente que ele poderá se aproveitar de sua posição para buscar vantagens pessoais *indevidas* - isoladamente ou em conjunto com os administradores - em detrimento dos demais acionistas e da companhia, especialmente se a participação detida for suficiente para que passe a exercer o controle da sociedade.

Ademais, a existência de mecanismos de separação de voto e participação econômica pode não apenas contribuir para o surgimento de um acionista controlador minoritário, como também permitir que ele venha a estabelecer mecanismos de autoproteção⁵⁵⁴, visando limitar a atuação dos demais acionistas, afastar a ameaça representada por uma oferta hostil de aquisição do controle e conter disputas iniciadas a partir de pedidos públicos de procuração⁵⁵⁵, como salientado anteriormente.

Esse entrincheiramento do controlador minoritário da companhia com acentuada fragmentação de poderes não é, sempre e necessariamente, negativo. Pode-se tratar de estratégia legítima, voltada à manutenção de uma participação suficientemente estável, a

⁵⁵³ V. Nota de Rodapé n. 110.

⁵⁵⁴ E, como indicado anteriormente, quanto maior a proporção de ações sem direito a voto (ou com voto reduzido frente a outras com voto plural, quando admissível) em relação ao capital total, maior a possibilidade de autoproteção (“entrincheiramento”) do acionista controlador minoritário. Ao adotar esses expedientes, o controlador acaba mobilizando parte do tempo que deveria dedicar à condução das atividades empresariais, empregando, por vezes, recursos da própria companhia, como salientam BURKART, Mike; LEE, Samuel. *One Share-One Vote: The Theory*, cit., p. 26.

⁵⁵⁵ TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity*, cit., p. 8.

assegurar-lhe votos suficientes para conter eventuais abusos por parte dos administradores e proteger a companhia – e o próprio controlador, evidentemente - de consequências potencialmente adversas de ofertas hostis de aquisição de controle⁵⁵⁶.

Sob o ponto de vista dos administradores e dos trabalhadores da companhia, o receio de que possa ocorrer, a qualquer momento, uma modificação abrupta na estrutura de comando empresarial pode servir como um fator relevante de desencorajamento à realização de investimentos visando a obtenção de capacitação profissional adicional para desempenhar as atividades ali desenvolvidas.

Isso porque, a mudança de controle reduz as chances de retorno positivo de tais investimentos, na medida em que aumenta a possibilidade de tais profissionais virem a ser *substituídos* em suas funções, dadas as modificações na estrutura de gestão e recursos humanos usualmente promovidas logo após aquisições hostis ou operações do gênero⁵⁵⁷. Antevendo um desfecho como esse, administradores e trabalhadores podem se sentir desencorajados a desenvolver habilidades específicas, relutando em atrelar seu futuro profissional àquela companhia, preferindo investir em habilidades mais genéricas, ou simplesmente distintas, passíveis de contribuir para uma mais rápida realocação profissional⁵⁵⁸.

A possibilidade concreta de uma aquisição hostil do controle também pode influenciar negativamente as decisões negociais tomadas pelos administradores, de modo a perseguir estratégias voltadas à obtenção de ganhos de curto prazo, em detrimento de investimentos com maior tempo de maturação (investimentos em inovações ou pesquisa e desenvolvimento, por exemplo), visando valorizar sua atuação imediata e, com isso, reduzir os riscos de substituição pelo novo controlador⁵⁵⁹.

⁵⁵⁶ A propósito dessas consequências adversas, cf. AZEVEDO, Luís André N. de M. *A Oferta Pública para Aquisição de Controle sob a Perspectiva da Companhia Aberta Ofertante*, cit. pp. 73-118.

⁵⁵⁷ *Idem*.

⁵⁵⁸ Os mercados de trabalho são, evidentemente, importantes elementos dessa equação, conforme salientam SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Larry H. *Breach of Trust in Hostile Takeovers*. In AUERBACH, Alan J. (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: Chicago University Press, 1988, pp. 33 – 56.

⁵⁵⁹ STEIN, Jeremy C. *Takeover Threats and Managerial Myopia*. In *Journal of Political Economy* 96, 1988, pp. 61-80; CHEMMANUR, Thomas J.; e JIAO, Yamen. *Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis*. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Research Paper Series*, 2006, disponível em <http://ssrn.com/abstract=925236>.

De todo modo, a ameaça de um *take-over* somente será fator crível de contenção de abusos do controlador gerencial se de fato existir um mercado ativo de participações acionárias de controle, o que é de certo modo refutado pela escassez de ofertas hostis, mesmo no mercado de capitais norte-americano, contrariando uma percepção de certo modo disseminada⁵⁶⁰.

Todos esses argumentos têm em comum o reconhecimento de que, em companhias sob controle gerencial, *algum grau* de proteção contra aquisições hostis pode ser importante, a fim de criar incentivos para que os *insiders* (os próprios administradores-controladores de fato) tomem medidas voltadas à maximização do valor total da empresa. O desafio está na dificuldade de estabelecer, de antemão e como regra geral, o nível *ótimo* de autoproteção admitido, acima do qual passa a ocorrer a extração de benefícios particulares excessivos por parte do mesmo controlador.

Essa tarefa é agravada pelo fato de que a estrutura dual permite que o controle seja exercido mediante participação relativamente reduzida no capital total, desde que correspondente à maioria das ações votantes, o que, por sua vez, torna o controlador imune a ofertas hostis de aquisição de controle e a disputas envolvendo pedidos públicos de procuração, como salientado.

Nessas circunstâncias, o controlador que se vale de sua posição para extrair benefícios particulares do controle *indevidos*⁵⁶¹ não pode ser tão facilmente afastado, como teoricamente seria caso detivesse participação minoritária no capital total e no capital votante, ou caso não fosse detentor de participação alguma (em se tratando de controle gerencial, evidentemente). Além disso, a dissociação entre voto e participação econômica resultante da estrutura dual, afasta os incentivos ao alinhamento de interesses que decorreriam da titularidade direta da maioria do capital votante e dos direitos de participação econômica pelo acionista controlador, a inibir a extração excessiva de benefícios particulares.

⁵⁶⁰ Com efeito, são diversos os estudos que indicam a baixa frequência com que ocorrem tais operações, inclusive nos mercados norte-americano e britânico. A propósito, cf. a análise abrangente de ARMOUR, John; JACOBS, Jack B.; MILHAUPT, Curtis J. A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (With Implications for Emerging Markets). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 377*, ago., 2010, p. 01, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1657953>.

⁵⁶¹ Conforme apontado no item 4.2.5.1.1 deste trabalho, pode ser benéfico para a companhia, inclusive para os acionistas não controladores, em circunstâncias especiais, tolerar *alguma* extração de benefícios particulares, de modo a promover-se um maior alinhamento de interesses do acionista controlador.

Por outro lado, a prevalência de uma estrutura de capital unitária, com a maior fragmentação de poderes e o desincentivo à aquisição de lotes significativos de ações dela decorrentes, associada à inexistência de um mercado efetivo de poder de controle, pode levar a outro extremo: o da autoproteção (“entrincheiramento”) dos administradores, enquanto controladores, de fato, da companhia.

Afinal, como salientam Mike Burkart e Samuel Lee no estudo referido⁵⁶² “*a exigência de uma estrutura unitária traz consigo custos e benefícios: ela protege pequenos acionistas da extração de benefícios particulares do controle por grandes acionistas, mas dá mais liberdade aos administradores permitindo, em consequência, que venham a extrair benefícios particulares para si próprios.*”

Essa diminuição das prerrogativas dos acionistas como um todo, frente aos administradores, é, com efeito, uma das consequências *adversas* da imposição da regra de “a cada ação, um voto”.

Em um primeiro momento, o acionista controlador pode reagir a essa modificação estrutural alienando parte ou mesmo a totalidade de sua participação (reduzindo, portanto, seus direitos de voto), diante da impossibilidade de adquirir participação econômica adicional que permita a ele manter seu poder político relativamente inalterado. Com a diminuição, ou mesmo o desaparecimento, do acionista relevante, o processo de tomada de decisões assembleares passa a estar sujeito aos problemas de ação coletiva decorrentes da atomização das participações individuais, bastante graves por si só⁵⁶³.

Claro está, portanto, que a adoção da regra de “a cada ação, um voto” pode *não* ser suficiente para reduzir os níveis de concentração do poder de controle, eliminando as distorções do processo decisório societário a ele inerentes.

Para que isso ocorra é necessário que venha acompanhada de limitações ao uso disfuncional dos demais instrumentos jurídicos de dissociação entre voto e participação

⁵⁶² BURKART, Mike; LEE, Samuel. *One Share-One Vote: The Theory*, cit., p. 29.

⁵⁶³ Cf. a análise magistral de BERLE JR., Adolf A.; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*, cit.

econômica, especialmente os que visem impedir a realização de ofertas hostis de aquisição do controle e as disputas decorrentes de pedidos públicos de procuração, sem com isso afastar suas funções legítimas.

Outras circunstâncias, porém, também devem estar presentes. Como referido, a ameaça de uma oferta hostil somente será instrumento crível de contenção de abusos por parte dos administradores se, de fato, houver um mercado secundário para participações de controle, o qual se mostra inexistente na grande maioria dos países.

4.2.5.3 Conclusão sumária. Estruturas acionárias duais

A análise feita até aqui demonstra que cada estrutura de alocação de direitos de voto (unitária ou dual) tem suas particularidades, aspectos negativos mas também positivos, a serem considerados à luz das circunstâncias que levaram à sua criação e, principalmente, tendo em vista a particular conformação do poder de controle na companhia.

Com efeito, estruturas duais prestam-se a funções distintas e inconfundíveis em se tratando, de um lado, de companhias com acionista controlador e, de outro, companhias sem acionista controlador, nas quais o comando das atividades empresariais é exercido, de fato, pelos administradores.

A proibição de ações sem direito de voto (ou com voto reduzido) leva, em alguma medida,⁵⁶⁴ ao enfraquecimento do acionista controlador, o que pode ser positivo em um ambiente de controle concentrado *ineficiente*⁵⁶⁵ como o brasileiro.

No entanto, para que tal restrição seja eficaz, deve vir acompanhada de limitações a outros mecanismos de dissociação entre voto e participação econômica, como demonstra a

⁵⁶⁴ A depender, como referido, da maior disponibilidade ou não, em um dado ordenamento jurídico, de instrumentos adicionais de separação entre voto e participação econômica.

⁵⁶⁵ Cf. MUNHOZ, Eduardo S. *Quem Deve Comandar a Companhia? Alocação do Poder Empresarial: Sistema de Freios e Contrapesos*. In KUYVEN, Luiz Fernando M. (org.) *Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*, São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 505-517; MUNHOZ, Eduardo S. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado*, cit.

experiência recente - mal sucedida, nesse particular - envolvendo a criação do Novo Mercado da BVSP.

Não basta, com efeito, a existência de igualdade *formal* em matéria de direito de voto, se o controlador minoritário continuar apto, por exemplo, (i) a manter em sigilo acordos de controle de companhias listadas, apesar de não arquivados na sede social; (ii) obter benefícios indevidos em decorrência de transações com partes relacionadas; ou, ainda, (iii) estabelecer cláusulas estatutárias de limitação do exercício do direito de voto, seja sob a forma da previsão de um “teto” propriamente dito, seja por meio da imposição de oferta pública obrigatória de compra das ações remanescentes, mediante o pagamento de preço bastante elevado, como condição à aquisição de um determinado percentual de participação no capital.

Por outro lado, em ambientes de controle concentrado mais *eficiente*⁵⁶⁶ e, especialmente, naqueles em que prevalece uma maior dispersão do capital votante (e, conseqüentemente, uma maior fragmentação do poder político na esfera da companhia listada), tal proibição pode ter consequências deletérias. Se é baixa a possibilidade de extração *excessiva* de benefícios particulares de controle, e diante das vantagens apontadas, parece não existir razões suficientes para que se abdique de uma maior flexibilidade, impedindo que o controlador faça uso de uma estrutura dual de propriedade acionária.

É de se notar, porém, que nos sistemas onde prevalece uma maior dispersão do capital votante, a proibição de ações sem direito de voto aumenta os custos de monitoramento, reduzindo, em consequência, os incentivos à formação de blocos significativos de participação acionária.

Com isso, a passividade dos acionistas fica favorecida, podendo levar a um maior “entrincheiramento” dos administradores, em detrimento do corpo acionário como um todo. Esses administradores passam a estar imunes às consequências de ofertas hostis de aquisição do controle (destituição de seus cargos) e de disputas iniciadas mediante pedidos públicos de procuração (derrota de propostas apresentadas à assembleia geral).

⁵⁶⁶ MUNHOZ, Eduardo S. *Desafios do Direito Societário Brasileiro*, cit.

Daí a ironia em se reconhecer que “*a estrutura acionária dual é vantajosa por proteger o empreendedor e os administradores das demandas de acionistas comuns. A estrutura acionária dual é desvantajosa por proteger o empreendedor e os administradores das demandas de acionistas comuns*”⁵⁶⁷ (grifos nossos).

As distorções tendem a ser ainda maiores quando o administrador faz uso da estrutura dual para consolidar sua posição de controle, que deixa de ser gerencial e passa a estar fundamentada na titularidade parcela relevante do capital votante.

Com efeito, aproveitando-se do absenteísmo dos acionistas, pode o administrador atribuir a si próprio - em condições vantajosas, evidentemente - quantidade significativa de ações com direito de voto, aproveitando-se desse maior poder relativo (e da baixa exposição aos resultados econômicos gerados pela companhia) para tomar decisões em interesse próprio, por exemplo elevando sua remuneração enquanto executivo, contratando com partes relacionadas em condições não equitativas, aproveitando-se de oportunidades comerciais da companhia e assim por diante⁵⁶⁸.

De todo modo, as estruturas duais, quando não são terminantemente proibidas, vêm sendo objeto de restrições significativas. Países em desenvolvimento, dentre os quais Coréia do Sul, Índia e Rússia não mais admitem ações com voto diferenciado⁵⁶⁹. No Brasil, como se sabe, é exigido que as companhias integrantes do Novo Mercado tenham a totalidade de seu capital representada por ações votantes⁵⁷⁰. Mesmo os países da Europa Ocidental em que as estruturas duais sempre foram disseminadas, tais como a Suécia e a Itália, recentemente passaram a sujeitar-las a limitações mais severas.

No caso específico da Suécia, além da redução do limite máximo de voto plurais, de 1000 a 1, para 10 a 1, foram previstos direitos adicionais a acionistas minoritários, especialmente a garantia de eleição de membros do Conselho de Administração por parte dos 3 ou 4 maiores acionistas, assim como a exigência de que qualquer proposta de

⁵⁶⁷ “*Enrolment Open for an MBA in Murdoch*” (Jornal Financial Times, 18.07.2011, disponível em <http://www.ft.com/cms/slo/2fda9e8e-bl76-1leo-9444-ool44feab49a.html#axzz2IYIKmzDt>).

⁵⁶⁸ MASULIS, Ronald W.; WANG, Cong; e XIE, Fei. *Agency Problems at Dual-Class Companies*. In 64 *J. FIN.* 1697, 2009, p. 1.722.

⁵⁶⁹ V. “*Google’s Stock-split Plan Would Replace Stewardship with Dictatorship*” (Harvard Business Review, 18.04.2012, disponível em <http://blogs.hbr.org/2012/04/googles-stock-split-plan-would/>).

⁵⁷⁰ Apenas para companhias do Novo Mercado da BVSP, como referido.

atribuição de ações a administradores e partes relacionadas seja objeto de aprovação por acionistas detentores de 90% do capital, inclusive no âmbito de programas de outorga de *stock options*⁵⁷¹.

A mudança nas preferências dos investidores também vem impulsionando essas reformas regulatórias, reflexo de um maior interesse de fundos de investimento e demais investidores institucionais em acompanhar – e participar - da condução das atividades das companhias em que detêm investimentos mais relevantes. Em consequência, não são poucos os autores que identificam uma redução das participações de investidores institucionais em companhias com estruturas acionárias duais⁵⁷², comparativamente às detidas por tais veículos naquelas companhias em que prevalece a regra de “a cada ação, um voto”⁵⁷³.

Como tem sido apontado, as companhias usualmente adotam mais de um instrumento jurídico de separação de voto e participação econômica. A estrutura dual, além de aparecer em companhias integrantes de cadeias societárias piramidais, pode também estar associada a um volume expressivo de transações entre partes relacionadas ou mesmo a cláusulas estatutárias impondo oferta pública de aquisição de ações e limitando o exercício de direitos de voto a um determinado percentual, o que tende a amplificar seu potencial nocivo.

4.2.6 Acordo de acionistas tendo por objeto o exercício do poder de controle

Antes de mais nada, cumpre salientar que acordo de controle é negócio jurídico como qualquer outro, porém revestido de natureza *plurilateral*⁵⁷⁴, em razão da confluência de interesses dos acionistas signatários para a realização de um fim comum, qual seja, o

⁵⁷¹ WEN, Tian. *You Can't Sell Your Firm And Own It too*, cit., p. 1.508.

⁵⁷² O que, por si só, pode gerar consequências adversas para a companhia, uma vez que tais investidores acabam por desempenhar o relevante papel de fiscalizar a atuação dos administradores, superando os problemas de ação coletiva existentes em companhias em que há acentuada dispersão do capital votante. A propósito, cf. WEN, Tian. *You Can't Sell Your Firm And Own It too*, cit., p. 1.504.

⁵⁷³ CORNETT, Marcia M.; e VETSUYPENS, Michael R. *Voting Rights and Shareholder Wealth: The Issuance of Limited Voting Common Stock*. In *Managerial & Decision Econ.* 175, 186, 1989; CHUNG, Kee H.; e ZHANG, Hao. *Corporate Governance and Institutional Ownership*, cit.

⁵⁷⁴ V. ASCARELLI, Tullio. *O Contrato Plurilateral*, cit.

exercício do poder-dever de controle⁵⁷⁵, mediante a vinculação do direito de voto nas assembleias gerais e nas reuniões do conselho de administração. É, também, um contrato de natureza *parassocial*, pois visa implementar o interesse dos controladores na sociedade, e nas controladas dela, se assim estiver previsto (hipótese em que é denominado “acordo em cascata” ou acordo “*pass-through*”).

Como se sabe, o arquivamento do acordo na sede social estabelece a vinculação imediata da companhia, e dos administradores eleitos pelos signatários⁵⁷⁶, ao seu conteúdo. Não se trata de um requisito de validade do pacto, mas apenas pressuposto de eficácia perante a sociedade e os administradores, uma vez que os direitos e obrigações nele estabelecidos são plenamente oponíveis aos acionistas convenientes *independentemente do arquivamento*. Evidentemente que a participação da sociedade no acordo, subscrevendo-o como interveniente, cria a presunção de que o mesmo se encontra arquivado na sede social e, assim, a plena vinculação dela e dos administradores ao que dispuser o instrumento.

Ainda no que se refere à eficácia dos acordos de acionistas no Brasil, vale lembrar que antes do advento da Lei n. 10.303/01, que alterou diversos dispositivos da Lei de S/A, o descumprimento do acordo de voto *devidamente arquivado* somente podia ser repellido pela via judicial, mediante a propositura de ação de execução específica⁵⁷⁷, a qual apresenta notórias dificuldades.

A primeira delas é o tempo processual necessário para que seja proferida uma decisão definitiva sobre o sentido do voto do acordante dissidente, em razão da exigência de contraditório mas, principalmente, da morosidade do Poder Judiciário brasileiro. A demora na prolação de uma decisão definitiva não se coaduna com a celeridade exigida pelo direito societário, em que os prazos de prescrição são mais reduzidos frente ao direito comum e as deliberações da assembleia geral, como manifestação da vontade da companhia, são sucessivas e, via de regra, com efeitos encadeados⁵⁷⁸.

⁵⁷⁵ CARVALHOSA, Modesto S. B.. *Acordo de Acionistas*, cit., p. 222.

⁵⁷⁶ Art. 118, parágrafos oitavo e novo, da LSA.

⁵⁷⁷ Nos termos do Art. 466-A do CPC, acrescentado pela Lei n. 11.232/05, dispondo sobre a execução específica de obrigação de emitir declaração de vontade, no caso, o voto do acionista signatário em assembleias gerais ou dos conselheiros de administração por ele indicados, em reuniões daquele órgão.

⁵⁷⁸ O que acaba por impor significativas dificuldades à sua eventual invalidação, cf. apontado, de modo percuciente, por FRANÇA, Erasmo V. de A. e N. *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S.A.* São Paulo: Malheiros Editores, 1999.

A outra dificuldade estava em exigir do signatário inadimplente, em juízo, a manifestação de vontade no sentido pré-acordado, por meio do voto, não obstante o CPC tenha passado a admitir que o juiz, por meio da sentença, substitua a parte, manifestando a vontade conforme o contratado.

A fim de minimizar esses problemas, aludida Lei n. 10.303/01 disciplinou a execução específica direta e extrajudicial dos acordos de controle, estabelecendo um regime de *autotutela*⁵⁷⁹ contido nos novos parágrafos oitavo e nono do artigo 118 da LSA⁵⁸⁰, o qual, por previsão legal expressa, somente é aplicável aos pactos *arquivados na sede social*.

Assim, o presidente da mesa da assembleia geral, ou o presidente do conselho de administração, é obrigado a *não* computar o voto proferido pelo acionista conveniente ou conselheiro eleito pelos controladores, em desacordo com o que foi convencionado em reunião prévia dos signatários do acordo arquivado na sede da companhia.

Da mesma forma, nos termos do mencionado parágrafo nono do Artigo 118 da LSA, os demais acionistas controladores presentes na assembleia, ou os demais membros do conselho de administração por eles indicados, presentes na reunião daquele órgão têm, respectivamente, o direito de votar com as ações do controlador dissidente, ou em nome do administrador omissor ou ausente, no sentido convencionado na mesma reunião prévia. Ainda que tal dispositivo legal não faça referência expressa ao acordo arquivado, é evidente que o reconhecimento pela mesa diretora da assembleia geral ou da reunião do conselho de administração, pressupõe tal providência prévia.

Do exposto, fica claro que o acordo de acionistas arquivado na sede da companhia é provido de maior eficácia, sem que isso signifique que a inobservância de tal formalidade o torne de todo ineficaz. Pelo contrário, como salientado, tais acordos são plenamente

⁵⁷⁹ CARVALHOSA, Modesto S. B. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, Vol. II, 2011, 5ª ed., pp. 685 e ss.

⁵⁸⁰ “Art. 118 – (...) §8º *O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado. §9º O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.*” (grifos nossos)

vinculantes *entre as partes signatárias*, na premissa de que tenham sido atendidos os requisitos gerais de validade de quaisquer negócios jurídicos⁵⁸¹.

4.2.6.1 Acordo de controle em companhia com *reduzida* dispersão do capital votante

Pois bem. Em se tratando de companhias listadas com reduzida dispersão do capital votante, o acordo de acionistas se coloca como um importante e usual⁵⁸² instrumento de formação de blocos de controle *majoritário*. Vale dizer, por meio de sua celebração, acionistas que, individualmente, não são titulares de participação majoritária passam, em conjunto, a prevalecer nas assembleias gerais da companhia e a exercer o poder de controle de modo incontestável.

Do ponto de vista das partes signatárias, o acordo lhes permite comandar (se bem que em conjunto) as atividades empresariais, durante seu prazo de vigência, ainda que cada uma delas detenha participação *minoritária* no capital votante. Não há dúvidas, portanto, de que, sob essa perspectiva, tais pactos acarretam algum grau de dissociação entre representatividade política e participação econômica dos convenientes no seio da companhia. Afinal, ainda que o bloco “faça jus” à maior parcela dos proventos distribuídos, cada um de seus integrantes – inclusive aqueles que ocupem uma posição de preponderância⁵⁸³ frente aos demais co-controladores – receberá, invariavelmente, uma pequena fração dos resultados, desproporcional ao poder exercido.

A pergunta que se coloca é: tal dissociação é nociva para os interesses dos demais acionistas, operando-se em benefício exclusivo das partes convenientes? A resposta deve ser negativa, porém com algumas ressalvas.

Primeiramente porque a existência do bloco de controle, em si mesma, é um importante fator de contenção de abusos – ou, melhor dizendo, de limitação à retirada excessiva de benefícios particulares do controle – por parte de cada um de seus integrantes.

⁵⁸¹ Art. 104 do CC.

⁵⁸² Basta recordar da configuração de controle de diversas companhias privatizadas nos anos 1990, muitas das quais persistiram até os dias atuais. Para maiores informações a respeito das estruturas de controle conjunto em companhias listadas brasileiras, cf. LAZZARINI, Sergio G. *Capitalismo de Laços*, cit.

⁵⁸³ Insuficiente, é claro, para caracterizar aqueles que ocupam tal posição de predominância como controladores isolados da companhia.

As regras e procedimentos criados pelo acordo, a fim de viabilizar o exercício conjunto do poder de controle, também pressupõem a imposição de *limitações* à atuação de cada um dos co-controladores frente à companhia e aos demais acionistas.

Vale dizer, os “freios e contrapesos” autoimpostos pelas partes, a fim de assegurar algum equilíbrio na formação coletiva da “vontade do bloco”, acabam por beneficiar também a companhia e os acionistas não controladores. Perante o mundo exterior, os integrantes do bloco se apresentam de modo unitário e indivisível, portando-se à semelhança do acionista porventura titular *isolado* da maioria das ações votantes.

Na realidade, o fato de o controle ser exercido *em conjunto*, por partes que se autoimpuseram limitações, a fim de permitir a tomada de decisões *intrabloco* - por maioria de votos, na maioria dos casos, mas por unanimidade, em situações excepcionais – permitiria apontar, até mesmo, para um menor potencial de condutas abusivas. Essa maior “democracia”⁵⁸⁴ na condução da companhia poderia contribuir, portanto, para a limitação de abusos, diante da fiscalização que cada um dos integrantes do bloco exerceria sobre os demais; sem prejuízo, é claro, de todos eles virem a atuar em conjunto para, deliberadamente, prejudicar os demais acionistas, não controladores.

Fato é que, quanto menor for a participação “do bloco de controle” frente ao capital total, maior será o potencial de extração *excessiva* de benefícios particulares por parte de seus integrantes. Volta-se, portanto, ao objeto central deste trabalho: a introdução de instrumentos jurídicos de dissociação da representatividade política e participação econômica dos acionistas (e.g. a emissão de ações sem direito a voto, a permitir que o controlador detenha a maioria das ações com direito a voto, sem que necessite deter a maioria do capital total) pode incentivar o controlador a fazer uso do poder detido para extrair vantagens outras, de modo a “compensar” a menor exposição aos resultados positivos da atividade empresarial.

E, quanto maior a disponibilidade desses instrumentos em um dado ordenamento jurídico, mais fácil para o controlador “entrincheirar-se”, protegendo-se de eventuais ameaças ao exercício de seu poder e à obtenção das vantagens desejadas.

⁵⁸⁴ Apesar da impropriedade do termo em matéria de companhias listadas, cf. ressalvado na Nota de Rodapé n. 18.

4.2.6.2 Acordo de controle em companhia com *acentuada* dispersão do capital votante

Se, na situação analisada acima, o arquivamento do acordo de controle na sede social⁵⁸⁵ é condição *sine qua non*, uma vez que estabelece a necessária e inquestionável vinculação da companhia; nas companhias com elevada dispersão do capital votante ela deixa de sê-lo.

Isso porque, pode ser conveniente para as partes signatárias, titulares – isoladamente e em conjunto – de participação *minoritária* no capital votante, manter o acordo em caráter sigiloso, dificultando a identificação dos verdadeiros controladores da companhia⁵⁸⁶. Com isso, além de se eximirem dos deveres e responsabilidades legalmente previstos⁵⁸⁷, podem buscar incutir no público investidor uma percepção equivocada acerca da estrutura de comando que prevalece na companhia.

De fato, parece existir uma predisposição maior dos investidores – não apenas dos veículos institucionais de investimento, cada vez mais partidários de condutas ativistas⁵⁸⁸, mas também dos investidores individuais – em adquirir ações de emissão das novas “*corporations*” brasileiras⁵⁸⁹, diante da promessa de uma maior participação na condução de suas atividades, dada a “inexistência” de um acionista controlador.

Valendo-se dessa predisposição favorável, podem os controladores reduzir substancialmente a quantidade de ações sob sua titularidade – porventura ofertando-as à venda juntamente com aquelas emitidas no âmbito da oferta primária – a fim de sinalizar ao mercado que a companhia será, dali em diante, conduzida de modo “mais democrático”.

⁵⁸⁵ Ou a assinatura do pacto pela companhia, como parte interveniente, o que, conforme salientado, resulta nos mesmos efeitos do arquivamento na sede social.

⁵⁸⁶ A propósito das estratégias de ocultação usualmente adotadas, e de suas consequências perversas, cf. WARDE, Walfrido J. *O Fracasso do Direito Grupal Brasileiro: a Institucionalização do Controle Oculto e sua Sub-Reptícia Transferência*, cit.

⁵⁸⁷ Arts. 116 e 117 da LSA.

⁵⁸⁸ V. item 3.4 do presente.

⁵⁸⁹ “*A Era das Corporations Brasileiras*” (Jornal O Estado de S. Paulo, 01.03.2010, disponível em <http://www.estadao.com.br/noticias/geral,a-era-das-corporations-brasileiras,517493>).

Ocorre, porém, que essa promessa tende a *não* se concretizar, uma vez que o controle pode continuar sendo exercido pelos mesmos acionistas, a partir dali, porém, sem a necessária transparência.

É possível, portanto, que as vantagens percebidas pelos controladores minoritários, em razão do não arquivamento do acordo, sejam superiores aos ônus daí decorrentes, notadamente, a falta de vinculação da companhia aos termos contratados. Esse, no entanto, se mostra como um problema menor, mitigado pela inevitável ascendência exercida pelos acionistas sobre os membros do conselho de administração por eles eleitos, assim como pela possibilidade de arquivamento do acordo, a qualquer tempo, mediante simples apresentação do instrumento à companhia.

Apesar da opacidade das atas de assembleias gerais nesse particular, as quais usualmente não revelam *quem* votou pela aprovação das matérias da ordem do dia – o que, nas companhias com elevada dispersão do capital votante, por si só, impõe dificuldades quase que intransponíveis para a identificação dos acionistas controladores⁵⁹⁰ –, é possível vislumbrar a ocorrência de condutas como essas.

Com efeito, uma análise mais detida permite identificar, ao menos, os *grupos* de acionistas que frequentemente comparecem às assembleias, e que parecem compor a maioria necessária à aprovação das matérias submetidas à deliberação. A simples presença, coordenada, de um conjunto de acionistas, que *aparentemente* votam no mesmo sentido, pode constituir indício da existência de um acordo *não arquivado* na sede social.

De todo modo, ainda que superadas as dificuldades envolvidas na identificação desses pactos, persiste a indagação acima: em companhias com elevada dispersão do capital votante, os acordos de acionistas também se apresentam como instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de seus signatários? São eles potencialmente nocivos aos interesses dos demais acionistas?

Por um lado, deve ser salientado que a celebração de acordos entre acionistas, regulando o exercício do direito de voto nas assembleias da companhia, pode representar

⁵⁹⁰ Nesse sentido, a ressalva constante do Item 1.2 deste trabalho.

uma importante reação à prevalência do controle gerencial. Ou seja, pode constituir-se em um meio importante de autoproteção dos acionistas, de modo a permitir a formação de alianças voltadas a uma maior fiscalização da conduta dos administradores, equacionando os *problemas de ação coletiva*⁵⁹¹ surgidos de um quadro de acentuada dispersão acionária.

Ocorre, porém, que essa parece não ser a função habitual de tais pactos, ao menos na experiência brasileira das companhias com acentuada dispersão de capital.

Ora, se todas as ações asseguram o direito a voto e sua propriedade é pulverizada, torna-se possível exercer o controle mediante participação *minoritária* no capital. Essa modalidade de controle dá ensejo, invariavelmente, a uma acentuada dissociação entre a representatividade política e a participação econômica do acionista controlador, compensada pela possibilidade de prevalecer nas deliberações assembleares sem a necessidade de adquirir uma quantidade mais substancial de ações.

Existe, portanto, na origem dessa estrutura de controle, intensa dissociação entre voto e percepção de resultados, cujos efeitos nocivos – notadamente os incentivos à extração de benefícios particulares em excesso, surgidos *após* a aquisição do investimento e voltados a compensar a menor participação nos resultados sociais⁵⁹² – tendem a ser mitigados por uma razão principal: o controlador pode (em tese) ser despojado de seu poder a qualquer momento.

Ou seja, o controle minoritário (assim como o controle gerencial) é – em tese, repita-se – exercido de modo *precário*, uma vez que os demais acionistas podem, a qualquer momento, formar um bloco representativo de participação votante superior⁵⁹³, a fim de passarem a prevalecer nas assembleias gerais. Ou seja, a possibilidade de o

⁵⁹¹ Problemas esses extensamente analisados pelos estudiosos da “*Teoria dos Jogos*”. A propósito, cf. NASH JR., John F. *Non-Cooperative Games*. Princeton: Princeton University Press, 1950; CONWAY, J.; GUY, R. *The Book of Numbers*. New York: Springer-Verlag, 1996; CONWAY, J. *On Numbers and Games*. s.l.: A. K. Peters / Natick, 2000.

⁵⁹² Isso significa que o controlador, mesmo que tenha despendido uma menor quantidade de recursos para adquirir a participação inicial na companhia, apta a lhe assegurar uma posição dominante, estará, ainda assim, compelido a buscar vantagens adicionais ao longo do tempo. O impulso maximizador de utilidades pessoais persiste e tende a se manifestar tão logo a companhia passe a gerar retornos positivos, não apropriados pelo controlador na proporção dos investimentos subsequentes que tenha realizado – tempo dedicado à companhia, recursos aportados, engajamento profissional, comprometimento pessoal e assim por diante.

⁵⁹³ Por meio – ou não – do lançamento de uma oferta pública de aquisição de ações de controle, regulada pelos Arts. 257 a 263 da LSA.

controlador minoritário (ou gerencial) vir a ser removido pelos demais acionistas seria razão suficiente para conduzi-lo a uma melhor gestão da companhia, inibindo a extração de vantagens indevidas.

Não fosse a existência de instrumentos jurídicos de dissociação da representatividade política e participação econômica dos acionistas, tal raciocínio seria correto, podendo levar, inclusive, à prevalência dessas estruturas de comando, sobre o controle majoritário, exercido em companhias de capital concentrado. O controlador estaria, por assim dizer, mais desprotegido, o ponto de curvar-se mais facilmente aos anseios da massa acionária.

Isso, porém, não é o que ocorre na realidade das companhias listadas, como reiterado ao longo deste trabalho.

E um dos instrumentos de autoproteção de controladores minoritários consiste, exatamente, no acordo de voto, a atribuir maior unidade de comando e permitir que se formem blocos mais coesos e de mais longa duração, especialmente quando, a esses atributos, é adicionado o caráter sigiloso do pacto, a contribuir para a *desmobilização* dos demais acionistas e dos investidores em geral.

Daí, portanto, as consequências potencialmente adversas do acordo de controle minoritário em companhias com acentuada dispersão do capital votante, como instrumento de *autoproteção* (“entrincheiramento”) dos controladores, a permitir que os incentivos perversos apontados perdurem ao longo do tempo.

Desse modo, o acordo de acionistas não arquivado é mais um elemento a contribuir para a permanência da estrutura de controle acionário, não obstante a acentuada dispersão de capital verificada em algumas companhias do Novo Mercado da BVSP, impedindo, assim, que o desenvolvimento de estruturas mais compatíveis com o padrão de propriedade acionária em rumo do qual o mundo parece convergir (blocos de participação minoritária, detidos principalmente por investidores institucionais que mantenham maior independência entre si)⁵⁹⁴.

⁵⁹⁴ A propósito do papel relevante desempenhado pelos acordos de controle em companhias do Novo Mercado da BVSP, cf. GORGA, Érica R. *Corporate Control & Governance after a Decade from “Novo*

Feitas essas considerações, cumpre analisar, na sequência, os demais instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas. Por se tratar de instrumentos cuja utilização – ao menos por enquanto – se mostra menos disseminada, e a fim de ressaltar as similitudes dentre eles existentes, proceder-se-á a uma abordagem conjunta dos mesmos, sem, no entanto, ignorar as suas particularidades.

4.2.7 Cláusulas estatutárias limitando o número máximo de votos em assembleias gerais e impondo a realização de oferta pública de aquisição de ações

Como referido, o aumento da dispersão acionária no mercado de valores mobiliários brasileiro resulta de ofertas públicas primárias e secundárias de ações realizadas a partir de 2005⁵⁹⁵, no âmbito do Novo Mercado da BVSP, onde prevalece regra de “a cada ação, um voto”.

Diante do prognóstico de sucesso das oferta primárias, muitos dos antigos controladores aproveitaram para alienar parte relevante das ações de sua titularidade (superando, por vezes, o denominado “excedente de controle”), de modo simultâneo ou em período exatamente subsequente. Com isso, puderam realizar ganhos expressivos, valendo-se da maior liquidez e afluxo de investidores ao mercado nacional, mantendo consigo participações *minoritárias* no capital das companhias respectivas.

Fato é que, apesar de terem vendido as ações que lhes asseguravam a maioria do capital votante, aqueles acionistas *não* pretenderam abdicar do exercício do poder de controle. Daí terem inserido, no estatuto da companhia, cláusulas (i) estabelecendo um limite percentual ao exercício do voto em assembleias gerais, independentemente da quantidade de ações detidas⁵⁹⁶; e (ii) efetivamente impedindo a aquisição de participações

Mercado”: Changes in Ownership Structures and Shareholder Power in Brazil. Yale Law & Economics Research Paper No. 502, jul., 2014, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2473832>.

⁵⁹⁵ A oferta secundária de ações de emissão da Lojas Renner S/A pela JCPenney, realizada em junho de 2005, é considerada a primeira operação de pulverização do capital de uma companhia aberta brasileira. A propósito, v. “*JCPenney vai vender o controle das Lojas Renner*” (Estadao.com.br, 10 de maio de 2005, disponível em <http://www.estadao.com.br/arquivo/economia/2005/not20050510p7568.htm>).

⁵⁹⁶ Em reconhecimento da legalidade de tais cláusulas, José Luiz Bulhões Pedreira afirmava que: “(...) a lei

acionárias mais significativas, por meio da exigência de oferta pública de compra das demais ações em circulação - por preço, em regra, bastante elevado - como consequência da aquisição prévia de uma determinada quantidade de ações⁵⁹⁷.

Ambas as cláusulas, estabelecidas a pretexto de garantir a dispersão acionária e “proteger” a companhia de uma aquisição *hostil* do poder de controle feita em etapas ou mediante oferta pública lançada nos moldes do artigo 257 da LSA⁵⁹⁸, objetivam, na realidade, impedir o fortalecimento ou consolidação de outro grupo de minoritários, que possa fazer frente ao poder do bloco controlador também minoritário.

Com efeito, por se tratar de companhias ainda submetidas ao controle acionário – exercido, porém, mediante participação minoritária no capital – tais cláusulas exercem função diversa daquela que as consagrou, na prática norte-americana.

É o que salienta Eduardo S. Munhoz em importante estudo a respeito do tema⁵⁹⁹:

“No caso das companhias brasileiras, em que o controle é concentrado, essas regras não servem para impedir tentativas de aquisição hostil, mas principalmente para assegurar ao controlador mecanismos de evitar a formação de minorias significativas, que possam resistir ou suplantar o seu poder. De fato, como a totalidade das ações das companhias listadas no Novo Mercado é de ações ordinárias, acionistas controladores que sejam titulares de pelo menos 50% mais uma ação têm interesse em que o capital remanescente permaneça disperso em pequenos investidores, incapazes de resistir ao seu

brasileira não especifica o tipo de limite de votos que pode ser usado pelo estatuto e as modalidades referidas na doutrina são: (a) número absoluto de votos que podem ser manifestados por cada acionista; (b) número de ações determinado pelo respectivo valor nominal, ou por determinada porcentagem do valor do capital social; (c) porcentagem do número total de ações votantes da companhia ou das ações votantes cujos titulares estejam presentes ou representados na assembleia; (d) relação decrescente com o número de ações de que o acionista é titular (...).” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Limite Estatutário do Direito de Voto*. In LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, v. 2, Rio de Janeiro: Renovar, 2ª ed., 1996, p. 75).

⁵⁹⁷ Trata-se, nessa segunda hipótese, das denominadas “*poison pills* à brasileira” (AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais*. cit., pp. 236 e ss.) as quais se assemelham mais às *mandatory bids* de rara previsão na legislação estadual dos EUA. V., a propósito, KIRCHMAIER, Tom; GRANT, Jeremy; e KIRSHNER, Jodie A. *Financial Tunneling and the Mandatory Bid Rule*. *FMG Discussion Paper No. 536*, jan., 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=613945>.

⁵⁹⁸ A propósito da “*escalada*” em bolsa e da oferta pública prevista no art. 257 da LSA, cf. AZEVEDO, Luís André N. de M. *A Oferta Pública para Aquisição de Controle sob a Perspectiva da Companhia Aberta Ofertante*, cit., 73-118.

⁵⁹⁹ *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado*, cit., p. 155.

poder. Daí a presença, na maior parte dos estatutos sociais, das regras originadas do direito norte-americano que, aqui, vêm exercer uma função muito distinta.”

A prevalecer a redação original da maioria dessas cláusulas estatutárias, uma transferência de controle estaria de todo impossibilitada, pelo fato de que a alteração do estatuto social para revogá-las ensejaria a obrigação de realizar a oferta, em razão do previsto nas denominadas “cláusulas pétreas de *poison pill*”⁶⁰⁰ (muitas das quais, no entanto, já suprimidas, tendo em vista o Parecer de Orientação CVM n. 36, de 23 de junho de 2009⁶⁰¹, no sentido de que “a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória”).

Sendo assim, em companhias cujos estatutos social ainda estabelecem tais “cláusulas pétreas”, a transferência da titularidade do poder de controle depende de negociação prévia ou, no mínimo, da aquiescência dos controladores minoritários - como ocorre nas companhias submetidas ao poder de controle majoritário - a fim de que votem favoravelmente à reforma do estatuto social para suprimir a cláusula de “*poison pill à brasileira*”.

Sendo assim, parece claro que a inserção de tais cláusulas no estatuto da companhia permitiu que os antigos controladores majoritários auferissem um suposto “prêmio de controle” dos investidores de mercado, os quais atribuíram um maior valor às ações por eles alienadas, diante da expectativa de uma maior ingerência na condução das atividades da companhia, sem, no entanto, que o antigo controlador tenha, efetivamente, abdicado de seu poder, passando a exercê-lo com participação minoritária.

É evidente, portanto, que a maior dispersão do capital daquelas companhias *não* ensejou a alteração na titularidade do poder de controle, o qual continuou em mãos de seu detentor anterior, o qual simplesmente passou a empregar novos instrumentos jurídicos de

⁶⁰⁰ Cf., a propósito, CARVALHOSA, Modesto. *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Direito Societário - Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 29.

⁶⁰¹ Disponível em

http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=P&File=\pare\pare036.doc.

dissociação de representatividade política e participação econômica (no caso, as cláusulas estatutárias de limitação de votos e imposição de oferta de aquisição obrigatória, conforme indicado mais a seguir), a fim de substituir aqueles tornados indisponíveis (emissão de ações preferenciais sem direito a voto), de modo a continuar exercendo seu poder.

De todo modo, é importante notar que as cláusulas em referência, na sua redação original de meados dos anos 2000, também desvirtuam as funções típicas por elas desempenhadas em outro momento histórico do mercado de valores mobiliários brasileiro.

4.2.7.1 Cláusulas de limitação de votos na história recente brasileira

Diferentemente do que possa parecer, a imposição de limites à quantidade máxima de votos por acionista, independentemente da participação acionária detida, não é uma novidade recente, tendo sido prevista, com frequência, nos estatutos sociais de companhias listadas brasileiras no início do Século XX.

Aquele foi um período de significativo desenvolvimento e acentuada dispersão acionária⁶⁰² do mercado de valores mobiliários local, durante o qual, vale reiterar⁶⁰³, as normas de origem estatutária preencheram a lacuna decorrente da falta de leis adequadas de proteção a investidores.

Naquele momento histórico, tais cláusulas pareciam ser disseminadas, visto que *“mais de um quarto das companhias integrantes da amostra em 1909 limitavam o número máximo de votos que um único acionista poderia proferir em assembleias gerais. Em média, 26% das companhias impunham tal limitação de votos, sendo que mais de 38% das companhias prestadoras de serviços públicos e de comércio exterior o faziam também*

⁶⁰² Especialmente envolvendo companhias ferroviárias, cf. destaca MUSACCHIO, Aldo. *Laws vs. Contracts: Legal Origins, Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950*. s.l. : s.n., jan., 2008, p. 26, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1086450>.

⁶⁰³ V. Item 2.4.1.6 do presente.

(...) ”⁶⁰⁴. Além disso, pareciam contribuir, efetivamente, para uma maior dispersão do capital votante das companhias então integrantes do mercado bursátil brasileiro⁶⁰⁵.

A existência de limites estatutários à quantidade de votos dos maiores acionistas parecia contribuir, de fato, para o ingresso de pequenos investidores e para que comparecessem com maior frequência às assembleias gerais. Isso porque, aqueles que de fato compareciam eram recompensados mediante o fortalecimento (relativo) de sua representatividade política, uma vez os votos por eles proferidos passavam a ser determinantes para a formação da maioria necessária à aprovação das matérias de interesse dos acionistas de maior expressividade. Ademais, a existência dessa limitação também acabava por encorajar os pequenos acionistas a congregarem suas participações, de modo a formar, entre si, blocos de participação mais relevante (sempre inferior, é claro, ao *teto* previsto no estatuto social).

Ocorre que, com o passar dos anos, tais dispositivos estatutários foram sendo suprimidos, até seu desaparecimento praticamente total em meados dos anos 1920⁶⁰⁶, abrindo espaço para a reconcentração do capital votante, a compor o padrão de propriedade acionária prevalecente até hoje na grande maioria das companhias listadas brasileiras.

4.2.7.2 A dissociação *inversa* resultante da limitação de votos em assembleias gerais

De todo modo, parece inquestionável a dissociação entre representatividade política e participação econômica promovida por tais cláusulas, no que se refere, evidentemente, aos acionistas detentores de ações em quantidade *superior* ao limite estabelecido.

Essa dissociação, no entanto, opera-se em *sentido inverso* àquela mais usualmente verificada, dando ensejo a uma participação nos resultados *superior* à quantidade de votos passíveis de serem exercidos nas assembleias gerais.

⁶⁰⁴ MUSACCHIO, Aldo. *Laws vs. Contracts: Legal Origins, Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950*. s.l. : s.n., jan., 2008, p. 22, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1086450>.

⁶⁰⁵ *Idem*, p. 33.

⁶⁰⁶ *Ibidem*, p. 29.

Tal consequência se mostra, em princípio, benéfica, pois tende a incutir nos grandes acionistas a busca por uma maior *cooperação* junto à massa de acionistas dispersos, de modo a viabilizar a formação das alianças necessárias à aprovação das matérias objeto de deliberação assemblear.

Por outro lado, é evidente que a maior vulnerabilidade dos grandes acionistas, – e o fortalecimento dos pequenos, daí decorrente – pode dar ensejo à prática de abusos de minoria, caracterizados, muitas vezes por condutas obstrucionistas⁶⁰⁷, voltadas a impedir a tomada de decisões relevantes para a companhia, em troca da obtenção de benefícios particulares.

De todo modo, a ressalva é importante, uma vez que as estruturas piramidais, a emissão de ações preferenciais sem direito a voto e a celebração de acordos de controle, dentre outros instrumentos análogos⁶⁰⁸, fazem com que determinados acionistas passem a deter participação econômica *inferior* à representatividade política exercida, dando ensejo, portanto, a consequência diametralmente oposta.

Em suma, a percepção do sentido correto da dissociação entre representatividade política e participação econômica promovido por cláusulas estatutárias de limitação do exercício do voto, somada ao reconhecimento de sua relevância em um importante momento histórico do mercado brasileiro, pode contribuir para a reabilitação desse importante instrumento de garantia da dispersão acionária e promoção de uma maior alinhamento de interesses no seio da companhia listada.

4.2.8 Outros instrumentos jurídicos que acarretam dissociação entre participação política e econômica de acionistas

⁶⁰⁷ Cf., a esse respeito, ADAMEK, Marcelo V. von. *Abuso de Minoria em Direito Societário - Abuso das Posições Subjetivas Minoritárias*. Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010, pp. 305 e ss.

⁶⁰⁸ V. Item 1.2 deste trabalho

As participações acionárias recíprocas (“*cross-ownership structures*”), objeto de restrições de há muito no Brasil, também passaram a ser coibidas ao redor do mundo⁶⁰⁹, especialmente na Ásia onde mais se disseminaram⁶¹⁰, em razão não apenas das graves distorções que provocam mas, especialmente, por facilitarem a ocultação do lócus do poder de controle⁶¹¹.

Com efeito, as participações acionárias recíprocas, diferentemente da estrutura piramidal, estabelecem uma relação *horizontal* entre as companhias envolvidas, pelo fato de uma deter ações de emissão da outra, o que acaba por dificultar, ainda mais, a identificação do real controlador por detrás dessa verdadeira *teia* de investimentos.

Ou, nas palavras de George G. Triantis et. al.⁶¹² “(...) *estruturas de propriedade acionária cruzada se diferenciam das piramidais principalmente porque os direitos de voto utilizados para exercício do poder de controle permanecem distribuídos por todo o grupo de sociedades, ao invés de estarem concentrados na titularidade de uma única companhia ou de um único acionista*”

Por outro lado, a existência de participações recíprocas pode colocar em risco a *integridade do capital social*⁶¹³, visto que se aproxima da compra, pela companhia, de ações de sua própria emissão. Por sinal, uma e outra modalidades de aquisição são objeto de extensa disciplina legal no Brasil⁶¹⁴, sendo de se destacar que as participações recíprocas (i) somente podem envolver sociedades que *não* sejam controladas, sob controle comum ou coligadas; (ii) devendo o investimento se enquadrar nos limites do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, sem diminuição do capital social de cada companhia⁶¹⁵.

⁶⁰⁹ TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity*, cit., p. 24.

⁶¹⁰ BOUABKER, S. *Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France*. In *Technical Report, Université Paris XII*, 2003.

⁶¹¹ Cf. salientado por WEIDENBAUM, Murray. *The Chinese Family Business Enterprise*. In *California Management Review* 38, 1996, pp. 141-156, *apud* TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity*, cit., p. 301.

⁶¹² TRIANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity*, cit., p. 300.

⁶¹³ CARVALHOSA, Modesto S. B. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, Vol. IV, t. II, 2014, pp. 52 e ss.

⁶¹⁴ V. Arts. 30 e 244 da LSA.

⁶¹⁵ Art. 30, parágrafo primeiro, alínea “b”, da LSA.

De igual modo, as restrições previstas na legislação brasileira também resultam das dificuldades de identificação do responsável pelo sentido do voto a ser proferido nas assembleias gerais, conforme aponta Nelson Eizirik⁶¹⁶:

“A Lei das S/A ao vedar a participação recíproca (...) visou a preservar a integridade do capital social na sua função de garantia de credores, e evitar o agumento do capital social. Outro objetivo (...) é o de evitar problemas de natureza política, que podem resultar do exercício de voto por parte das sociedades que participam do capital das outras – ocorreria a anulação da influência de uma sociedade sobre a outra.”

Não obstante tais limitações, é possível encontrar participações recíprocas no Brasil, ainda que em número bastante reduzido. Assim é que, Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto, no mesmo estudo já referido⁶¹⁷, por meio do qual analisam a estrutura de propriedade acionária de companhias brasileiras, indicam que, em 2002, tal arranjo prevalecia em apenas 11 companhias abertas (correspondentes a 1,7% da amostra pesquisada), ensejando, contudo, intensa dissociação entre representatividade política e participação econômica (média de direitos de voto de 78% e de desvio de direitos de 44%).

Daí a relevância de se levar em consideração tal instrumento de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas, não obstante as restrições legais existentes. Afinal, ainda que as participações recíprocas sejam pouco verificadas na prática societária brasileira – e venham sendo, pouco a pouco, combatidas nos demais países – as distorções por elas acarretadas, ao permitirem que, sob a aparência de uma acentuada fragmentação de poderes, seja mantida a figura de controladores “ocultos” (como parece ser o caso de muitas companhias listadas no Japão e, mais recentemente, na Coreia do Sul⁶¹⁸), constituem alguns dos mais relevantes entraves à adequada prevenção de abusos na esfera societária.

⁶¹⁶ EIZIRIK, Nelson L. *Inexistência de “Participação Recíproca Indireta” entre Sociedades Coligadas*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, n. 99, 1995, pp. 83 e ss.

⁶¹⁷ ALDRIGHI, Dante M.; MAZZER NETO, Roberto. *Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil*, cit., p. 143.

⁶¹⁸ Como salientado por CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H.P. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, cit.; e CHANG, Sea Jin. *Ownership Structure, Expropriation and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea*. In *Academy of Management Journal*, v. 46, no. 02, abr., 2003, disponível em <http://amj.aom.org/content/46/2/238.short>.

Apontamentos acerca da companhia aberta com acentuada dispersão do capital votante no Novo Mercado da BVSP

As companhias abertas com elevada dispersão do capital votante, surgidas no âmbito do Novo Mercado da BVSP, *não* foram um acontecimento isolado e casual, mas resultaram de uma série de políticas públicas e escolhas regulatórias havidas ao longo dos anos anteriores, as quais, de forma deliberada ou não, contribuíram para o seu aparecimento.

Resultam, também, de fatores macroeconômicos alheios aos limites deste trabalho, que proveram o mercado de capitais brasileiro de significativa liquidez, especialmente entre os anos de 2002 a 2008, favorecendo, de um lado, a alienação de quantidade adicional de ações por parte das companhias listadas e de seus controladores e, de outro, o ingresso de novos investidores.

A importância da regulação, na matéria, é evidenciada pelo fato de que a dispersão da propriedade acionária – *não*, especificamente, a dispersão de ações com direito a voto - foi uma das forças motrizes por detrás do anteprojeto que deu origem à LSA. Tal iniciativa, como é cediço, se inseria em um planejamento político-econômico mais amplo, voltado, principalmente, ao desenvolvimento da grande empresa nacional⁶¹⁹ e à criação de uma nova alternativa de custeio das atividades empresariais de maior porte, por meio da substituição do Estado, como agente primordial de financiamento, pela poupança popular, captada por intermédio de um mercado de capitais cuja criação se buscava incentivar.

A vigente LSA nasceu, portanto, sob a égide de *significativa de concentração de poderes*, baseada no prevalecimento absoluto do acionista controlador (não à toa

⁶¹⁹ “(...) o objetivo do Anteprojeto é colocar à disposição do empresário-empresendedor (...) o instrumental jurídico-financeiro adequado para que possa promover a grande empresa privada nacional. A existência de um mercado primário de ações constitui, todavia, requisito necessário da grande empresa nacional, e por isso o objetivo maior do Anteprojeto é a criação desse mercado.” (LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração e Aplicação*. Rio de Janeiro : Renovar, 2ª ed., 1992, p. 156). A necessidade de criação de um regime jurídico próprio da macro-empresa foi exposta, em caráter pioneiro, por Fábio K. Comparato no magistral *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

denominado, pelos autores do anteprojeto, “*acionista empreendedor*”⁶²⁰), perante uma ampla massa de investidores titulares de ações preferenciais sem direito a voto.

A possibilidade de adoção de uma *estrutura acionária dual*, como um dos elementos centrais do direito das sociedades anônimas – a persistir no que se refere a todas as demais companhias, exceto aquelas integrantes do Novo Mercado – visou, exatamente, permitir a captação de maior volume de recursos pela companhia aberta, sem que os poderes do acionista responsável pela condução das atividades empresariais fossem ameaçados. Reflexo disso é a autorização legal de supressão do direito de voto da ação preferencial e a previsão, então vigente, de emissão de ações preferenciais sem voto até o elevado limite de 2/3 do capital social⁶²¹.

Em sua redação original a LSA, trazia, portanto, claros incentivos⁶²² à dispersão da propriedade de ações preferenciais *sem direito a voto*, as quais se pressupunha mais atrativas para os investidores, em razão de vantagens quando da distribuição de dividendos⁶²³. O poder político no seio da companhia, no entanto, permanecia concentrado na titularidade do acionista controlador, detentor da maioria, senão da quase totalidade, das ações votantes.

Daí afirmar-se que o “anonimato”, no direito societário brasileiro, se de fato atingido por companhias listadas cujas ações gozassem de ampla liquidez bursátil, somente

⁶²⁰ Na visão de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira que, como se sabe, foram os autores do Anteprojeto que culminou na vigente Lei de S/A “(...) *em toda companhia aberta há duas espécies irreduzíveis de acionistas: (a) o empresário-empresendedor, que cria e expande a empresa, a ela se dedica permanente e profissionalmente, vive todos os seus problemas, e se realiza nessa atividade, e (b) o investidor de mercado que objetiva, tão somente, a mera aplicação de capital*” (*A Lei das S/A* cit., p. 193). Lembre-se de que o emprego do termo “acionista empreendedor” não é acidental, já tendo sido adotado, por exemplo, na doutrina alemã, em contraponto aos “acionistas investidores”. É o que se verifica da lição de WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*. Band I: *Grundlagen*, Munchen : C. H. Beck, 1980.

⁶²¹ Art. 17 da LSA. Ainda Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: “(...) *o voto para o investidor de bolsa é de importância menor, pois, em geral, não comparece às assembleias, e, certamente, se a lei ou o estatuto da sociedade o obrigasse a votar, venderia suas ações. Pergunte-se ao pequeno investidor: a que assembleia já compareceu?*” (*A Lei das S/A* cit., p. 163).

⁶²² Os quais se somaram a importantes incentivos de ordem fiscal, voltados a incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais, previstos, principalmente, no Decreto n. 1.598/77.

⁶²³ “(...) *é essencial que não confundamos o investidor-empresário com o especulador de Bolsa (...) A criação e expansão de um mercado primário de ações depende, portanto, basicamente, de aumentarmos o número de ‘consumidores’ de ações, isto é, de agentes da poupança (individuais e institucionais) que subscrevam ações para participar dos lucros da companhia através dos dividendos.*” (LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A* cit., p. 157).

abrangia os investidores de mercado entre si, não se aplicando à figura do controlador majoritário, claramente identificável por todos.

Ocorre que o recente aumento da dispersão do capital de algumas companhias abertas integrantes do Novo Mercado da BVSP deu-se em *bases distintas* daquelas inicialmente contempladas pela LSA, expostas nas linhas acima.

Isto porque, as normas do Regulamento do Novo Mercado, ao *reduzirem* as prerrogativas do acionista controlador, ao mesmo tempo e em contrapartida *fortaleceram* aquelas dos minoritários, em razão das seguintes exigências, dentre outras:

- (i) todas as ações assegurem o direito de voto;
- (ii) o adquirente do poder de controle realize oferta pública de aquisição das ações dos minoritários pelo mesmo preço pago ao vendedor;
- (iii) ao menos 20% dos assentos no Conselho de Administração sejam ocupados por conselheiros independentes; e
- (iv) 25% do capital social da companhia sejam mantidos em circulação.

Não se está diante, portanto, apenas de limitações à extração de benefícios particulares por parte do acionista controlador⁶²⁴, por meio do mecanismo clássico de proibições e sanções respectivas, situado no centro do direito societário tradicional. Essas limitações de fato existem, mas vêm acompanhadas de normas que outorgam prerrogativas *adicionais* aos acionistas minoritários, na exata medida daquelas que foram suprimidas do controlador.

⁶²⁴ Segundo John C. Coffee Jr.: “The term ‘private benefits of control’ is a shorthand expression for all of the ways in which those in control of a corporation can siphon off benefits to themselves that are not shared with the other shareholders, including through (i) above-market salaries, (ii) unfair self-dealing transactions with the corporation, (iii) insider trading, or (iv) the issuance of shares to themselves at dilutive prices.” (Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control. Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, Working Paper n. 183, 1990, disponível em <http://ssrn.com/abstract=415300>). Cf., também, BEBCHUK, Lucian A.; e KAHAN, Marcel. *A Framework for Analysing Legal Policy Towards Proxy Contests*. In *California Law Review*, vol. 78, 1990, pp. 1071-1135; e GILSON, Ronald J.; e GORDON, Jeffrey N., *Controlling Controlling Shareholders*. In *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, 2003, p. 785.

Tal acontecimento vem acarretando profundas transformações na estrutura de capital até então observada nas companhias listadas brasileiras.

Veja-se o que ocorreu em relação ao direito de voto (na realidade, *poder de voto*⁶²⁵) do controlador. Ao invés de o Regulamento do Novo Mercado criar novas proibições ao seu exercício, mecanismos mais eficientes de alinhamento do voto ao interesse social e regras adicionais de responsabilização por abusos, mais rigorosas do que aquelas previstas na LSA e nas normas da CVM, optou por uma restrição de via transversa, consistente na eliminação das ações sem direito a voto, mediante imposição, portanto, de uma *estrutura acionária unitária*.

O mesmo se deu em relação à prerrogativa do controlador de *orientar a atuação dos órgãos de administração*⁶²⁶. Aquele Regulamento, deixando de dar maior concretude ao dever de independência dos administradores⁶²⁷ (Art. 154) ou de estabelecer limites mais estritos, por exemplo, aos chamados *interlocking directorates*⁶²⁸, à realização de transações com partes relacionadas ou à participação em deliberações onde exista potencial conflito de interesses, seguiu pelo caminho da exigência de um número mínimo de conselheiros de administração independentes, teoricamente alheios à influência do controlador⁶²⁹.

Já no que se refere à prerrogativa do controlador de extrair um prêmio de controle quando da alienação das ações de sua titularidade, prerrogativa esta de ordem patrimonial, a limitação também se manifestou pela via do compartilhamento integral do valor respectivo com os demais acionistas que venham a optar por vender suas participações em conjunto (*tag-along*).

⁶²⁵ Como bem salienta ADAMEK, Marcelo V. von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*, cit., p. 30.

⁶²⁶ Art. 116, alínea “b”, da Lei de S/A.

⁶²⁷ Art. 154.

⁶²⁸ V., a propósito, ARAGÃO, Leandro S. de. *Interlocking directorates (Personelle Verflechtungen) e a proibição do Art. 147, §3º, inciso I, da Lei das Sociedades Anônimas: o Conflito Entre a Liberdade de Concorrência e a Liberdade de Estruturação do Organograma Administrativo da Sociedade Empresária*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 65-85.

⁶²⁹ A ampliação de prerrogativas dos minoritários, nesse particular, torna-se ainda mais nítida quando passou a ser admitido que conselheiros eleitos em separado, na forma do Art. 141, parágrafo quarto, da LSA, possam ser considerados independentes para efeitos do Regulamento do Novo Mercado.

Por outro lado, a exigência de manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação, reforçada pela necessidade de se conduzir esforços visando à ampla colocação de novas ações⁶³⁰ - ambas tendo contribuindo, de modo significativo, para o aumento da dispersão de capital de algumas companhias listadas do Novo Mercado - em combinação com aquelas anteriormente referidas, acabam tendo por efeito a retirada de prerrogativas do controlador e sua transferência aos minoritários.

Não se está, nesse momento, a criticar ou elogiar as normas do Novo Mercado mencionadas acima. A compilação que se faz, e os exemplos de providências regulatórias alternativas apresentadas, servem apenas para corroborar um dos pressupostos basilares do trabalho ora apresentado, qual seja, o de que a dispersão de capital recentemente verificada em algumas companhias daquele segmento de negociação *não* foi acompanhada de modificações na estrutura de poder de controle dominante.

Vale dizer, a *redistribuição relativa de poderes* no âmbito interno da companhia participante, promovido pelas regras do Novo Mercado da BVSP, do controlador para os minoritários em geral, *não* veio acompanhada de maiores limitações à prerrogativa desse acionista dominante de continuar estabelecendo estratégias de autoproteção, voltadas a garantir o exercício continuado de seu poder.

Exceção feita à imposição de uma estrutura acionária unitária (prevalência da regra de que “a cada ação, um voto”) – por si só não imune a críticas⁶³¹ - e à exigência de maior transparência no que se refere a transações da companhia com partes relacionadas⁶³², o Regulamento do Novo Mercado não foi suficiente para coibir a utilização de outros instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica de acionistas.

De fato, uma análise pouco cuidadosa do aumento da dispersão da propriedade do capital de companhias abertas do Novo Mercado da BVSP poderia levar à conclusão de

⁶³⁰ Por meio (i) da garantia de aquisição de uma quantidade mínima de ações por todos os interessados e/ou (ii) do direcionamento de, no mínimo, 10% do total de ações para pessoas físicas ou investidores não institucionais (item 7.1 do Regulamento do Novo Mercado da BVSP).

⁶³¹ Cf. indicado no item 4.2.5 do presente.

⁶³² Transações essas que, a depender de suas características, podem ensejar efeitos análogos aos dos instrumentos típicos de dissociação entre voto e participação nos resultados, ora abordados (como salientado na Nota de Rodapé n. 29).

que tais sociedades inarredavelmente se aproximariam do modelo utópico da correlação *absoluta* entre representatividade política e participação econômica. Em razão do significativo número de acionistas, cada qual titular de quantidade relativamente pequena de ações, todas com direito a voto, prevaleceria em tais companhias, sempre e necessariamente, a *ficção democrática* nas assembleias gerais.

Em razão de nenhum acionista, ou grupo de acionistas signatários de acordo de controle *arquivado na sede social*, deter a maioria do capital votante, e diante da ausência de estímulos ao comparecimento maciço de acionistas nas assembleias gerais, as deliberações passariam a ser tomadas pelos votos de uma *maioria instável e cambiante*, incapaz de prevalecer em caráter permanente.

Em consequência, faltaria a tais companhias um acionista controlador definido e a preocupação com os conflitos entre acionistas majoritário e minoritários – elemento basilar do ordenamento jurídico-societário brasileiro, construído em torno dessa dicotomia primordial – deveria ser substituída pela ênfase nos conflitos entre acionistas em geral, de um lado, e administradores, de outro.

Em consequência do absenteísmo dos acionistas, essas companhias estariam, desde então, submetidas ao *controle gerencial*, sendo o sentido dos votos prevalentes nas assembleias estabelecido pelos administradores, mediante o encaminhamento de pedidos públicos de procuração⁶³³.

Essas conclusões, porém, *não* correspondem à realidade das companhias abertas integrantes do Novo Mercado da BVSP⁶³⁴.

Assim é que, principalmente, por meio da celebração de acordos de acionistas *não arquivados* na sede social e da imposição de limites estatutários à quantidade de votos e à aquisição de participação acionária mais expressiva (“*poison pill à brasileira*”⁶³⁵) – voltados a impedir a aglutinação de outro grupo de acionistas, passível de se contrapor ao

⁶³³ Art. 126, parágrafo segundo, da LSA e Instrução CVM n. 481/09.

⁶³⁴ Ainda que se possa considerar, como mencionado (v. Nota de Rodapé n. ____), a existência de algumas companhias do Novo Mercado da BVSP sob controle gerencial.

⁶³⁵ V. o Item 4.2.7 do presente.

bloco minoritário de controle⁶³⁶ - o controlador permanece no exercício de suas atribuições.

Este, portanto, teria simplesmente deixado de exercer o controle mediante a titularidade da *maioria* do capital com direito a voto, e passado a fazê-lo por meio de participação *minoritária* no capital votante e total. Ocorre que, por meio do emprego dos instrumentos jurídicos dissociativos apontados – e também de outros, analisados ao longo deste trabalho⁶³⁷ - o controlador permanece capacitado a dar continuidade à extração de benefícios particulares em montantes *excessivos*, diante da inexistência de ameaças críveis à sua posição dominante

Daí a afirmação, reiterada ao longo deste trabalho, no sentido de que o controlador dessas companhias de capital disperso do Novo Mercado, simplesmente teria promovido a substituição de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica tornados indisponíveis, por outros, igualmente aptos a lhe permitir a manutenção da titularidade de seu poder, desde então exercido mediante *participação minoritária estável* no capital social.

Com isso, os níveis de concentração do poder de controle nas companhias listadas brasileiras permanecem elevados, dada a facilidade de implementação de estratégias de *autodefesa* (“entrincheiramento”) por parte de seu titular; seja em se tratando das companhias com feições mais “tradicionais”, em que existe maior dispersão de ações preferenciais sem direito a voto, porém com a permanência das ações ordinárias na titularidade do controlador (o qual se vale, por vezes, também de estruturas piramidais de participação societária; seja naquelas onde prevalece uma maior dispersão de capital, integrantes do Novo Mercado da BVSP, como salientado.

⁶³⁶ Tal objetivo, como salientado, é atingido mediante o estabelecimento de percentuais de “gatilho” condicionando a produção dos efeitos das respectivas previsões estatutárias. Estes percentuais costumam ser pouco inferiores ao necessário para a formação de um grupo antagonista, a exercer maior fiscalização ou mesmo capaz de se sobrepujar aos controladores de fato da companhia listada com elevada dispersão do capital votante. A propósito, cf. AZEVEDO, Luís André N. de M. *Ativismo dos Investidores Institucionais*, cit.

⁶³⁷ Cf. apontam os estudos empíricos referidos ao longo deste trabalho, ao constarem a existência de estruturas piramidais de participação societária envolvendo companhias integrantes do Novo Mercado da BVSP, não obstante em pequeno número.

A manutenção dessa tendência à concentração é explicada pela maior disponibilidade de instrumentos de dissociação do voto (representatividade política) e de participação nos resultados dos acionistas, inclusive no âmbito daquele segmento especial de “boas práticas de governança corporativa”; disponibilidade esta que foi severamente restringida nos países onde se verifica uma maior capacidade de adaptação das estruturas de controle dominantes.

Vale dizer, não obstante os EUA e o RU tenham experimentado períodos de elevada concentração do poder econômico, com reflexos evidentes nos mercados de valores mobiliários respectivos, os instrumentos para tanto utilizados foram significativamente reduzidos, ou mesmo eliminados.

A breve retrospectiva histórica acerca de cada um deles evidencia os principais fatores de contenção superados ao longo do tempo, não apenas os de ordem jurídica, mas também aqueles relacionados com aspectos econômicos e políticos resultantes da interação entre as companhias e demais partes interessadas, inclusive o Estado e os entes de autorregulação do mercado de capitais como um todo.

Este evidente processo evolutivo tem revestido as estruturas de controle das grandes companhias listadas nos EUA e no RU de *maior adaptabilidade* às novas circunstâncias de atuação dos investidores institucionais, os quais vêm, cada vez mais, saindo de sua posição de “*passividade reticente*” para, em conjunto com os ativistas societários, buscar uma maior ingerência nas atividades das companhias investidas (não obstante os problemas decorrentes dos “conflitos de agência” de segundo grau, envolvidos na sua atuação).

Não por coincidência, tem-se percebido, igualmente, uma reconcentração relativa da propriedade acionária - primeiramente no RU e, em seguida, nos EUA - aproximando-os cada vez mais do que se chamou de “situação intermediária” dos blocos de participação minoritária relevante (detidos, no mais das vezes, pelos mesmos investidores institucionais), para onde rumam a convergência global de padrões de propriedade acionária aparentemente em curso.

Também a corroborar essa maior diversidade do mercado norte-americano, parecem surgir novas companhias de grande porte, muitas das quais vindas do setor “pontocom” e recém ingressadas em bolsas de valores, partidárias de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica, notadamente estruturas acionárias duais, a prover o acionista controlador de ações com maior quantidade de votos face às dos demais investidores.

Isso, porém, não significa que o controle gerencial tenha deixado de ser a estrutura de controle dominante, tanto no RU - onde, em razão das peculiaridades locais apontadas, os investidores institucionais vêm tendo uma atuação bastantes próxima dos administradores, não obstante o façam de maneira mais discreta – quanto nos EUA.

Igualmente, o reconhecimento do processo de evolução das instituições do mercado de capitais ali experimentado *não* reveste tal estrutura de comando – o controle gerencial – de características mais positivas, se comparada com o controle baseado na propriedade direta de ações com direito a voto.

Insista-se nessa ressalva, diante de sua relevância, visto que não existe uma estrutura de controle que seja, por si só, mais adequada ou eficiente, devendo ser reconhecidas as vantagens e desvantagens de cada uma delas, conforme, inclusive, as particularidades de cada *organização coletiva finalística*, os objetivos sociais pretendidos, o modo de atuação e as singularidades do mercado de atuação da companhia, dentre uma série de outras variáveis inerentes ao exercício de quaisquer atividades empresariais.

Considerações a título de conclusão

Não são poucos os estudos a demonstrar a existência, ao redor do mundo, de duas estruturas distintas de propriedade acionária e controle interno de companhias listadas - umas com *capital concentrado e acionista controlador* e outras com *capital votante disperso sob controle gerencial* - as quais parecem ser, em grande medida, autoexcludentes.

Vale dizer, em um dado país, em um determinado momento histórico, a ampla maioria das companhias listadas adotará *uma ou outra* estrutura, sem que exista uma distribuição *mais equilibrada* entre ambas.

Muito se discute a respeito das razões que levam ao surgimento, à permanência e eventual substituição de estruturas de controle societário. Poucos atentam, porém, às razões que parecem levar, sempre e necessariamente, à preponderância de uma sobre outra em um determinado país, impedindo a coexistência de ambas como alternativas reais e igualmente viáveis para captação de recursos no mercado e exploração de atividades empresariais.

Vale dizer, a existência de uma estrutura parece impedir o pleno desenvolvimento da outra, de modo que sua distribuição é desigual não apenas no âmbito global (em que prevalecem, numericamente, as companhias listadas com acionista controlador) mas também no âmbito nacional (em que, cada país, parece apresentar uma estrutura amplamente dominante, não obstante um pequeno número de companhias se filie à estrutura alternativa).

Não se quer dizer que *todas* as companhias listadas em um dado país se conformem a uma ou outra estrutura de controle interno. A convergência global ora em curso – de padrões de propriedade acionária, mas *não* de estruturas de controle, como enfatizado ao longo deste trabalho – é uma poderosa *força de propulsão*, a contribuir, em alguma medida, para o surgimento de companhias sob controle gerencial, em países como o Brasil, por exemplo, e para uma maior disseminação de companhias sob controle acionário nos EUA e RU.

De todo modo, essa “impossível coexistência” parece resultar de fatores que, ao mesmo tempo, favorecem a disseminação de uma estrutura e inibem o desenvolvimento da outra. Este trabalho se volta aos fatores de ordem jurídica, aos quais se somam outros, de natureza econômica, cultural e política, cuja análise também se procurou desenvolver.

Na visão tradicional da literatura especializada, as normas de proteção de investidores externos e as normas de organização da atividade empresarial são, em sentido

amplo, os fatores jurídicos a determinar o surgimento e a permanência, em um dado local e ao longo do tempo, de uma ou de outra estrutura.

Ao longo deste trabalho, sustentou-se a existência de outro conjunto específico de fatores *jurídicos* a contribuir, de modo decisivo, para o surgimento e permanência de estruturas de controle. Trata-se dos *instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica do acionista na companhia listada*.

Conforme indicado, esses instrumentos têm as seguinte funções:

- (i) maximizar o poder de controle (especialmente quando este poder é baseado na propriedade de ações); e
- (ii) proteger, em sentido amplo, o seu titular.

Alguns instrumentos jurídicos de separação entre voto e participação econômica favorecem o surgimento de companhias de capital concentrado e acionista controlador, enquanto que outros favorecem o modelo oposto, ambos analisados ao longo deste trabalho.

Igualmente, a preponderância de alguns instrumentos sobre outros, tende a levar a preponderância de uma estrutura sobre outra, razão pela qual a imposição de limitações ao emprego excessivo dos mesmos pode permitir uma maior convivência, em um mesmo país e em um dado momento, de ambas estruturas de propriedade acionária e controle.

Tal convivência, por sua vez, se opera em benefício dos agentes econômicos em geral e de todos os demais interessados, uma vez que permite que as companhias listadas adotem – com maior segurança jurídica e previsibilidade – estratégias de captação de recursos e arranjos de governança corporativa diversos.

Essa maior diversidade, entretanto, ainda não se verifica no que diz respeito às modalidades de poder de controle prevaletentes, especialmente em ambientes institucionais onde o controle acionário concentrado é dominante.

Assim é que as companhias de capital disperso integrantes do Novo Mercado da BVSP - e o caso brasileiro é um importante exemplo do que se afirmou ao longo deste trabalho - apesar de não poderem emitir ações sem direito a voto e terem de atender a regras mais estritas de transparência acerca de transações com partes relacionadas, continuam submetidas ao controle acionário exercido em caráter estável e permanente, de modo bastante semelhante ao que ocorre nas demais companhias brasileiras.

Isso porque o controlador pode se valer de outros instrumentos jurídicos de dissociação, notadamente os acordos de acionistas não arquivados na sede social e as cláusulas estatutárias de restrição ao número de votos em assembleias gerais e imposição de oferta pública de aquisição de ações, com previsão de preços bastante elevados e, em alguns casos, proibição explícita ou implícita de revogação. Inclusive, estas últimas - as “*poison pills à brasileira*” - além de inibirem transferências de controle que poderiam ser do interesse social, podem, a depender dos percentuais (gatilhos) previstos vis-à-vis a composição do capital, inibir a formação de blocos organizados de acionistas não controladores, ou mesmo de blocos capazes de sobrepujar o atual controlador.

Diferentemente, portanto, do que se poderia esperar, o aumento da dispersão do capital em companhias listadas brasileiras não tem levado à “democratização” do processo decisório empresarial, mas vem propiciando exatamente o contrário, ou seja, o estabelecimento de estruturas de *controle minoritário altamente concentrado*, a ensejar a reduzida representatividade política dos demais acionistas.

Fato é que o aparecimento de companhias com maior dispersão de capital votante em países onde a concentração ainda prevalece, e vice-e-versa, pode constituir a centelha inicial de um processo complexo de alteração nos arranjos de governança corporativa existentes, a fim de acomodar a nova realidade e permitir, a partir daí, o surgimento e disseminação de novas modalidades de exercício do poder de controle.

A plena ocorrência dessas transformações depende, no entanto, de uma readequação da disponibilidade de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica no ordenamento jurídico, a fim de evitar seu emprego excessivo, voltado a revestir o poder de controle de uma concentração ainda mais acentuada.

Não se está a propugnar, é claro, uma transformação radical de paradigmas (imposição do controle gerencial em substituição ao controle acionário, por exemplo) por meio da edição de normas jurídicas, o que, além de indesejado, não seria factível.

Isso porque, como salientado, não há uma estrutura de propriedade acionária (e, consequentemente, uma estrutura de controle) *de per se* superior, tendo, ambas, aspectos positivos e negativos a serem considerados para fins de estabelecimento da disciplina jurídica adequada a cada uma delas.

E mesmo que houvesse uma estrutura ideal, sua efetiva implementação estaria condicionada à superação de uma série de outros fatores, naturalmente difícil e complexa, uma vez que dependente de mudanças econômicas, culturais e políticas que somente podem ocorrer em longos períodos de tempo, como evidenciado por meio da análise da experiência histórica nos EUA e no RU, exemplos paradigmáticos nesse sentido.

De igual modo, a produção de normas de direito societário sofre influência determinante de fatores pré-existentes em um determinado local, ao mesmo tempo em que dá causa à existência dos mesmos, em um *ciclo permanente de retroalimentação*, a evidenciar a forte relação de causalidade existente entre, de um lado, as estruturas de propriedade acionária e controle, e, de outro lado, as características específicas do sistema de governança corporativa em vigor.

A experiência brasileira recente, com a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores e o aumento da dispersão do capital votante verificada a partir daí, é um importante exemplo nesse sentido.

A plena “democratização” da participação acionária que resultaria da listagem naquele segmento, desejada por muitos, não foi atingida, tendo a maior parte das companhias permanecido sob controle de um acionista (ou grupo de acionistas atuando em conjunto).

Parece ter havido, na realidade, apenas e tão somente um rearranjo superficial da estrutura de poder de controle dominante, por meio da substituição de instrumentos jurídicos de dissociação entre representatividade política e participação econômica

tornados indisponíveis por outros de igual efeito, sem modificação da titularidade do controle ou do modo particular de alocação de poderes na esfera da companhia.

-*-

Bibliografia

ADAMEK, Marcelo V. von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*, São Paulo: Malheiros, 2014.

ADAMS, Renée; e FERREIRA, Daniel. *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*. In *Review of Finance*, 12, 2008, disponível em <http://personal.lse.ac.uk/ferreird/51.pdf> (c. 05.01.2015).

AGUILERA, Ruth. *Corporate Governance and Director Accountability: an Institutional Comparative Perspective*. In *British Journal of Management*, V. 16, 2005.

AIKAWA, Yoshisuke. *New Capitalism and Holding Companies*. s.l.: Tokyo Bankers Association, 1934.

ALDRIGHI, Dante M.; DIAZ, Maria D. M.; e POSTALI, Fernando A. S. *Pyramidal Ownership Structures in Companies and Corporate Governance in Brazil: the Role of Novo Mercado*. *University of São Paulo (FEA-USP)*, No. 10, 2012.

_____; POSTALI, Fernando A. S. *Propriedade Piramidal das Empresas no Brasil*. In *Revista Economia*, Brasília, v.12, n.1, jan./abr/, 2011, disponível em http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p27_48.pdf (c. 05.01.2015).

_____; MAZZER NETO, Roberto. *Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil*. In *Rev. Bras. Econ.* vol. 61, no. 2, Rio de Janeiro, Abr./Jun., 2007, disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rbe/v61n2/a01v61n2.pdf> (c. 18.01.2015).

AMAL, Mohamed; MEURER, Roberto; e KEGEL, Patrícia L. *O Impacto da União Monetária sobre os Fluxos de Capital Internacional*. In *Revista de Economia & Relações Internacionais*, vol.7(14), 2009.

AMARAL, Francisco. *Racionalidade e Sistema no Direito Civil Brasileiro*. In *Revista de Informação Legislativa, Brasília*, n. 121, jan./mar. 1994.

AMARAL, José Romeu G. do. *Regime Jurídico das Debêntures*. São Paulo: Almedina, 2014.

AMOAKO-ADU, Ben, SMITH, Brian F. *Dual-Class Firms: Capitalization, Ownership Structure and Recapitalization Back Into Single Class*. In *J. Bank. Finance* 25 (6), 2001, disponível em [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00107-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00107-2) (c. 18.01.2015).

ARAGÃO, Leandro S. de. *Interlocking Directorates (Personelle Verflechtungen) e a Proibição do Art. 147, §3º, inciso I, da Lei das Sociedades Anônimas: o Conflito Entre a Liberdade de Concorrência e a Liberdade de Estruturação do Organograma Administrativo da Sociedade Empresária*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

ARAGÃO, Paulo C.; SOARES, Daniela. *Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

ARMOUR, John; JACOBS, Jack B.; MILHAUPT, Curtis J. *A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (With Implications for Emerging Markets)*. In *Columbia Law and Economics Working Paper No. 377*, ago., 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1657953> (c. 18.01.2015).

_____; SKEEL JR., David A. *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*. In *Georgetown Law Journal* n. 95, 2007.

_____; e McCAHERY, Joseph A. (eds.). *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford: Hart

Publishing, 2006, Capítulo Introdutório, disponível em <http://ssrn.com/abstract=910205> (c. 10.12.2014).

ASCARELLI, Tullio. *O Contrato Plurilateral*. In *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

ASHTON, Douglas C. *Revisiting Dual-Class Stock*. In *68 ST. John's Rev.* 863, 884, 1994.

AULETTA, Giuseppe G. *Il Contratto di Società Commerciale*, Milão: Giuffrè, 1937.

AZEVEDO, Luís André N. de M. *O Paradoxo da Disciplina Legal dos Grupos de Direito no Brasil sob uma Perspectiva de Direito e Economia*. In ARAUJO, Danilo B. dos S. G.; WARDE, Walfrido J. (orgs.) *Os Grupos de Sociedades – Organização e Exercício da Empresa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. *Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; e AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.) *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. *A Oferta Pública para Aquisição de Controle sob a Perspectiva da Companhia Aberta Ofertante*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Direito Societário - Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____; CINTRA, Maria Lucia de A. *O Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores e os Custos de Decisões em Assembleias Gerais de Companhias de Capital Pulverizado – Estudo em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. In KUYVEN Luiz Fernando M. (org.) *Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*. In *University of California, Los Angeles, School of Law, Law and Economics*

Research Paper no. 10/06, 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1615838> (c. 10.12.2014).

BANK, Steven; e CHEFFINS, Brian R. *The Corporate Pyramid Fable*, In *84 Bus. Hist. Rev.* 435, 2010.

BARBER, Brad M. *Monitoring the Monitor: Evaluating CalPERS' Activism*. s.l.: s.n., disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890321 (c. 10.01.2015).

BARCA, Fabrizio; e BECHT, Marco (orgs.) *The Control of Corporate Europe*. New York: Oxford University Press, 2001.

BARDONE, Emanuele. *Seeking Chances: From Biased Rationality to Distributed Cognition (Cognitive Systems Monographs)*. Berlin: Springer-Verlag, 2011

BEBCHUK, Lucian A. *The Case for Shareholder Access to the Ballot*. In *The Business Lawyer*, Vol. 59, 2003.

_____. *A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control*. NBER Working Paper No. 7203, jul., 1999.

_____; ROE, Mark J. *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*. Columbia Law School: The Center for Law and Economics. Working Paper n. 131, 1999, disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=192414 (c. 17.01.2015).

_____; e KAHAN, Marcel. *A Framework for Analysing Legal Policy Towards Proxy Contests*. In *California Law Review*, vol. 78, 1990.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. *Corporate Governance and Control*. ECGI – Finance Working Paper no. 02, 2002, disponível em <http://ssrn.com/abstract=343461> (c. 17.01.2015).

_____; RÖELL, Ailsa. *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, In 43 *Eur. Econ. Rev.* 1049, 1999.

BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; e LEVINE, Ross. *Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? University of Minnesota Working Paper, World Bank Policy Research Paper No. 2904*, 2002, disponível em <http://ssrn.com/abstract=355820> (c. 10.01.2015).

_____. *A New Database on Financial Development and Structure. World Bank, Financial Sector Discussion Paper no. 02*, 1999, disponível em http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/fs02_web.pdf (c. 10.01.2015).

BERGLOF, Erik; e VON THADDEN, Ernst-Ludwig. *The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. Unpublished working paper. Stockholm School of Economics*, 1999.

BERKOWITZ, Daniel; PISTOR, Katarina; RICHARD, Jean-Francois. *Economic Development, Legality, and the Transplant Effect. William Davidson Working Paper Number 410*, Set., 2001, disponível em <http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/39794/wp410.pdf?sequence=3> (c. 05.01.2015).

BERLE JR., Adolf A. *Economic Power and the Free Society*. New York: Fund for the Republic, 1957.

_____; e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

BIANCHI, Marcello; BIANCO, Magda; e ENRIQUES, Luca. *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*. In *European Corporate Governance Network* (ed.) *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries*, v. I, Relatório Preliminar à União Européia, submetido em 27 de outubro de 1997, disponível em <http://www.ecgn.ulb.ac.be/> (c. 05.01.2015).

BLACK, Bernard S. *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, In *UCLA Law Review* 48, 2001.

_____. *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*. In *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, 1998, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=45100 (c. 05.01.2015).

_____. *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*. *UCLA Law Review* 39, 1992.

_____. *Shareholder Passivity Reexamined* In *Michigan Law Review* 89, 1990.

_____. e COFFEE JR., John C. *Hail Britannia: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*. In *Michigan Law Review*, v. 92, 1994.

BORTOLON, Patrícia M.; LEAL, Ricardo P. C. *Dual-Class Unifications and Corporate Governance in Brazil*. In *Emerging Markets Review* 20, 2014.

BOUABKER, S. *Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France*. In *Technical Report, Université Paris XII*, 2003.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Limite Estatutário do Direito de Voto*. In LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, v. 2, Rio de Janeiro: Renovar, 2^a ed., 1996.

BURKART, Mike; LEE, Samuel. *One Share-One Vote: The Theory*. In *Review of Finance* 12, 2008.

CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e Autorregulação do Mercado Financeiro: Conceito, Evolução e Tendências num Contexto de Crise*. São Paulo: Saint Paul, 2009.

CARDOSO, Fernando Henrique; e FALETTTO, Enzo. *Dependência e Desenvolvimento na*

América Latina: Ensaio de Interpretação Sociológica. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004.

CARLSON, Mark. *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response*. In *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.*, 2006, disponível em <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200713/200713pap.pdf> (c. 05.01.2015).

CARVALHAL-DA-SILVA, André L. *A influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras*. Tese de Doutorado em Administração de Empresas apresentada ao Instituto Coppead de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

CARVALHOSA, Modesto S. B. *Considerações Sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas: Lei n. 12.846 de 2013*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2015.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, Vol. IV, t. II, 5^a ed., 2014.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, Vol. I, 6^a ed., 2011.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, Vol. II, 5^a ed., 2011.

_____. *Acordo de Acionistas*, São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador*. In CARVALHOSA, Modesto S. B.; EIZIRIK, Nelson L. (orgs.) *Estudos de Direito Empresarial*, São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, Vol. III, 4^a ed., 2009.

_____. *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Direito Societário - Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CASTELLÕES, Leonardo de G. *Grupos de Sociedades*. Curitiba: Juruá, 2008.

CASTRO, Rodrigo R. M. de. *Controle Gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CHANG, Sea Jin. *Ownership Structure, Expropriation and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea*. In *Academy of Management Journal*, v. 46, no. 02, abr., 2003, disponível em <http://amj.aom.org/content/46/2/238.short> (c. 12.12.2014).

CHEFFINS, Brian R. *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?* In *University of New South Wales Law Journal* 25, 2002.

_____. *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. In *Journal of Legal Studies* 30, 2001.

_____. *Putting Britain in the Roe Map: the Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom*. s.l.: s.n., fev., 2000, disponível em <http://ssrn.com/abstract=218655> (c. 12.12.2014).

_____; e BANK, Steven. *Is Berle and Means Really a Myth?* In *83 Bus. Hist. Rev.*, 2009.

CHEMMANUR, Thomas J.; e JIAO, Yamen. *Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis*. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Research Paper Series*, 2006, disponível em <http://ssrn.com/abstract=925236> (c. 12.12.2014).

CHERNOW, Ron. *Titan: the Life of John D. Rockefeller, Sr.* London: Vintage Books, 2007.

_____. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, New York: Atlantic Monthly Press, 1990.

CHILCOTE, Ronald H. *Dependency: a Critical Synthesis of the Literature*. In *Latin American Perspectives* 1, n. 1, 1974.

CHUNG, Kee H.; e ZHANG, Hao. *Corporate Governance and Institutional Ownership*. In *46 J. Fin. & Quantitative Analysis* 247, 270, 2011.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; e LANG, Larry H.P. *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*. In *Journal of Finance*, LVII(6), 2002.

_____; _____; LANG, Larry H.P. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. In *Journal of Financial Economics* 58:1-2, 2000.

_____; _____; FAN, Joseph P. H.; e LANG, Larry H. P. *Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asian Corporations*. In *World Bank Working Paper*, 1999.

_____; _____; _____; _____. *Diversification and Efficiency of Investment in East Asian Corporations*. World Bank Working Paper, 1998.

COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. In *Economica, New Series*, Vol. 4, No. 16., Nov., 1937.

COELHO, Fabio U. *Profissão: Minoritário*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

COFFEE JR., John C. *Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters'*. *Columbia Law and Economics*

Working Paper No. 363, ECGI - Law Working Paper No. 144/10, 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1532922> (c. 10.01.2015).

_____. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. Columbia Law and Economics Working Paper No. 182*, dez., 2000, disponível em <http://ssrn.com/abstract=254097> (c. 05.01.2015).

_____. *Convergence and its Critics: What are the Preconditions to the Separation of Ownership and Control? Columbia Law and Economics Working Paper No. 179*, 2000.

_____. *Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control. Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, Working Paper n. 183*, 1990, disponível em <http://ssrn.com/abstract=415300> (c. 12.01.2015).

COMPARATO, Fábio K. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro: Forense, 6ª ed. rev. e atual. (COMPARATO, Fábio K.; e SALOMÃO FILHO, Calixto), 2014.

_____. *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

CONWAY, J. *On Numbers and Games*. s.l.: A. K. Peters / Natick, 2000.

_____; GUY, R. *The Book of Numbers*. New York: Springer-Verlag, 1996.

CORNETT, Marcia M.; e VETSUYPENS, Michael R. *Voting Rights and Shareholder Wealth: The Issuance of Limited Voting Common Stock*. In *Managerial & Decision Econ.* 175, 186, 1989.

COX, James D. *The Oligopolistic Gatekeeper: The US Accounting Profession*. ARMOUR, John e McCAHERY, Joseph A. (orgs.), *After Enron: Improving Corporate Law and*

Modernising Securities Regulation in Europe and the US, Oxford: Hart Publishing, 2006, Capítulo IX.

CRAWFORD, Corinne. *The Repeal Of The Glass- Steagall Act And The Current Financial Crisis*. In *Journal of Business & Economics Research*, Jan., v. 9, no. 1, 2011, disponível em <http://www.unarts.org/H-II/ref/949-3747-1-PB-1.pdf> (c. 02.01.2015).

CRUTCHLEY, Claire E.; HUDSON, Carl D.; e JENSEN, Marlin R. H. *Shareholder wealth effects of CalPERS' Activism*. In *Financial Services Review*, 7, 1998.

DAVIES, Paul L. *Introduction to Company Law*. New York: Oxford University Press, 2010, 2^a ed.

_____. *Institutional Investors: a U.K. View*. In 57 *Brook. L. Rev.* 129 1991-1992, disponível em <http://heinonline.org>. (c. 10.11.2014).

DAVID, Paul A. *Path dependence, its critics and the quest for 'historical economics'*. In *Stanford University, Department of Economics, Working Paper*, 2000, disponível em <http://www-siepr.stanford.edu/workp/swp00011.pdf> (c. 12.12.2014).

DAVIS, Gerald F. *The Twilight of the Berle and Means Corporation*. In *Seattle University Law Review*, Vol. 34, 2011.

DEAKIN, Simon; e CARVALHO, Fábio. *System and Evolution in Corporate Governance*, Law Working Paper n. 150/2010, abril 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1581746> (c. 15.12.2014).

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. *Law, Finance, and Firm Growth*. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6. (Dec., 1998), pp. 2107-2137, disponível em <http://links.jstor.org/sici?sici=00221082%28199812%2953%3A6%3C2107%3ALFAFG%3E2.0.CO%3B2-Y> (c. 10.01.2015).

DE GIORGI, Raffaele. *Direito, Democracia e Risco: Vínculos com o Futuro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1998.

DE PAULA, Germano M.; FERRAZ, João Carlos; e IOOTTY, Mariana. *Economic Liberalization and Changes in Corporate Control in Latin America*. In *The Developing Economies*, v. 40, n. 4, 2002.

DE ROSNAY, Joël. *Le Macroscop: Vers une Vision Globale*. Paris: Éditions du Seuil, 1975.

DEMSETZ, Harold; e LEHN, Kenneth. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*. In *Journal of Political Economy* 93, 1985, pp. 1155-1177.

_____. *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, In 26 J.L. & ECON. 375, 1983.

DITTMANN, Ingolf; ULBRICHT, Niels. *Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications*. In *Eur. Financ. Manag.* 14 (1), 2008.

DRUCKER, Peter F. *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*. New York: Harper & Row, 1976.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

EDMANS, Alex. *Blockholder Trading, Market Efficiency and Managerial Myopia*, In *Journal of Finance* 64, 2009.

_____; MANSO, Gustavo. *Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders*. In *Review of Financial Studies* 24, 2011.

EHRHARDT, Olaf; NOWAK, Erik. *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*. EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809, 2003, disponível em <http://ssrn.com/abstract=302919> (c. 10.01.2015).

EISENBERG, Melvin A. *The Structure of the Corporation*. Boston : Little, Brown & Company, 1976.

EISENHARDT, Kathleen M.. *Agency theory: An assessment and review*. In *Academy of Management Review*, 14, 1989.

EIZIRIK, Nelson L. *Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.) *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. *Inexistência de “Participação Recíproca Indireta” entre Sociedades Coligadas*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, n. 99, 1995.

ELLICKSON, Robert C. *Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P. *The Ultimate Ownership in Western European Corporations*. In *Journal of Financial Economics* 65:3, 2002.

FERRAN, Eilis. *Examining the United Kingdom’s Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model*, In 28 *Brooklin Journal of International Law*, 2003, disponível em <http://ssrn.com/abstract=346120> (c. 17.12.2014).

FERRI, Giuseppe. *La Società come Contratto*. In *Studi in memoria di F. Ferrara*. Milão: Giuffrè, 1943.

FERRO-LUZZI, Paolo. *I Contratti Associativi*. Milão: Giuffrè, 1976.

FINKELSTEIN, Jesse A.; BALOTTI, R. Franklin; WILLIAMS, Gregory P. *Meetings of Shareholders*. s.l.: Wolters Kluwer Law & Business, 1991.

FLORENCE, Philip S. *The Logic of British and American Industry*, 192, n. 02 (rev. ed. 1961), *Apud* BLACK, Bernard S.; COFFEE, John C. *Hail Britannia: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*. In *Michigan Law Review*, v. 92, 1994.

FOGEL, Robert W. *Railroad and American Economic Growth*, Baltimore: The Johns Hopkins Press, 1964.

FRANÇA, Erasmo V. de A. e N. *Invalidez das Deliberações de Assembleia das S.A.* São Paulo: Malheiros Editores, 1999.

FRANKS, Julian R.; MAYER, Colin; *Ownership and Control of German Corporations*. In *Review of Financial Studies* 14, 2001.

_____; _____; *Corporate Control in Europe*. s.l : s.n., set., 2000, disponível em <http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/5/568/papers/Becht.pdf> (c. 20.12.2014).

_____; _____; *Corporate Ownership and Control in the UK, Germany and France*. In *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 1997.

_____; _____; *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*. In *Journal of Financial Economics* 40, 1996.

_____; _____; *Ownership and Control*. In SIEBERT H. (org.) *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?* Tübingen: Mohr Siebeck, 1995.

_____; _____; *Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany, and the UK*, In *Economic Policy* 5, 1990.

_____; _____; ROSSI, Stefano. *Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom*. In MORCK, Randall K. (org.) *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago Press, 2005, Capítulo disponível em <http://www.nber.org/chapters/c10277> (c. 18.12.2014).

FRIEDMAN, Milton; e SCHWARTZ, Anna. *A Monetary History of the United States*. Princeton: Princeton University Press, 1963.

GILLAN, Stuart S.; STARKS, Laura T. *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*. In *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, No. 2, 2003, disponível em <http://ssrn.com/abstract=480983> (c. 10.01.2015).

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. *Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies*. Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. W10240, 2004, disponível em <http://ssrn.com/abstract=492353> (c. 05.01.2015).

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. *Concentrated Ownership Revisites: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*. Columbia Law and Economics Working Paper No. 444, ECGI - Law Working Paper No. 206, abr., 2013, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2228194> (c. 17.12.2014).

GALBRAITH, John K. *The Great Crash of 1929*. New York: Houghton Mifflin, 1954.

GEISST, Charles R. *Wall Street: A History. From its Beginnings to the Fall of Enron*. New York: Oxford University Press, 2004.

GELTER, Martin. *The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy*. In *Fordham Law Legal Studies Research*, Paper No. 2079607, 2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2079607> (c. 20.12.2014).

GERSTON, Larry N. *American Federalism: A Concise Introduction*. Armonk: M.E. Sharp, 2007.

GILSON, Ronald J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*. Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies, Working

Paper No. 174, mai., 2000, disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=229517 (c. 11.01.2015).

_____; GORDON, Jeffrey N. *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*. In *ECGI Working Paper Series in Law, Law Working Paper N° 239*, 2014, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2359690> (c. 11.01.2015).

_____; _____. *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*. In *The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, Working Paper No. 438*, Mar., 2013, disponível em <http://www.law.columbia.edu/lawec/> (c. 18.01.2015).

_____; _____. *Controlling Controlling Shareholders*. In *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, 2003.

_____; SCHWARTZ, Alan. *Contracting About Private Benefits of Control*. In *Columbia Law and Economics Research Paper No. 436, Stanford Law and Economics Olin Research Paper No. 438, Yale Law & Economics Research Paper No. 461*, 2012, disponível em http://denning.law.ox.ac.uk/news/events_files/Contracting_About_Private_Benefits_of_Control.pdf (c. 21.12.2014).

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; e METRICK, Andrew. *Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies*. In *Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. W10240*, 2004, disponível em <http://www.nber.org/papers/w10290.pdf> (c. 05.01.2015).

GORDON, Jeffrey N. *Employees, Pensions and the New Economic Order*. In *97 Colum. L. Rev.* 1519, 1997.

GORGA, Érica R. *Corporate Control & Governance after a Decade from "Novo Mercado": Changes in Ownership Structures and Shareholder Power in Brazil*. *Yale Law & Economics Research Paper No. 502*, jul., 2014, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2473832> (c. 05.01.2015).

_____. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. Cornell Law School Working Papers, set., 2008, disponível em <http://scholarship.law.cornell.edu/clsofpapers/24> (c. 05.01.2015).

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. 2013. *Concentrated Ownership Revisited: the Idiosyncratic Value of Corporate Control*. In *Columbia Law and Economics Working Paper No. 444, ECGI - Law Working Paper No. 206*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2228194> (c. 05.01.2015).

GOUREVITCH, Peter A. *Politics in Hard Times: Comparative Responses to International Economic Crises*. Ithaca: Cornell University Press, 1986.

_____; e SHINN, James Shinn. *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*. Princeton: Princeton University Press, 2005.

GUERREIRO, José Alexandre T. *Sociedade Anônima: Poder e Dominação*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Revista dos Tribunais, Ano XXIII (Nova Série), n. 53, jan.-mar., 1984*.

HANNAH, Leslie. *The Rise of the Corporate Economy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1976.

HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J., PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S. and the EU*. In *Faculty Scholarship Series. Paper 28*, 2010, disponível em http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/28/?utm_source=digitalcommons.law.yale.edu%2Ffss_papers%2F28&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages (c. 05.01.2015).

_____; KRAAKMANN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*. 89. In *Georgetown Law Journal*, 439, 2001.

HAWLEY, James; e WILLIAMS, Andrew. *Universal Owners: Challenges and Opportunities*. In *15:3 Corp. Gov.* 415, 2007.

HEGEL, Georg W. F. *A Fenomenologia do Espírito*. Petrópolis: Vozes, 1992.

HILL, Jennifer G. *Then and Now: Professor Berle and the Unpredictable Shareholder*. In *Seattle University Law Review*, Vol. 33, No. 4, 2010.

HOFSTETTER, Karl. *One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for 'Controlled Companies'*, s.l. : s.n., 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=802705> (c. 05.01.2015).

HÖGFELDT, Peter; e HOLMÉN, Martin. *A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings*. In *Journal of Financial Intermediation*, 2000, disponível em <http://ssrn.com/abstract=457720> (c. 05.01.2015).

HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. In *22 Rev. Fin. Stud.* 1377, 1384, 1388, 2009.

_____; e SHEEHAN, Dennis P. *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations*. In *Journal of Financial Economics* 20, 1988.

JACKSON, Howell E. *An American Perspective on the U.K. Financial Services Authority: Politics, Goals & Regulatory Intensity*. In *John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Harvard Law School, Discussion Paper n. 522*, ago., 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=839284> (c. 12.01.2015).

JAIN, Pankaj K.; e REZAEE, Zabihollah. *The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Security Market Behavior: Early Evidence. Working Paper*, Maio, 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=498083> (c. 10.01.2015).

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. In *Journal of Financial Economics*, 3, 1976.

JOH, Sung Wook. *Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence From Korea Before the Economic Crisis*. In *Journal of Financial Economics* 68:2, 2003.

JOHNSON, Shane A.; RYAN JR., Harley E.; e TIAN, Yisong S. *Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter*. EFA 2006 Zurich Meetings, 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=395960> (c. 10.01.2015).

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, e SHLEIFER, Andrei. *Tunneling*. In *American Economic Review* 90:2, 2000.

JUNKIN, Andrew. *Update to The “CalPERS Effect” on Targeted Company Share Prices*. s.l.:s.n., set., 2013, disponível em <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/focuslist/2013-focus-list-study.pdf> (c. 10.12.2014).

_____; e TOTH, Thomas. *The “CalPERS Effect” on Targeted Company Share Prices*. s.l.: s.n., jul., 2009, disponível em <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/focuslist/wilshire-rpt.pdf> (c. 10.12.2014).

KAHAN, Marcel; KLAUSNER, Michael. *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*. In 74 *WASH. U. L.Q.* 347, 1996.

KENNY, Kevin. *Ireland and the British Empire*. New York: Oxford University Press, 2006.

KHANNA, Tarun; e RIVKIN, Jan W. *Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets*. In *Strategic Management Journal* 22:1, 2001.

_____; e PALEPU, Krishna. *Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups*. In *Journal of Finance* 55:2, 2000.

KIRCHMAIER, Tom; GRANT, Jeremy; e KIRSHNER, Jodie A. *Financial Tunneling and the Mandatory Bid Rule. FMG Discussion Paper No. 536, jan.*, 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=613945> (c. 10.12.2014).

KORNERT, Jan. *The Barings Crises of 1890 and 1995: Causes, Courses, Consequences and the Danger of Domino Effects*. In *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 13, n. 3, jul., 2003.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; e ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2^a ed., 2009.

_____. *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*. In FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus J.; WINTER, Jaap; e WYMEERSCH, Eddy (orgs.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford University Press, 2004.

LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership around the World*. In *Journal of Finance* 54, 1999.

_____; _____; _____;
VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Valuation*. In *Journal of Finance*, jun., 2002, disponível em http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/rafael-laporta/Valuation_JOF_MAY2001.pdf (c. 10.12.2014).

_____; _____; _____;
VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Governance*. In *Journal of Financial Economics* 58, 2000.

_____; _____; _____;
VISHNY, Robert W. *Law and Finance*. In *Journal of Political Economy* 106, 1998.

_____; _____; _____;
 VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance. National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 5.879*, 1997, disponível em <http://www.nber.org/papers/w5879.pdf> (c. 10.12.2014).

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

_____; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração e Aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, 2ª ed.

LAUTENSCHLEGER JR., Nilson. *Os Desafios Propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro: Ensaio de uma Reflexão Crítica e Comparada*. São Paulo: Malheiros, 2005.

LAZZARINI, Sergio G. *Capitalismo de Laços: Os Donos do Brasil e suas Conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LEAL, Ricardo P. C.; e SAITO, Richard. *Finanças Corporativas no Brasil*. In. *RAE electron. vol.2 no.2 São Paulo, Jul/Dec.*, 2003, disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1676-56482003000200005&script=sci_arttext (c. 10.12.2014).

_____; CARVALHAL-DA- SILVA, André L.; VALADARES, Silvia M. *Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto*. In *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, 2002.

_____; _____; ALOY JR.; Reinaldo V.; NASCIMENTO, Guilherme L. *Estrutura de Controle e Valor de Mercado das Empresas Brasileiras*. In *Anais do Encontro Anual da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração*, 24, Florianópolis : ENANPAD, 2000.

LEFF, Nathaniel. *Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups*. In *Economic Development and Cultural Change* 26:4, 1978.

_____. *Capital Markets in the Less Developed Countries: The Group Principle*. In McKINNON, Ronald (ed.). *Money and Finance in Economic Growth and Development*. New York: Marcel Dekker, 1976.

LEMLEY, Mark A.; McGOWAN, David. *Legal Implications of Network Economic Effects*. In 86 *CAL. L. REV.* 479, 1998.

LINS, Karl. *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*. In *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38:1, 2003.

LOBO, Jorge. *Grupos de Sociedades*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

LUHMANN, Niklas. *Law as a Social System*. ZIEGERT, K.; KASTNER, F.; NOBLFES, R., SCHIFF, D. e ZIEGERT, R. (trad.) New York: Oxford University Press, 2004.

_____. *Social Systems*. Stanford: Stanford University Pres, 1995.

MACARTNEY, George. *An Account of Ireland in 1773 by a Late Chief Secretary of that Kingdom*. s.l: s.n., 1773.

MACEDO, Ricardo F. de. *Controle Não Societário*. São Paulo: Renovar, 2004.

MACEY, Jonathan R; e MILLER, Geoffrey P. *Origin of the Blue Sky Laws*. In *Texas Law Review* 70:347, 1991.

_____. *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*. In 65 *Texas Law Review* 469, 1987.

MARKOWITZ, Harry. *Portfolio selection*. In *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1, 1952.

MARX, Karl. *Das Kapital, Kritik des Politischen Oekonomie*, v. 3, I, Berlim, J.H.W Dietz Nachfolger, 1929.

MASULIS, Ronald W.; WANG, Cong; e XIE, Fei. *Agency Problems at Dual-Class Companies*. In 64 *J. FIN.* 1697, 2009.

MATURANA R., Humberto; VARELA, Francisco J. G. *Autopoiesis and Cognition : the Realization of the Living*. Dordrecht: D. Reidel Publishing Company, v. 08, 1980.

_____; _____; ACUÑA LLORENS, Juan. *De Máquinas e Seres Vivos. Autopoiese: a Organização do Vivo*. Porto Alegre: Artes Médicas, 3ª ed., 1997.

MAURY, Benjamin; PAJUSTE, Anete. *Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications*. In *Manag. Decis. Econ.* 32 (6), 2011, disponível em <http://dx.doi.org/10.1002/mde.1538>

MESSINEO, Francesco. *Contratto Plurilaterale e Contratto Associativo*, In *Enciclopedia del Diritto*, v. X, Milão: Giuffrè, 1958.

MICKLETHWAIT, John; e WOOLDRIDGE, Adrian. DUARTE, S. (trad.) *A Companhia: Breve História de uma Ideia Revolucionária*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003.

McCLOSKEY, Donald N. (1976), *Does the past have useful economics?*, In *Journal of Economic Literature*, 14(2), Junho, 1976.

McLEAN, Iain. *Public Choice: an Introduction*. Oxford: Basil Blackwel, 1987.

MORAN, Michael. *The Politics of the Financial Services Revolution*. New York: St. Martin's Press, 1991.

MORCK, Randall K. *How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Inter-Corporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy*. In *19 Tax Policy and the Economy*, 135, 2005.

_____; e YEUNG, Bernard. *Dividend Taxation & Corporate Governance*. In *19 J. Econ. Persp.* 163, 164, 2005.

_____; STEIER, Lloyd. *The Global History of Corporate Governance: An Introduction*. In MORCK, Randall K. (org.) *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago: University of Chicago Press, 2005, Capítulo Introdutório disponível em <http://www.nber.org/chapters/c10267> (c. 10.12.2014).

_____; WOLFENZON, Daniel; e YEUNG, Bernard. *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*. *National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 10692*, ago., 2004, disponível em <http://www.nber.org/papers/w10692> (c. 05.12.2014).

_____; NAKAMURA, Masao; e SHIVDASANI, Anil. *Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan*. In *Sauder School of Business Working Paper*, 2000, disponível em <http://ssrn.com/abstract=219912> (c. 10.12.2014).

_____; STANGELAND, David; e YEUNG, Bernard. *Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease*, 2000. In MORCK, Randall (org.) *Concentrated Corporate Ownership*. *National Bureau of Economic Research working paper #6814*, 1998.

_____; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. In *Journal of Financial Economics* 20, 1988.

MOURA, Bruno de O.; PAULA MACHADO, Fábio G. de; e CAETANO, Matheus A. *O Direito sob a Perspectiva da Teoria dos Sistemas de Niklas Luhmann*, s.d., disponível em <http://www.sociologiajuridica.net.br/numero-9/227-o-direito-sob-a-perspectiva-da-teoria-dos-sistemas-de-niklas-luhmann> (c. 12.12.2014).

MUNHOZ, Eduardo S. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. *Quem Deve Comandar a Companhia? Alocação do Poder Empresarial: Sistema de Freios e Contrapesos*. In KUYVEN, Luiz Fernando M. (org.) *Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*, São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. de (orgs.) *Direito Societário - Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. *Empresa Contemporânea e Direito Societário: Poder de Controle e Grupos de Sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

MUSACCHIO, Aldo. *Can Civil Law Countries Get Good Institutions? Lessons from the History of Creditor Rights and Bond Markets in Brazil*. In *Journal of Economic History*, mar., 2008.

_____. *Laws vs. Contracts: Legal Origins, Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950*. s.l.: s.n., jan., 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1086450> (c. 10.12.2014).

NASCIMENTO, João Pedro B. *Medidas Defensivas contra a Tomada do Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NASH JR., John F. *Non-Cooperative Games*. Princeton: Princeton University Press, 1950.

NAVELLIER, Louis. *Lessons from the 1987 Market*, 2010, disponível em

<http://www.nasdaq.com/article/lessons-from-the-1987-market-crash-cm41661>.

NORTH, Douglass C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

NUNES, Marcelo G. *Intervenção Judicial Liminar na Administração de Sociedade*. In CASTRO, Rodrigo R. M. de C.; AZEVEDO, Luís André N. de M. (orgs.) *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OBAMA, Barak. *Remarks by the President on 21st Century Financial Regulatory Reform*. Discurso proferido pelo Presidente dos EUA em 17 de junho de 2009, disponível em http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-of-the-President-on-Regulatory-Reform/ (c. 30.12.2014).

OIOLI, Erik F. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014.

OLIVEIRA FILHO, Luiz C. de. *A autorregulação e o Mercado de Capitais*. In: BACHA, Edmar L.; OLIVEIRA FILHO, Luiz C. de (org.). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais, Desafios Brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

OLSON, Mancur. *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities*. New Haven: Yale University Press, 1982.

_____. *The Logic of Collective Action*. Cambridge: Harvard University Press, 1965.

O'ROURKE, Kevin, WILLIAMSON, Jeffrey. *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy*. Cambridge: MIT. Press, 1999.

PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

PENTEADO, Arthur B. *Aspectos Jurídicos da Estrutura da Propriedade Acionária das Companhias Abertas Brasileiras*, Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2005.

PICHHADZE, Aviv. *The Nature of Corporate Ownership in the USA: The Trend Towards the Market Oriented Block-holder Model*. In *Capital Markets Law Journal* Vol.. 05, no. 01, 2010.

PISTOR, Katharina; RAISER, Martin; e GELFER, Stanislaw. *Law and Finance in Transition Economies*. European Bank for Reconstruction and Development Working Paper No. 48, 2000, disponível em <http://ssrn.com/abstract=214648> (c. 10.12.2014).

POSNER, Eric. *Law and Social Norms*. Cambridge: Harvard University Press, 2002.

PRABHAKAR, Raul. *And Then There Was One: Conglomeration, Internationalization & The Formation of Consolidated Financial Supervisors*, Tese apresentada ao Harvard College, março, 2009.

PRADO, Viviane M. *Conflitos de Interesses nos Grupos Societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

PROCIANOY, Jairo L. *Brazil: Company, Partnership Models*. In *Review of Financial Analysis*, 2001.

_____. *O Processo Sucessório e a Abertura de Capital nas Empresas Brasileiras: Objetivos Conflitantes*. In *Revista de Administração de Empresas*, v. 34, n. 4, 1994.

_____; COMERLATO, Glória M. B. *Proposta de um Método para Verificação de Evidências de Transferência de Lucro entre Empresas Similares Abertas de um Mesmo Grupo Econômico*. In *Anais do Encontro Anual da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração*, 18, Curitiba : ENANPAD, 2000.

RAJAN, Raghuram G. e ZINGALES, Luigi. *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*. In *Journal of Financial Economics* 69, 2003.

RIBSTEIN, Larry E. *Sarbanes-Oxley After Three Years*. In *U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE05-016*, 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=746884>.

RIDER, Barry A. K.; CHAIKIN, David A.; e ABRAMS, Charles. *Guide to the Financial Service Act 1986*. s.l. : CCH Editions, 1987.

ROCHA, Geisa M. *Neo-dependency in Brazil*. In *New Left Review* 16, 2002.

ROGOWSKI, Ronald. *Commerce and Coalitions: How Trade Affects Domestic Political Alignments*. Princeton: Princeton University Press, 1989.

ROE, Mark J. *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. New York: Oxford University Press, 2003.

_____. *The Political Roots of American Corporate Finance*. In *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 1997.

_____. *Path Dependence, Political Options and Governance Systems*. In HOPT, Klaus J.; e WYMEERSCH, Eddy (orgs.). *Comparative Corporate Governance: Essays and Materials*. Berlin: Walter de Gruyter, 1997.

_____. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press, 1994.

_____. *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, In *102 Yale Law Journal* 1927, 1993.

_____. *A Political Theory of American Corporate Finance*. In *Columbia Law Review*, v. 91, 1991, disponível em http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=6463&showthumb=0 (c. 10.12.2014).

ROMANO, Roberta. *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*. *New York University Law and Economics Working Papers*. Paper 3, 2004.

RYDQVIST, Kristian. *Takeover Bids and the Relative Prices of Shares That Differ in Their Voting Rights*. In *Journal of Banking and Finance* 20:8, 1996.

SAITO, Richard. *Determinants of the Differential Pricing Between Voting and Non-Voting Shares in Brazil*. In *Brazilian Review of Econometrics*, v. 23, n. 1, mai., 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 4^a ed., 2011.

_____. *Conflito de Interesses: a Oportunidade Perdida*. In LOBO, Jorge (org.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

_____. *A sociedade unipessoal*. São Paulo: Malheiros, 1995.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O Trust no Direito Brasileiro*. São Paulo: LTR, 1996.

SCHMIDT, Karsten. *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, Band II: *Handelsgesellschaften und stille Gesellschaft*, 2^a ed., München: CH Beck/Vahlen, 2006.

SESTER, Peter. *Institutionelle Reformen in heranreifenden Kapitalmärkten: Der brasilianische Aktienmarkt*. Berlin: De Gruyter Recht, 2009.

SHLEIFER, Andrei; SUMMERS, Larry H. *Breach of Trust in Hostile Takeovers*. In AUERBACH, Alan J. (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: Chicago University Press, 1988.

SIFFERT FILHO, Nelson. *Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90*. In *Revista do BNDES*, v. 5, n. 9, jun., 1998, disponível em

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Governanca_Corporativa/199806_2.html (c. 05.12.2014).

SILVEIRA, Alexandre D. M. da. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Economia e Administração de Empresas da Universidade de São Paulo, 2002.

SIQUEIRA, Tagore V. de. *Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto*. In *Revista do BNDES*, v. 5, n. 10, dez., 1998, disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Governanca_Corporativa/199812_7.html (c. 02.12.2014).

SMITH, Michael P. *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CALPERS*. In *Journal of Finance* 51, 1996.

STAPLEDON, G.P. *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press, 1996.

STEIN, Jeremy C. *Takeover Threats and Managerial Myopia*. In *Journal of Political Economy* 96, 1988.

STIGLITZ, Joseph. *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York: W.W. Norton & Company, 2010.

STILES, T.J. *The First Tycoon: The Epic Life of Cornelius Vanderbilt*. New York: Alfred A. Kopf, 2009.

STONE, Richard. *Law of Agency*. London: Cavendish, 1995.

STOUT, Lynn A. *The Toxic Side Effects of Shareholder Primacy*. In *University of*

Pennsylvania Law Review 161, 2013, disponível em http://scholarship.law.upenn.edu/penn_law_review/vol161/iss7/5 (c. 10.12.2014).

_____. *The Mhytical Benefits of Shareholder Control*. In *University of California, Los Angeles, School of Law, Law and Economics Research Paper*, Research Paper no. 19/06, 2006, disponível em <http://ssrn.com/abstract=929530> (c. 10.12.2014).

STROUSE, Jean, *Morgan: American Financier*. New York: Random House, 1999.

STULZ, Rene M.; WILLIAMSON, Rohan. *Culture, Openness and Finance*. *Unpublished Working Paper* 8222, NBER, Cambridge, MA, 2001.

SUNSTEIN, Cass R. *Social Norms and Social Roles*. *Chicago Law & Economics Working Paper No. 36*, jan., 1996.

TAYLOR, Jeff. *Politics on a Human Scale: The American Tradition of Decentralism*. Lanham: Lexington Books, 2013.

TEUBNER, Gunter. DE VICENZI, Bruna V. et. al. (trad.) *Direito, Sistema e Policontextualidade*. Piracicaba: Editora Unimep, 2005.

TILBA, Anna; e McNULTY, Terry. *Engaged Versus Disengaged Ownership: The Case of Pension Funds in the UK*. In *21 Corp. Governance: Int'l Rev.* 165, 2013.

TILLY, Richard. *An Overview of the Role of Large German Banks up to 1914*. In CASSIS, Y. (org.) *Finance and Financiers in European History 1880–1960*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992.

TORRES, Damiana; BRUNI, Adriano L.; RIVERA-CASTRO, Miguel A.; e MARTINEZ, Antonio L. *Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil*. In *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 7, n. 13, 2010, disponível em <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2010v7n13p11/0> (c. 10.12.2014).

TRIAANTIS, George G.; BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual-Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*. In MORCK, Randall (org.). *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

TURNER, Jonathan A. *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*. s.l. : s.n., mar., 2009, disponível em http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf (c. 12.12.2014).

VALADARES, Silvia M. *Estrutura de Controle e Propriedade das Empresas Brasileiras*. In: BONOMO, Marco (org.). *Finanças Aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2002.

_____; e LEAL, Ricardo P. C. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*. In *Revista Abante*, 3(1), 2000.

_____. *Três Ensaios sobre Mercado por Controle no Brasil*. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Economica da Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 1998.

VAN DER ELST, Cristoph. *The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization? Working Paper, Financial Law Institute, Ghent University*, abr., 2000.

VENTORUZZO, Marco. *The thirteenth directive and the contrasts between european and U.S. takeover regulation: different (regulatory) means, not so different (political and economic) ends?* Texas International Law Journal n. 41, 2006.

VERNE, Renata M.; SANTOS, Rafael L.; POSTALI, Fernando S. *Estruturas de Propriedade Piramidais e seus Efeitos sobre o Valor de Mercado das Companhias Brasileiras que Abriram Capital no Período 2004-2007*. In *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, 9, São Leopoldo. São Paulo: SBFIN, 2011, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1423585> (c. 05.12.2014).

WAHAL, Sunil. *Public Pension Fund Activism and Firm Performance*. In *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 1996.

WARDE, Walfrido J. *O Fracasso do Direito Grupal Brasileiro: a Institucionalização do Controle Oculto e sua Sub-Reptícia Transferência*. In ARAUJO, Danilo B. dos S. G.; WARDE, Walfrido J. (orgs.) *Os Grupos de Sociedades – Organização e Exercício da Empresa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

WEN, Tian. *You Can't Sell Your Firm And Own It too: Disallowing Dual-Class Stock Companies From Listing On The Securities Exchanges*, 2014, p. 1.508, disponível em http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=9447&context=penn_law_review (c. 05.12.2014).

WEIDENBAUM, Murray. *The Chinese Family Business Enterprise*. In *California Management Review* 38, 1996.

WIEDEMANN, Herbert. *Excerto do Direito Societário I – Fundamentos*. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (trad.) In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* n. 143, jul-set., Malheiros, 2006.

_____. *Gesellschaftsrecht*, Band II: *Recht der Personengesellschaften*. Munchen: C.H. Beck, 2004.

_____. *Gesellschaftsrecht*. Band I: *Grundlagen*. Munchen: C. H. Beck, 1980.

WOOTEN, James A. *'The Most Glorious Story of Failure in the Business: The Studebaker-Packard Corporation and the Origins of ERISA*. In *Buffalo Law Review*, Vol. 49, 2001, disponível em <http://ssrn.com/abstract=290812> (c. 05.12.2014).