

**LUCAS MARSILI DA CUNHA**

**FORMAS DE COIBIR O ABUSO DO PODER DE CONTROLE NAS  
SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Paula Andrea Forgioni

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

Departamento de Direito Comercial

São Paulo

2018

**LUCAS MARSILI DA CUNHA**

**FORMAS DE COIBIR O ABUSO DO PODER DE CONTROLE NAS  
SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do Título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Professora Titular Doutora Paula Andrea Forgioni.

Versão corrigida em 11.07.2018. A versão original, em formato eletrônico (PDF), encontra-se disponível na CPG da Unidade.

São Paulo

2018

Cunha, Lucas Marsili da, 1978 –

Formas de coibir o abuso do poder de controle nas sociedades anônimas/ Lucas Marsili da Cunha: Paula Andrea Forgioni – São Paulo, 2018.

223 p.

Dissertação de Mestrado Pós-Graduação *Strictu sensu* - Faculdade de Direito - Universidade de São Paulo - São Paulo, 2018.

1. Direito Societário. 2. Lei 6.404/1976. 3. Abuso de poder de controle. I. FORGIONI, Paula Andrea, orientadora II. Título.

## **Banca Examinadora:**

---

Orientadora: Professora Titular Doutora Paula Andrea Forgioni

---

Professor: Ruy Pereira Camilo Júnior

---

Professor: Armando Luiz Rovai

---

Professor: Francisco Satiro de Souza Júnior

Dedico este trabalho a duas pessoas: ao meu falecido pai, que sempre me incentivou a estudar e que, com certeza, ficaria muito feliz em saber que após inúmeras pedras no caminho e muita superação eu consegui estudar na área que eu amo, na faculdade que ele sempre admirou, e à minha esposa Kátia, pelo apoio e compreensão durante esta etapa da vida, voltada para o aprofundamento nos estudos do Direito Comercial, que teve seu preço no que concerne ao nosso relacionamento, mas que com certeza valeu a pena.

Agradeço primeiramente a Deus, por tudo o que vem sendo construído em minha vida. À minha família, por todo o apoio, em especial às minhas companheiras diárias Kátia e Maggie. Ao Doutor Alexandre de Moraes e ao Doutor Laerte José Castro Sampaio, por todo o aprendizado durante o convívio profissional, em especial no período de ingresso na pós-graduação. Aos demais colegas de escritório que sempre me apoiaram, em especial meus amigos Rodrigo Funabashi e Guilherme de Toledo Benazzi. A todos os professores da faculdade que me ensinaram tanto nas matérias que cursei: Eduardo Secchi Munhoz, Calixto Salomão Filho, José Marcelo Martins Proença, Mauro Rodrigues Penteado e Rodrigo Mendes Bróglia. Agradeço também aos professores convidados Arthur Barrinuevo e Wanderley Fernandes pelo auxílio prestado.

Aos meus colegas que durante os cursos contribuíram para o meu aprendizado, em especial meus amigos e parceiros de monitoria.

Agradeço aos professores doutores que compuseram a banca examinadora por cederem seu tempo para avaliar meu trabalho: Ao professor Doutor Ruy Pereira Camilo Júnior, pelo aprendizado durante o convívio na pós-graduação, pelos conselhos e por ser um exemplo a ser seguido pelo colegas, além disso, pelo minucioso escrutínio ao meu trabalho; aos Doutores Armando Luiz Rovai e Francisco Satiro de Souza Júnior, pelas excelentes considerações, sugestões e críticas, que, vindas de grandes juristas, me permitiram aprimorar o conteúdo de minha pesquisa.

Um agradecimento especial à minha orientadora, Professora Paula Andrea Forgioni, pelo zelo e prontidão em me auxiliar na elaboração deste trabalho. No entanto, meu agradecimento vai além. Antes de conhecê-la, eu me considerava um apaixonado pelo Direito Comercial. E, após algumas conversas com a Professora Paula, eu constatei que pouco sabia e que havia um universo inteiro para conhecer. Ela me indicou uma vasta bibliografia que mudou minha forma de ver a matéria e me estimulou a estudar cada vez mais. Esse desafio e oportunidade não têm preço. Serei eternamente grato.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	9
------------------	---

### CAPÍTULO 1 O PODER DE CONTROLE E SEU TRATAMENTO NA LEI 6.404/1974

1.1 A criação da Lei 6.404/1974 e a inserção da figura do acionista controlador no Direito Brasileiro .....	14
1.1.1 Breve contexto histórico .....	14
1.1.2 A inclusão da figura do controlador no ordenamento jurídico brasileiro .....	20
1.2 O conceito de poder de controle .....	23
1.3 As classificações acerca do poder de controle.....	26
1.3.1 O controle interno .....	27
1.3.2 O controle externo .....	35
1.4 A qualificação jurídica do poder de controle .....	39
1.5 O conceito de poder de controle na Lei das S.A. ....	44
1.6 O conceito de acionista controlador da Lei 6.404/76.....	46
1.7 O caráter institucional disposto no parágrafo único do art.116.....	50
1.8 As sociedades controladoras .....	59

### CAPÍTULO 2 DO ABUSO DO PODER DE CONTROLE

2.1 O conceito de abuso do poder de controle.....	62
2.2 O tratamento do abuso de poder de controle na Lei das S.A.....	65
2.3 Modalidades recorrentes de abuso de poder de controle.....	73
2.3.1 Autofinanciamento da companhia e retenção de dividendos .....	74
2.3.2 Remuneração elevada aos administradores com desvio de finalidade.....	76
2.3.3 Adoção de políticas ou de decisões que não tenham por fim o interesse social .....	78
2.3.4 Abusos em detrimento dos diretores da companhia .....	89
2.3.5 Aumento de capital social com escopo de prejudicar a minoria acionária.....	92
2.3.6 Abuso de poder na alienação do controle acionário.....	93
2.3.7 O abuso no direito de voto do controlador.....	93
2.3.8 O controlador que atua como <i>insider trading</i> .....	97

### CAPÍTULO 3 FORMAS DE COIBIR O ABUSO DO PODER DE CONTROLE

3.1 As restrições da Lei 6.404 de 1976 .....	106
3.2 Os deveres fiduciários impostos ao controlador .....	106
3.3. O aumento de garantias aos acionistas minoritários .....	116

3.4. As ações possíveis contra o abuso do controlador .....	126
3.4.1 A legitimidade para intentar as ações de responsabilidade.....	129
3.4.2 A restrição ao voto em conflito de interesses .....	134
3.4.3 O acordo de acionistas como meio de defesa.....	143
3.5 A realidade do Poder Judiciário e a migração para a arbitragem.....	145
3.6 O Novo Mercado, o dualismo regulatório e a atuação da CVM.....	150
3.6.1 A eficiência dos instrumentos sancionatórios utilizados pela CVM .....	169
3.7 A discussão acerca do <i>enforcement</i> em relação a grandes casos de abuso de poder de controle envolvendo corrupção e o dano ao erário público .....	177

<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>187</b>
-------------------------	------------

<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>193</b>
-------------------------	------------



## RESUMO

CUNHA, Lucas Marsili da. *Formas de coibir o abuso do poder de controle nas sociedades anônimas*. 2018. 221 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

A inserção da figura do acionista controlador na reforma legislativa de 1976 teve como escopo o desenvolvimento do mercado de capitais ao acrescer a imposição explícita de poderes-deveres àquele ou àqueles que exercem o poder efetivo de direcionar os rumos das companhias. Todavia, mesmo após o advento da Lei 6.404/1976, verificaram-se diversos casos de abuso do poder de controle, que trazem prejuízo não só para acionistas investidores, mas também para a sociedade. O presente trabalho tratará sobre o fenômeno do poder de controle e abordará os casos mais recorrentes em que ocorrem esses abusos. E, depois dessa análise, será feita uma avaliação se as formas de coibir o abuso do poder de controle previstas na Lei Societária brasileira são de fato eficientes.

**Palavras-chave:** Direito Societário. Lei 6.404/1976. Abuso de Poder de Controle.

## **ABSTRACT**

CUNHA, Lucas Marsili da. *Ways of curbing the abuse of power of control in corporations*. 2018. 221 p. Thesis (Master's Degree) – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo.

The insertion of the figure of the controlling shareholder in the 1976 reform of corporate legislation aimed at the development of the capital market by adding the explicit imposition of powers-duties to the one or those who exercise the effective power to rule the direction of the companies. However, even after de Law 6.404/1976 there have been several cases of abuse of control, which are detrimental not only to investor shareholders but also to society. The present work will study the phenomenon of the power of control. It will also address the most recurring cases in which such abuses occur. And after this analysis will evaluate if the ways to curb the abuse of control power provided by the Brazilian Corporate Law are effective to curb this abuses being practiced.

**Keywords:** Corporate Law. Law 6.404/1976. Abuse of the power of control.

## INTRODUÇÃO

As sociedades anônimas são sem dúvida uma das maiores invenções reguladas pelo Direito no escopo de agregar os recursos e os meios de produção necessários para a realização de grandes empreendimentos. Sua importância no desenvolvimento tecnológico industrial e até urbano da sociedade é inegável.

Esse desenvolvimento potencializa-se, em especial, após a evolução do mercado de capitais ligado a essas sociedades. Todavia, tamanha concentração de recursos e de poder possui grande capilaridade no tocante às demais relações econômicas e sociais, especialmente diante da globalização que se acentuou nos últimos 30 anos.

Portanto, quando ocorre algum tipo de disfunção no mercado de capitais, como se deu na crise dos títulos *subprime* (também chamados de “derivativos tóxicos”) de 2007/2008, os resultados negativos podem afetar drasticamente a economia mundial.<sup>1</sup> Existem companhias, ainda que em menor proporção aos eventos relacionados à crise mencionada, que exercem larga influência, sendo capazes de produzir externalidades negativas e positivas em grande escala.

A título de exemplo, pode-se destacar o impacto gerado por um produto de uma grande companhia: a ferramenta de pesquisa da Google Inc, que possui a capacidade de direcionar uma quantidade maciça de informação ao mundo todo, escolhendo, *v.g.*, que produto ou empresa será vista primeiro e até mesmo aqueles que serão omitidos. Assim, constata-se que a influência dessa companhia sobre os consumidores do mundo inteiro é imensa.<sup>2</sup>

Em função desse poder que determinadas companhias concentram em si, surge a primeira inquietação que motivou esta pesquisa: quem tem o poder sobre

---

<sup>1</sup> Sobre o mercado de derivativos cf. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Derivativos de bolsa. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 589-606. Sobre a crise de derivativos tóxicos cf. STOUT, Lynn A. How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them can Prevent Another. *Lombard Street*, v. 1, n. 7 July, 10, 2009; UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper n. 09-13. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1432654>>. Acesso em: 28 nov. 2017, e também cf. WHALEN, R. Christopher. The subprime crises – cause effects and consequences. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1113888>>. Acesso em: 2 dez. 2017.

<sup>2</sup> Importante mencionar também a influência da plataforma *Youtube* na última década, adquirida pela Google Inc. em 2006.

essas grandes companhias? Essa pessoa ou grupo de pessoas (sejam físicas ou jurídicas) investiram na companhia um valor proporcional a esse poder que detêm? No Brasil, qual é o tratamento dado aos acionistas controladores? Os detentores dessa condição se submetem a um regime de deveres efetivamente proporcional aos poderes à sua disposição? Existem mecanismos eficientes que coíbam as situações em que ocorre o abuso desse poder?

Os estudos realizados por Adolf Augustus Berle Jr. e Gardiner Coit Means, na obra *The Modern Corporation and Private Property*,<sup>3</sup> demonstram de forma sólida o fenômeno da separação entre a propriedade e o capital.<sup>4</sup> Em suas pesquisas, que serão abordadas no decorrer deste trabalho, constatou-se que, quanto maior o volume do capital disperso em ações, mais ampla se denotava a separação entre a propriedade desse capital e o controle sobre ele. Esses estudiosos identificaram uma independência entre os conceitos de “controle”, “propriedade” e “administração”.

Verificou-se, assim, que o poder dentro das companhias ao longo do desenvolvimento do mercado de capitais foi gradativamente se concentrando nas mãos de terceiros, e não dos próprios acionistas que nelas investiram seu capital. Nos Estados Unidos esse poder deslocou-se ao longo do desenvolvimento daquele país para os administradores.

No Brasil, onde o mercado de capitais era incipiente, após algumas tentativas frustradas em relação ao seu desenvolvimento, o Estado optou por estabelecer uma nova legislação regulando as sociedades por ações, que conceituou e deu tratamento específico à figura do acionista controlador.

A Lei 6.404/1976 pautou-se na realidade societária brasileira, em que o capital se encontrava (e, em larga medida, ainda se encontra) altamente concentrado para abarcar a figura do acionista que possui o poder efetivo, fixando-lhe poderes-deveres.

---

<sup>3</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. New introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. New York: Ed. Revista, 1967.

<sup>4</sup> Fábio Konder Comparato destaca que Karl Marx anteviu esse fenômeno em sua obra, conforme trecho a seguir: “A produção capitalista chegou a um ponto em que o trabalho de direção, completamente separado da propriedade do capital, é por todos admitido, de tal arte que doravante o capitalista não tem mais necessidade de exercer pessoalmente esta função. Um maestro não precisa de modo algum ser proprietário dos instrumentos da orquestra que dirige, nem lhe compete tratar do salário dos seus músicos” (MARX, Karl. *Das Kapital, Kritik des politischen Ökonomie*. Berlim: J. H. Dietz Nachfolger, 1929. v. 3, I apud COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: RT, 1970. p. 71-72).

Referida norma delineou-se de forma a projetar inúmeras situações<sup>5</sup> que ainda não faziam parte do mercado de capitais brasileiro. Portanto, além de ser muito coesa, encontrava-se muito à frente do seu tempo no período de sua promulgação.

Outrossim, o escopo da Lei foi além e estabeleceu um rol de condutas que exemplificavam ações abusivas do acionista controlador, preceituando o cabimento de reparação por danos decorrentes.

A despeito disso, depois de mais de quarenta anos da legislação em vigor, ainda se verificam de forma recorrente situações de abuso de poder por parte do acionista controlador, por exemplo, no caso das Empresas “X” de Eike Batista, ou mais recentemente no escândalo envolvendo a companhia JBS Friboi.

Nesse contexto, o presente trabalho almeja examinar se o ferramental contido na Lei de Sociedade por Ações (Lei das S.A.), utilizado desde 1976, e as reformas posteriores se mostram suficientes para coibir as ocorrências de abuso de poder de controle nas companhias de capital aberto brasileiras.

Essa investigação será realizada por meio da abordagem crítica, com a aplicação do método dialético (analisando as diferentes posições da literatura jurídica em destaque acerca do tema).

Nesse sentido, o estudo será dividido em três partes. O primeiro capítulo vai abordar o conceito e a natureza jurídica do poder de controle.

Para a realização dessa verificação, previamente se mostram necessárias a análise do contexto histórico do Brasil anterior à elaboração da Lei 6.404/1976, as motivações empregadas no curso do desenvolvimento do projeto e as expectativas de seus subscritores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, particularmente no que tange à inclusão da figura do controlador.

---

<sup>5</sup> Esses atributos são assinalados pela maioria da doutrina, como é o caso de Nelson Eizirik: “Com efeito, mediante a promulgação da Lei n.º 6.404/1976, novos e importantes conceitos foram introduzidos no direito societário pátrio, promovendo um salto qualitativo nas práticas empresariais. Ademais, a Lei das S.A., ao adaptar ao nosso contexto institutos já consagrados em países com economias mais desenvolvidas, promoveu um alinhamento de nossa legislação societária com a dos sistemas jurídicos dos Estados Unidos e de países europeus que haviam, pouco antes, empreendido importantes reformas em suas leis sobre sociedades anônimas. Com a promulgação da Lei n.º 6.404/1976, institucionalizou-se um sistema de *disclosure* para as companhias abertas, com auditoria externa obrigatória; normas de prevenção e repressão ao *insider trading* foram criadas, novos valores mobiliários foram introduzidos em nossa prática societária, bem como antigos foram atualizados (como é o caso das *debentures*), de modo a aumentar o leque de alternativas para a captação de recursos por parte das companhias no mercado; disciplinou-se a figura do controlador, novas responsabilidades foram atribuídas aos administradores das companhias etc.” (EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 3-4).

Em seguida, serão tratados o conceito de poder de controle, as posições doutrinárias acerca desse instituto, bem como as diversas classificações sobre o controle.

Será ainda abordado o tratamento dado ao poder de controle na Lei das S.A. Em outras palavras, o modo como se regula esse instituto por meio da figura do acionista controlador nos termos preceituados no art. 116. Será examinada de maneira minuciosa a redação desse artigo em relação às exigências impostas para o exercício desse poder, bem como dos deveres fiduciários impostos ao acionista controlador no parágrafo único do art. 116. Também será analisado o caráter institucionalista que atribuiu ao acionista controlador deveres que se estendem para além daqueles com a companhia, abarcando os demais acionistas, os *stakeholders* e a comunidade em que a empresa atua.

Nesse capítulo se fará, ainda, um exame da questão do poder do controle, sob o ponto de vista das sociedades controladoras.

No segundo capítulo, analisar-se-á o abuso de poder de controle segundo a doutrina: seu conceito e as perspectivas acerca dos elementos caracterizadores da situação abusiva.

Em seguida, será abordado o tratamento do abuso de poder do acionista controlador na Lei das S.A., procedendo-se a uma análise detalhada do art. 117 da Lei Societária e do rol de condutas contido no seu § 1.º. Ademais, verificar-se-á o tratamento dado pela lei, ao abuso praticado pela sociedade controladora versado no art. 246.

Após o exame das posições doutrinária e legal a respeito do tema, far-se-á uma exposição, de caráter exemplificativo, das modalidades mais recorrentes de abuso do poder de controle, com o resumo de casos paradigmáticos sobre cada uma dessas modalidades e com o cotejo jurisprudencial.

No terceiro capítulo, serão verificados os instrumentos contidos na Lei 6.404/1976 para coibir o abuso de poder de controle. Neste estudo serão abarcados os deveres fiduciários impostos ao acionista controlador e ainda as contribuições trazidas pela Lei Societária e as reformas legislativas que a modificaram no sentido de aumentar as garantias em relação aos acionistas minoritários.

Ainda nesse capítulo serão examinadas as ações possíveis contra o abuso do controlador, englobando a restrição de voto no caso de conflito de interesses e a

utilização do acordo de acionistas como meio de defesa por parte dos acionistas minoritários.

Outro ponto debatido será o problema da realidade do Poder Judiciário, tanto em relação à questão da morosidade na solução das demandas quanto à ausência de capacitação técnica para a realização da análise e julgamento de matérias tão específicas por parte do órgão estatal. Nessa esteira, será abordada a consequência desse problema, isto é, a migração dos casos ligados ao direito societário para a submissão ao julgamento pela via arbitral.

Ainda serão discutidas as normas administrativas impostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sua pertinência e eficácia no que concerne a coibir abusos praticados pelos acionistas controladores no mercado de capitais e o dualismo regulatório adotado com o advento do Novo Mercado<sup>6</sup>, bem como o sistema de autorregulação implementado para as companhias, que voluntariamente optaram por fazer parte desse segmento.

Por fim, serão analisadas as possíveis medidas legais a serem tomadas em grandes casos de corrupção envolvendo o abuso de poder de controle.

Após o exame de todas essas questões, serão expostas as conclusões sobre a eficiência ou não de Lei Societária e dos demais instrumentos, tratados no presente trabalho, para coibir os abusos por parte dos controladores trazendo reflexões acerca dos resultados.

Essas conclusões não têm a pretensão de trazer soluções definitivas para os problemas examinados, mas visam fomentar o debate e a reflexão de pontos relevantes ligados ao problema do abuso do poder de controle, contribuindo assim para o estudo desse tema que assume grande relevância tanto no nosso país como no cenário internacional.

---

<sup>6</sup> Segundo Eduardo Secchi Munhoz, o Novo Mercado trouxe evolução inegável em matéria de governança corporativa e estimulou de forma inequívoca o desenvolvimento do Mercado de Capitais. Para ele: “[...] Exemplo de autorregulação bem-sucedida, o Novo Mercado, ao adotar regras especiais de governança corporativa, especialmente o princípio de que cada ação corresponde a um voto (*one share – one vote*), tornou-se arena principal da evolução do mercado de capitais brasileiro, atraindo um número expressivo de ofertas públicas primárias de ações (IPOS e *follow ons*)” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 26).

## **1. O PODER DE CONTROLE E SEU TRATAMENTO NA LEI 6.404/1976**

### **1.1 A criação da Lei 6.404/1976 e a inserção da figura do acionista controlador no Direito Brasileiro**

Para iniciar o estudo sobre como se deu a opção legislativa que culminou com a inclusão da figura do acionista controlador na legislação societária brasileira, é importante verificar os fatos que antecederam essa decisão, os interesses que fundamentaram essa alteração e o contexto em que ela ocorreu.

#### *1.1.1 Breve contexto histórico*

No ano de 1965, foi publicada a Lei 4.728, que disciplinava o mercado de capitais e estabelecia medidas para o seu desenvolvimento. No ano seguinte, foi editada a Resolução 39 do Banco Central do Brasil, a qual buscava modernizar a estrutura do mercado de capitais brasileiro por meio da regulação do funcionamento das bolsas de valores.

No mesmo intuito, o Conselho Monetário instituiu um sistema de incentivos fiscais regulado pela Resolução 106 do Banco Central do Brasil, que disciplinava a atividade da sociedade anônima de capital aberto.

Com essa nova legislação, no início da década de 1970, o mercado de valores mobiliários floresceu e passou a se desenvolver nas bolsas de valores do Rio de Janeiro e de São Paulo.

Tal crescimento atingiu seu ápice no chamado *boom* bolsista de 1971 quando sucedeu uma imensa especulação.

Assim, as transações em bolsa ocorreram praticamente sem regulação, como acentua Rubens Requião:<sup>7</sup>

Nenhuma providência adotou o Governo, através do Banco Central, ao qual cabia o saneamento e a fiscalização do mercado de capitais, seguindo a

---

<sup>7</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2, p. 10.



filosofia de que a economia brasileira atuava no mercado livre, não tendo cabimento a intervenção do Governo.

O resultado desse tipo de especulação desenfreada foram perdas imensas para os investidores, acusações de fraude em transações acionárias e um completo arrefecimento do interesse de muitos por esse mercado.

Modesto Carvalhosa<sup>8</sup> traça um panorama do regime do Decreto-lei 2.627/1940, destacando a questão da facilidade com que os acionistas se esquivavam de suas responsabilidades naquela ocasião:

De fato, no antigo regime societário de 1940, os próprios acionistas com maior número de ações votantes ao portador é que se autoelegiam para a diretoria. Havia assim, na prática societária, uma confusão entre propriedade de ações votantes e o comando da sociedade. Era a época dos capitães de indústria e dos grupos acionários familiares, que dirigiam, eles mesmos, a companhia. Havia poucas exceções, como algumas grandes companhias, até com capital disperso, como era o caso, v.g., da Companhia Paulista de Estradas de Ferro. Por outro lado, os acionistas valiam-se, sempre, das ações ao portador para proteger-se de qualquer responsabilidade, seja perante os demais acionistas, seja ante uma sociedade ou terceiros que com ela se relacionavam.

Eduardo Secchi Munhoz também teceu críticas<sup>9</sup> ao Decreto-lei 2.627, de 1940, no sentido de apresentar deficiências em relação à realidade da época:

A verdade, porém, é que a Lei das S.A. de 1940 foi muito tímida ao lidar com a fragilidade do mercado de capitais brasileiro. A economia do país, à época, era predominantemente rural e ainda se ressentia da crise da década de 1930, que se seguiu à quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929. A lei tomou como modelo, sobretudo, os direitos francês e italiano, países que também não possuíam mercados de capitais desenvolvidos. Era, assim, destinada às companhias fechadas e pouco afeita à realidade das abertas. O estímulo ao surgimento de companhias abertas era incipiente, desacompanhado de uma política pública articulada para buscar sua concretização.

O Estado brasileiro, no entanto, muito influenciado pelo sucesso do mercado bolsista norte-americano, buscava alternativas para superar o fracasso ocorrido em experiências anteriores e desejava fomentar o investimento da poupança popular no mercado de capitais.

---

<sup>8</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 157*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 563.

<sup>9</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 43-44. Aparentemente, a sugestão do autor seria de que, desde aquele período, a fonte de inspiração para o legislador pátrio deveria ter sido a legislação norte-americana.

Nesse sentido, depois de ser eleito Presidente, o General Ernesto Geisel comprometeu-se em pronunciamentos, antes mesmo de tomar posse, em reformar o tratamento legal dado às companhias, visando a assegurar os direitos dos acionistas e atrair maior investimento privado para as empresas. Após assumir o governo em 19 de março de 1974, Geisel declarou:<sup>10</sup>

[...] no campo estritamente financeiro, ao ressaltar o surpreendente potencial da poupança da população que as estatísticas comprovam, cumpre reconhecer que se impõe ao Estado cuidar do pronto saneamento e do paulatino e seguro fortalecimento do mercado de capitais, não receando a captação de recursos externos sob ajustado controle, nem abandonar à própria sorte os pequenos investidores, inclusive as minorias notadamente desprotegidas das sociedades anônimas.

No mesmo sentido, o recém-nomeado Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen,<sup>11</sup> reafirmou a necessidade de reformular a estrutura das sociedades anônimas:

Do ponto de vista associativo, deve-se reconhecer que a legislação brasileira de sociedade anônima se mostra bastante desfavorável aos acionistas minoritários. Estes últimos frequentemente veem seu patrimônio reduzido a uma montanha de papéis sem negociabilidade, que sempre rende novos papéis, mas raramente algum dividendo. É uma situação discriminatória de mercado, onde cada ação do majoritário vale muito mais do que cada ação do minoritário. O resultado prático é a aversão do minoritarismo e a predominância com a resistência a fusões e associações de grupos, não obstante os numerosos incentivos criados pelo Governo. Nesse sentido, o atual panorama brasileiro parece reclamar uma modificação na lei de sociedades por ações que observe os seguintes pontos: a) a preferência de dividendos mínimos às minorias acionárias; b) a extensão às minorias dos benefícios auferidos pelas majorias nas vendas de lotes de ações de controle.

O Estado, assim, reconheceu a necessidade de mudanças mais profundas no ordenamento vigente e designou uma comissão de juristas para promover uma modernização<sup>12</sup> na legislação que tratava das companhias.

---

<sup>10</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2, p. 11.

<sup>11</sup> *Ibidem*, p. 12.

<sup>12</sup> Nesse mesmo contexto foi promulgada a Lei 6.385, em 07.12.1976, que dispunha sobre o mercado de valores mobiliários e instituiu a Comissão de Valores Mobiliários. A lei visava criar um órgão administrativo (Comissão de Valores Mobiliários) para regular o mercado de capitais e ainda buscava disciplinar uma série de questões, como se verifica no texto de seu art. 1.º (na redação original, posteriormente alterada pela Lei 10.303/2001): “Art. 1.º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III – a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; IV – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; V – a auditoria das companhias abertas; VI – os serviços de consultor e

Durante o período em que Lamy e Bulhões incumbiram-se de desenvolver o anteprojeto de uma nova Lei de Sociedade por Ações, o Brasil passava por um período de crise econômica e inflação aguda.

O pequeno e ainda incipiente mercado de valores mobiliários, além de desacreditado em função dos eventos que se sucederam ao *boom* de 1971,<sup>13</sup> enfrentava uma fase de pouquíssimos investimentos em razão da situação econômica do País.

Não bastasse esse contexto, havia uma notória resistência a mudanças promovidas pelos próprios empresários, que utilizavam o mercado de bolsa como um meio de se beneficiarem da exploração econômica dos juros elevados decorrentes da inflação.<sup>14</sup> Outrossim, não se discutia qualquer sanção aplicada à atuação de *insiders*, o que tornava o mercado pouco atraente para os novos investidores.

Além disso, as empresas nacionais não possuíam instrumentos adequados para desenvolver-se internacionalmente, e os contatos com o capital estrangeiro eram mais dedicados ao mercado norte-americano, uma vez que a Europa encontrava-se em fase de reconstrução após a 2.<sup>a</sup> Guerra Mundial.

---

analista de valores mobiliários”. Sobre esse tema serão tecidas mais considerações no Capítulo 3, no item 3.6, que trata do dualismo normativo e da atuação da CVM.

<sup>13</sup> No tocante ao chamado *Boom* de 1971, Eduardo Secchi Munhoz destacou as consequências do otimismo exagerado provocado pelo fomento a investimentos promovidos pelo Estado, por meio de isenção tributária, sem a presença de instrumentos de regulação necessários para dar suporte às situações ocasionadas: “Os Fundos do DL 157 trouxeram impacto relevante para o comportamento do mercado acionário, na medida em que criaram uma forte demanda pela aquisição de companhias abertas, assim como pressão para a venda desses títulos em prazos relativamente curtos, dada a necessidade de pagar os investidores que desejavam resgatar as suas quotas de fundos. O resultado dessa política, baseada no instrumento tributário, foi levar à bolsa de valores companhias que não tinham o objetivo efetivo de tornarem-se de capital aberto, mas que caminhavam para a abertura de capital exclusivamente para fazer jus aos benefícios fiscais concedidos pelo governo. Esse movimento está na origem da crise especulativa que atingiu a bolsa brasileira em 1971. Os incentivos fiscais criados pelo governo e o otimismo gerado pelo rápido crescimento das empresas verificado no período do milagre econômico levaram a uma elevação exacerbada e sem precedentes das cotações e do volume de transações nas bolsas de valores do Rio de Janeiro e de São Paulo no primeiro semestre de 1971. Para ilustrar a intensidade da febre especulativa, no primeiro semestre de 1971, o volume de transações na Bolsa do Rio de Janeiro foi 7,5 vezes maior que o verificado no mesmo período de 1970 e o preço das 85 ações mais negociadas tiveram um aumento médio de 230%. A partir do segundo semestre de 1971, iniciou-se um longo período de queda das cotações e do volume de negócios, gerando enormes prejuízos para milhares de investidores” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 49).

<sup>14</sup> Lamy e Bulhões chamavam de culto do “filhote” essa prática de especulação com base na correção monetária nesse período de inflação aguda. Uma das mudanças no anteprojeto que gerava resistência era a distribuição de dividendos obrigatórios (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 20).

Era necessário estimular esse mercado, porém havia um imenso descompasso a ser sanado, como se verifica nas palavras de Lamy e Bulhões:<sup>15</sup>

Institutos e instrumentos fundamentais de mercado – como as “debêntures” – seja por efeito da inflação, seja pela obsolescência da Lei de 1890, que não previa várias espécies de títulos que o mundo adotava, estavam abandonados. Pior ainda, nas regras estritas que herdávamos do sistema europeu, duvidava-se da juridicidade dos acordos de acionistas, além do completo desconhecimento das regras e práticas adotadas nas Bolsas americanas, e dos títulos nelas negociados, como ações sem valor nominal, bônus de subscrição, certificados de depósitos de ações, e ainda cisão de sociedades, balanços consolidados de grupos empresariais, responsabilidades dos controladores, punição de “insiders” ou polícia de mercado etc.

Foi nesse campo árido que Alfredo Lamy Filho e José Luis Bulhões Pedreira incumbiram-se de elaborar uma legislação que permitisse aos empresários desenvolver suas companhias de duas formas: (i) com a manutenção de elementos básicos que consagraram as sociedades por ações (a limitação da responsabilidade da companhia e de seus acionistas, em relação ao valor subscrito pelas ações adquiridas, e a possibilidade de transferência dessas ações sem a dependência do consentimento dos demais acionistas); e (ii) utilizando-se de um novo ferramental extraído da experiência inglesa e, principalmente, norte-americana, capaz de viabilizar uma série de meios de captação de recursos e novas estruturas de governança, bem como de estimular o ainda tímido mercado de capitais brasileiro.

Para tanto, os subscritores do projeto combinaram<sup>16</sup> elementos do Direito continental, ou de origem romano-germânica, com institutos do chamado *Common Law*, desenvolvidos com êxito no mercado norte-americano.

O sistema continental europeu trouxe a influência do Código Comercial francês, de 1807, seguido pelos Códigos italiano e alemão, além do Código nacional de 1850.

---

<sup>15</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 18.

<sup>16</sup> Nas palavras de Lamy Filho, a Lei Societária “introduziu os certificados de depósitos de ações – que têm sido tão úteis na colocação dos ADR (*American Depositary Receipt*) no estrangeiro, disciplinou a oferta pública de compra de ações (o *take over bid* da prática americana) e, especialmente, regulou o acordo de acionistas, propôs a criação de um órgão específico para disciplinar o mercado de capitais, a CVM, a exemplo da SEC americana. (Aliás, o direito italiano e o direito francês também criaram comissões com funções idênticas, sob as siglas Consob – *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* e COB – *Commission des Opérations de Bourse*)” (LAMY FILHO, Alfredo. Considerações sobre a elaboração da Lei de S.A. e de sua necessária atualização. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 51, p. 243, jan. 2011).

Nossa legislação até então refletia a rigidez desse sistema. O acordo de acionistas, por exemplo, foi alvo de duras críticas<sup>17</sup> da doutrina francesa, sendo tal prática proibida naquele país por longo período.

Ela fazia, ainda, uma associação entre a limitação da responsabilidade e a ocorrência de fraudes por conta do uso de informações privilegiadas em práticas condenáveis. Essas posições, com o passar do tempo e de acordo com as necessidades do mercado em concentrar investimentos cada vez maiores, foram se mitigando.

No Brasil, um fator fundamental para tal evolução foi a iniciativa do anteprojeto de Lamy e Bulhões de mesclar as práticas mais modernas, realizadas nos Estados Unidos, e incluir esses institutos na nova codificação que se desenhava.

Todas essas inovações sofreram resistência em debates ocorridos no Congresso Nacional, setores da doutrina e a própria Ordem dos Advogados do Brasil, que apresentaram críticas ao projeto.

A principal delas referia-se à utilização de muitos institutos alienígenas, uma possibilidade não negada pelos autores do anteprojeto, porém refutada de forma muito simples. Afinal, diziam eles<sup>18</sup> que “todos os institutos das sociedades anônimas são alienígenas, sendo a instituição justamente festejada por resultar da contribuição de muitos países do mundo para sua formação (e, entre esses países, dado seu descobrimento tardio, não figurava o Brasil)”.

Os autores<sup>19</sup> do anteprojeto ainda complementavam sua argumentação afirmando que “o anteprojeto buscava soluções adequadas à conjuntura nacional e introduzia conceitos inovadores, como as normas sobre poder de controle, a forma escritural das ações etc.”.

---

<sup>17</sup> Segundo Comparato, ao invocar lições de Ripert e Roblot: “Ensina-se, assim, sobretudo na França, que devendo ser o voto uma expressão livremente manifestada em conclusão dos debates na assembleia, seriam ilícitas todas as convenções que tendessem a suprimir sua liberdade de expressão. A jurisprudência francesa considera, portanto, nulas as convenções pelas quais um acionista se obriga a não votar ou a votar unicamente com a autorização e o acordo de outrem, bem como o mandato irrevogável para representação na assembleia, interpretado como uma cessão do direito de voto” (RIPERT, G.; ROBLOT, R. *Traité Élémentaire de Droit Commercial*. 9. ed. Paris : LGDJ, 1977, cit. I, n. 1.247 apud COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 187).

<sup>18</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 20.

<sup>19</sup> *Idem, ibidem*.

Portanto, mesmo após as críticas sofridas, e com o apoio reconhecido a Lamy e Bulhões do então Senador Tancredo Neves, o anteprojeto se converteu em lei.

Assim, o objetivo maior da Lei das S.A. era a criação de um ambiente propício ao surgimento de um mercado primário de ações que possibilitasse o desenvolvimento de macroempresas – para substituição das companhias puramente formais, nascidas por conta de incentivos fiscais.

A realização desses objetivos “dependia, segundo a visão dominante no período, da reforma da lei e da transformação de padrões de comportamento e estruturas sociais. Esses foram os pressupostos e objetivos claros da lei”.<sup>20</sup>

Passados então mais de quarenta anos de sua promulgação, a despeito de algumas críticas,<sup>21</sup> a Lei de Sociedades por Ações é festejada por ser uma das legislações/normas mais completas de nosso ordenamento e que mais projetou inovações ao abarcar situações que, ao tempo de sua edição, sequer existiam, dado o caráter incipiente do mercado de capitais brasileiro à época.

### *1.1.2 A inclusão da figura do controlador no ordenamento jurídico brasileiro*

Desde a regulação das primeiras sociedades comerciais em forma de companhias, verificou-se o fenômeno do controle por parte de um acionista ou por determinados grupos de acionistas.

Toda e qualquer organização demanda algum tipo de estrutura de governança, de uma pessoa ou grupo de pessoas, que assuma um papel de definidor dos rumos dessa organização – e que o faça proporcionalmente à responsabilidade por suas escolhas.

Nesse sentido, Lamy e Bulhões<sup>22</sup> afirmavam: “A presença do acionista controlador é fundamental na criação, no desenvolvimento e para a continuidade da

---

<sup>20</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 54.

<sup>21</sup> Cf. CARVALHOSA, Modesto. *A nova Lei das Sociedades Anônimas: seu modelo econômico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977.

<sup>22</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 814.

empresa porque ele é quem assegura a estabilidade administrativa sem a qual nenhuma prospera e sobrevive”.

Nesse conceito, os autores excetuaram as grandes empresas de capital altamente pulverizado, contudo esse perfil de companhia praticamente não existia no Brasil à época da elaboração do anteprojeto que resultou em nossa atual lei acionária.

De acordo com a estrutura existente em 1974, as sociedades por ação possuíam (e ainda hoje possuem, em boa medida) capital altamente concentrado e eram formadas por empresas familiares. Em muitos casos, os acionistas minoritários não detinham instrumentos eficazes para defender-se de abusos por parte do controlador.

Anteriormente, no Brasil, confundia-se a figura do controlador com a de proprietário da companhia, e assim ignorava-se que este exerce seu poder sobre bens alheios, isto é, negligenciava-se a existência de deveres fiduciários que, nesse contexto, só passaram a ser considerados após a efetiva positivação, em nosso ordenamento, do acionista controlador para assegurar-lhe prerrogativas, mas também para materializar de forma inequívoca seus deveres, até então desconhecidos na prática.

Por essa razão, os autores<sup>23</sup> do anteprojeto manifestaram-se no sentido de que a referida Lei só poderia ser corretamente avaliada no bojo do contexto de sua criação, como explicitam adiante:

A LSA foi elaborada quando todas as companhias abertas existentes no Brasil – com exceção de duas ou três – estavam sob o controle de um acionista ou grupo de acionistas. Desde aquela época, essas maiorias passaram a ter maioria pré-constituída, e somente mais recentemente têm surgido companhias abertas sem acionista controlador. A Lei brasileira foi criada para regular essa realidade, e somente pode ser corretamente interpretada com o reconhecimento das peculiaridades do modelo que resulta de seus dispositivos, e não por referência a um tipo de companhia que não existe no Brasil.

No tocante ao tema, Eduardo Secchi Munhoz<sup>24</sup> salienta que o projeto brasileiro se distanciou das legislações estrangeiras ao vislumbrar a figura do acionista investidor, que viria a se adequar à realidade brasileira:

---

<sup>23</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 819.

Assim, ao estruturar os diversos órgãos da macroempresa e os papéis a serem nela exercidos, concebeu uma clara separação entre o empresário-empREENDEDOR e o conjunto de acionistas investidores. Caberia ao empresário-empREENDEDOR o comando da empresa, podendo contar, para tanto, com os capitais oferecidos pelos investidores, havidos como atores externos ao empreendimento empresarial e simples titulares de direitos patrimoniais contra a sociedade. O comando empresarial continuaria, portanto, a ser exercido com mão forte e ampla liberdade pelo empresário-empREENDEDOR. Os interesses dos investidores seriam garantidos por meio da atribuição de um conjunto de deveres e responsabilidades diferenciados ao empresário-empREENDEDOR, cuja atuação deveria pautar-se pela concretização do interesse da empresa e do conjunto de acionistas, e não de seu interesse particular (interesse social).

[...]

A adoção desse modelo – acionista controlador (empresário) e acionistas investidores (atores externos ao empreendimento empresarial) – decorria não apenas da análise da realidade econômica brasileira, em que prevalecia a concentração de capital, mas da descrença quanto à possibilidade de as companhias de capital pulverizado formarem-se no Brasil, dado que essa realidade somente seria possível em estágio muito avançado de desenvolvimento econômico.

Outra concepção acerca dessa inovação, defendida pelos próprios subscritores<sup>25</sup> do projeto, adotou a ideia de que a inclusão da figura do acionista controlador, fixando-lhe poderes e deveres, asseguraria aos investidores de forma expressa a responsabilidade sobre o abuso de poder por parte do controlador, explicitada a seguir:

Dentre todas as inovações da lei, o reconhecimento da função do acionista controlador, como detentor do poder político da companhia, a definição de normas sobre sua conduta e sua responsabilização pelos abusos de poder de controle constituem a mais importante providência de proteção das minorias e dos investidores do mercado, que podem fundamentar nessas normas a cobrança de responsabilidade dos acionistas controladores e o pedido de reparação dos danos sofridos por atos ilegais.

Após a verificação das razões que ensejaram a inserção do poder de controle no ordenamento brasileiro, mostra-se necessário um estudo a respeito de seu conceito e de suas classificações por parte da doutrina, o que será feito a seguir.

---

<sup>24</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 54-55.

<sup>25</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 869.



## 1.2 O conceito de poder de controle

O debate sobre o instituto do poder de controle teve seu desenvolvimento com base em estudos de Berle e Means.<sup>26</sup> Por meio de pesquisas, esses autores analisaram uma grande quantidade de empresas norte-americanas e verificaram que o capital acionário delas era bastante diluído, análise que lhes permitiu aferir a separação<sup>27</sup> entre a propriedade do capital acionário e o poder decisório na companhia, que no contexto examinado era exercido por administradores, e não por proprietários de ações.

Puderam, ainda, estabelecer a relação de que quanto mais disperso<sup>28</sup> o capital menor a ligação entre poder e propriedade e que, em muitos casos, o poder sequer se encontrava efetivamente nas mãos de qualquer acionista. Em vez disso, era exercido de modo gerencial (*management control*) por administradores.

Esses autores definiam o conceito de controle<sup>29</sup> da seguinte forma:

[...] we may say for practical purposes that control lies in the hands of the individual or group who have the actual power to select the board of directors, (or its majority), either by mobilizing the legal right to choose them – “controlling” a majority of the votes directly or through some legal device – or by exerting pressure which influences their choice.<sup>30</sup>

Mediante tais conclusões, muitos autores se dedicaram ao estudo do poder de controle e de sua conceituação, ocorrendo várias divergências acerca do tema. Entre esses estudiosos, podemos mencionar Fábio Konder Comparato, que

<sup>26</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. With a new introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. 10. ed. New Jersey: Transaction Publishers, 2009.

<sup>27</sup> No mesmo sentido, diz Comparato: “[...] a realidade de um poder supremo encarnado em alguns acionistas nomeadamente indicados, e não em todo quadro acionário, esteve sempre presente nas primeiras concepções legais” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 30).

<sup>28</sup> Berle recorre a uma imagem para explicar a separação de propriedade do controle, dissolvendo do antigo átomo de propriedade em dois: de um lado o controle; de outro a propriedade de fruição (*beneficial ownership*) (BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. With a new introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. 10. ed. New Jersey: Transaction Publishers, 2009. p. 66).

<sup>29</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. New introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. New York: Ed. Revista, 1967. p. 6.

<sup>30</sup> Tradução livre: [...] podemos dizer, para fins práticos, que o controle recai nas mãos do indivíduo ou grupo que tem o poder real de eleger os membros do conselho de administração, (ou a maioria deles), seja mobilizando os meios previstos em lei para escolhê-los - “controlando” a maioria dos votos diretamente ou através de algum expediente legal - ou exercendo pressão que influencia nessa escolha.

escreveu a obra paradigmática *O poder de controle na Sociedade Anônima*, na qual faz a análise minuciosa desse instituto, bem como a crítica acerca de outras interpretações doutrinárias sobre o tema em questão.

Para ele, o poder de controle é a capacidade de dominação da companhia, que fica sujeita à vontade do controlador, isto é, à imposição de um poder de fato, que pode ser representado de maneiras diferentes.

Portanto, Comparato entende que o objeto de estudo “poder de controle” pode ser conceituado e classificado, desde que sejam respeitados certos critérios e definições. Assim expõe Comparato:<sup>31</sup>

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

Outros autores, ao tratarem desse instituto, refutaram a possibilidade de conceituá-lo, ou criticaram a necessidade de se impor uma definição rígida do exercício do controle.

Para Michael Vanhaecke,<sup>32</sup> o fenômeno do controle é mais uma noção de um fato, em razão da grande variedade de manifestações sobre essa modalidade de gerenciamento. Logo, entende mais adequado que a situação concreta seja deixada aos juízes do que se buscar uma definição geral.

Claude Champaud,<sup>33</sup> por sua vez, critica a definição doutrinária rígida sobre o exercício do poder de controle. Para ele, o controle só pode ser aferido por meio de indícios e presunções, e “não de regras fixas e imutáveis”, que constituem uma rede de malhas muito largas para recolher todas as manifestações de controle.

Ao analisar esse posicionamento, Comparato<sup>34</sup> afirma que, para Champaud:

---

<sup>31</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 27-28.

<sup>32</sup> VANHAECKE, Michel. *Les Groupes de Sociétés*. Paris: LGDG, 1962. p. 185-187.

<sup>33</sup> CHAMPAUD, Claude. *Le Povoir de Concentracion*. Paris: Sirey, 1962. p. 154-155.

<sup>34</sup> CHAMPAUD, Claude. *Droit des Groupes de Sociétés*, p. 36 apud COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 68.

[...] a definição legal seria ilusória e mesmo nefasta, pois o conceito fixado em lei revelar-se-ia, desde logo, nesta fase do capitalismo pós-industrial, não só insuficiente, deixando de compreender todas as diferentes modalidades do fenômeno, como também rígido, conduzindo ao reconhecimento do controle onde ele efetivamente não se manifesta.

Comparato cita, ainda, as posições de Ascarelli<sup>35</sup> (que entende o poder de controle como situação de fato) e de Ferri<sup>36</sup> (que nega a utilidade dessas distinções e enxerga que tal poder sempre suscita os mesmos problemas, em qualquer situação em que se manifeste) e nega partilhar de todas elas.

Ele se coloca favorável a uma definição de controle, contendo as distinções de sua natureza, e ressalta a necessidade de se fazer uma diferenciação entre o controle interno e externo: (i) no controle interno (*ab intus*), seu exercício ocorre por meio dos mecanismos societários, em especial a deliberação em assembleia; (ii) no controle externo (*ab extra*), o poder é exercido por qualquer pessoa física ou jurídica que não compõe qualquer órgão da sociedade.

A título de fixar deveres e responsabilidades, mostra-se importante definir se estamos tratando de um controle interno (leia-se decorrente do exercício de um direito de acionista) ou externo.

A despeito dessa classificação, Comparato refuta a existência de uma equivocidade<sup>37</sup> de sentido nas manifestações de controle. Todas as manifestações de poder se aproximam no sentido fundamental de dominação soberana, a qual pode ou não ser legitimada pelo sistema jurídico.

Comparato identifica esse poder como originário (não deriva de outro), uno ou exclusivo (não admite concorrentes) e geral (é exercido em todos os campos e setores da companhia). Esse exercício não é ilimitado e fica restrito aos parâmetros regulatórios de cada ordenamento.

---

<sup>35</sup> ASCARELLI, Tulio. *Riflessioni in Tema di Titoli Azionari e Società tra Società. Banco, Borsa e Titoli di Crédito*, 1952, i, p. 385, nos Studi in onere di Alfredo Di Gregorio e reproduzido com modificações em *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, 1955, p. 219 e ss., especialmente p. 252 apud COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 40.

<sup>36</sup> FERRI, Giuseppe. *Le Società, Trattato di Diritto Civile di Filippo Vassali*. Torino, 1971, v. 10, p. 703 apud COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 40.

<sup>37</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 41.

Modesto Carvalhosa,<sup>38</sup> por seu turno, assim definiu o exercício do poder de controle:

Controle societário pode ser entendido como poder de dirigir as atividades sociais. Essa noção tem sentido material ou substancial, e não apenas formal. Assim, o controle é o poder efetivo de direção dos negócios sociais. Logo, não se trata de um poder potencial, eventual, simbólico ou diferido.

É controlador aquele que exerce, na realidade, o poder; internamente, mediante o prevalecimento dos votos, externamente, por outros fatores extrassocietários.

Controlar uma companhia, portanto, é o poder de impor a vontade nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir o processo empresarial, que é seu objeto.

Essa imposição acerca das decisões da companhia traz consigo reflexos patrimoniais que incidem sobre a esfera dos demais acionistas. Nas palavras de Carvalhosa:<sup>39</sup>

Em relação aos demais acionistas, o controle apresenta-se como o *poder permanente* de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial destes, decorrentes dos resultados da gestão societária. No aspecto patrimonial, portanto, o exercício do poder de controle produz, quanto aos minoritários, efeitos indiretos, incidindo sobre o patrimônio acionário deles. Produz, obviamente, efeitos diretos sobre o patrimônio da companhia.

Após tais considerações a respeito de seu conceito, cumpre destacar as principais classificações doutrinárias que envolvem o controle acionário.

### 1.3 As classificações acerca do poder de controle

Como anteriormente exposto, o exercício do poder de controle pode se distinguir entre interno (aquele exercido com base nas deliberações sociais) e externo (que se pauta em influência de terceiro não acionista).

Ressalte-se que, no bojo do estudo de controle interno, a doutrina classificou algumas formas de seu exercício, que serão tratadas a seguir.

---

<sup>38</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*: arts. 75 a 157. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 587.

<sup>39</sup> *Ibidem*, p. 588.

### 1.3.1 O controle interno

O controle interno é aquele exercido com base em disposições legais e no estatuto que regulam os mecanismos de funcionamento de uma companhia.

Para melhor aferição do funcionamento desse instituto, devem ser levadas em consideração algumas premissas.<sup>40</sup> A primeira refere-se à distinção entre os três níveis nos quais se estabelece a estrutura de poder na sociedade anônima: (i) participação no capital ou investimento acionário; (ii) direção; e (iii) controle.

Já restou evidenciado que o controle não se confunde com a participação acionária, ainda que possa ser obtido por meio desta, o que ocorre justamente no controle interno.

Uma segunda premissa concerne à estrutura orgânica das companhias no sentido de se dividirem em órgãos, cada qual com sua função e com competências próprias e indelegáveis<sup>41</sup> fixadas pela Lei.

Posto isso, passamos aos estudos de Berle e Means,<sup>42</sup> no sentido de que o controle pode ser classificado da seguinte forma: (i) controle com a quase completa propriedade acionária; (ii) controle majoritário; (iii) controle obtido mediante expedientes legais (*through a legal device*); (iv) controle minoritário; (v) controle administrativo ou gerencial.

O controle quase completo designava a situação das sociedades unipessoais, fosse *one man company* ou *wholly owned subsidiary* (subsidiárias integrais).

Ao analisar tal classificação, Comparato refutou o chamado controle quase completo, pois, em uma sociedade unipessoal, não há outro interesse interno a ser levado em conta.

---

<sup>40</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 35.

<sup>41</sup> Nesse sentido, Lamy e Bulhões destacam que a existência do cargo de controlador “não altera as atribuições legais ou estatutárias dos órgãos sociais previstos na Lei: o acionista controlador não pode praticar atos que, de acordo com a lei ou o estatuto, competem à Assembleia Geral, ao Conselho de Administração, à Diretoria ou ao Conselho Fiscal, mas tem o poder de determinar as deliberações da Assembleia Geral e de orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, instruindo seus membros sobre o exercício dos cargos (*Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 816).

<sup>42</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. With a new introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. 10. ed. New Jersey: Transaction Publishers, 2009.

Para ele, essa categoria de Berle e Means sofreu influência da crescente aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica, no sentido de alcançar o sócio único ou largamente majoritário para efeito de responsabilização, em casos de pluralidade simulada de acionistas.

Nesse sentido, segundo Comparato, a Lei de Sociedades por Ações trata de casos em que se exige a unanimidade dos acionistas, como quando há mudança de nacionalidade de uma companhia brasileira (art. 72 do Decreto-lei 2.627/1940 mantido em vigor pelo art. 300 da atual Lei Societária). Também ressalta que o art. 109<sup>43</sup> da mesma lei preserva direitos que nem a assembleia geral pode afastar e que, portanto, nessa matéria cada acionista detém um direito de voto.

Nesse último caso, ainda que o acionista detenha uma única ação, ele possui algumas garantias inafastáveis e que independem do poder exercido pelo controlador. Assim, por mais ínfima que seja a minoria, ela não se confunde com uma sociedade formada por um elemento.

O fato é que se pode distinguir a sociedade unipessoal da companhia cujo controle se funda em quase total propriedade acionária.<sup>44</sup> Nesse caso, ainda que haja quase totalidade, existe uma minoria, afastando, portanto, o caráter totalitário e tornando possíveis conflitos de interesses entre os acionistas.

Por conseguinte, Comparato prefere utilizar a expressão controle totalitário<sup>45</sup> “quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação da sociedade”, seja no caso de sociedade unipessoal, seja no de uma companhia familiar em que haja controle totalitário em conjunto, mas deve haver a unanimidade.

---

<sup>43</sup> Tratando acerca dos direitos essenciais dos acionistas preceitua o art. 109: “Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I – participar dos lucros sociais; II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III – fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV – preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei. § 1.º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. § 2.º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral. § 3.º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”.

<sup>44</sup> Nas palavras de Comparato: “Pode-se e deve-se, pois, distinguir a sociedade unipessoal da companhia, cujo controle se funda em quase completa propriedade acionária, para efeito de aplicação do sistema legal. No segundo caso ainda que reduzida à mínima expressão existe sempre uma minoria, potencial ou atual, desde que, bem entendido, a pluralidade de acionistas seja real e não meramente simulada” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 46).

<sup>45</sup> *Ibidem*, p. 50.

No tocante ao controle majoritário, este se baseia na ideia de que o ordenamento social deve refletir a vontade do maior número de sujeitos.<sup>46</sup> E mesmo nas companhias o princípio majoritário pressupõe a unanimidade no momento da constituição da sociedade (art. 87, § 2.º, da LSA).

Comparato ainda traça a distinção entre o controle majoritário simples ou absoluto, e essa diferenciação depende da realidade fática, isto é, se existe ou não naquela companhia específica uma minoria qualificada<sup>47</sup> capaz de impor certas restrições ao exercício do acionista controlador.

O bloco majoritário pode ser formado por uma gama de acionistas ou grupos de acionistas que compõem interesses, que de forma temporária ou permanente convergem. Essa circunstância é denominada controle conjunto ou por associação.

O controle por expediente legal, segundo Berle e Means, refere-se à possibilidade de exercício do poder por meio de institutos legais manipulados para esse fim. Citam como exemplo o controle piramidal ou em cadeia, as ações sem direito a voto, com voto limitado e o *voting trust*.

Quanto ao controle mediante artifício legal, Comparato<sup>48</sup> rechaça essa classificação, alegando que as hipóteses apresentadas pelos autores norte-americanos são muito discutíveis.

Relativamente às situações de controle piramidal, da existência de ações sem voto ou com este limitado, Comparato<sup>49</sup> não verifica qualquer distinção com as demais hipóteses de controle. Em outras palavras, não haveria elemento distintivo para que essas criações formassem uma categoria à parte.

No caso do *voting trust*, ainda que o *trustee* exerça poder sem propriedade, para Comparato ele o faz com base em direito próprio. Além disso, a originalidade do instituto não permite a generalização dessa espécie aos demais sistemas jurídicos. Portanto, ele optou por excluir esse item de sua classificação de poder de controle.

Por seu turno, o poder minoritário é aquele fundado em um número de ações inferior à metade do capital votante.

---

<sup>46</sup> Kelsen, Hans. *Teoria generale del diritto e dello stato*. Milano: Etas, 1964. p. 191.

<sup>47</sup> Acerca desse tema vide item 3.3 *infra*.

<sup>48</sup> Comparato, Fábio Konder; Salomão Filho, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 54.

<sup>49</sup> *Idem, ibidem*.

Para Comparato,<sup>50</sup> a coexistência entre uma minoria que exerce o poder de comando e uma maioria de aplicadores de capitais (quer com o escopo de poupança, quer com a intenção especulativa) sempre se verificou.

A Lei Societária, segundo o autor, reconhece implicitamente<sup>51</sup> um poder minoritário, uma vez que o art. 125 preceitua que, em segunda convocação, a assembleia geral é instalada com qualquer número de acionistas.

Na legislação norte-americana, por sua vez, o *Investment Act*<sup>52</sup> de 1940 admite a existência de controle com a detenção de mais de 25% do capital votante da companhia nos seguintes termos:

Any person who owns beneficially, either directly or through one or more controlled companies, more than 25 per centum of the voting securities of a company shall be presumed to control such company. Any person who does not so own more than 25 per centum of the voting securities of any company shall be presumed not to control such company. [...] Any such presumption may be rebutted by evidence, but except as hereinafter provided, shall continue until a determination to the contrary made by the Commission by order either on its own motion or on application by an interested person<sup>53</sup>.

Trata-se, como se verifica no trecho final, de uma presunção de controle, que pode ser afastada em caso de prova em contrário, mas que permanece até que o órgão regulador (SEC – *Security Exchange Commission*) se manifeste acerca dessa questão.

De acordo com Nelson Eizirik,<sup>54</sup> o controle minoritário ocorre quando um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante, tanto naqueles casos em que as ações de emissão da companhia estão dispersas no mercado, de maneira que nenhum outro acionista detenha

<sup>50</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 55.

<sup>51</sup> Calixto Salomão Filho discorda dessa posição. Para ele a Lei de Sociedades por Ações foi clara ao consagrar o controle minoritário no art. 15, § 2.º, possibilitando que dois terços do capital total da empresa fosse representado por ações preferenciais (sem o direito de voto). Ele sustenta que, ainda que esse número tenha sido reduzido posteriormente para 50%, não se pode negar a opção clara do sistema pelo controle minoritário (*Ibidem*, nota de texto 9, p. 57).

<sup>52</sup> UNITED STATES OF AMERICA. SEC – Security Exchange Commission. *Investment Company Act of 1940*. Section 2, p. 4. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>>. Acesso em: 19 jul. 2017.

<sup>53</sup> Tradução livre: Qualquer pessoa que seja proprietária direta ou através de companhias controladas de mais de 25 por cento das ações com direito a voto deve ser presumida como controladora da companhia. Qualquer pessoa que não detém mais de 25 por cento das ações com direito a voto deve ser presumida não controladora daquela companhia. [...] Qualquer presunção pode ser refutada com evidências, todavia, até isso ocorrer, segue válida a presunção, salvo determinação contrária da Comissão por despacho próprio, ou a requerimento de parte interessada.

<sup>54</sup> EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 180.



número relevante de ações com direito de voto, quanto nas situações em que por absenteísmo o acionista majoritário deixa de exercer o controle.

Modesto Carvalhosa,<sup>55</sup> em posição minoritária na doutrina, entende que a Lei 6.404/1976 não contemplou o controle minoritário nem o gerencial. Ele observa que tais conceitos foram transpostos, de forma equivocada, do direito americano diante da perplexidade decorrente da pulverização surgida da implementação do Novo Mercado e da dificuldade de adequação da Lei Societária a essa realidade.<sup>56</sup>

Para o referido autor, o controle minoritário “visa a atender aos antigos controladores das companhias do Novo Mercado, que tendo perdido a maioria absoluta das ações votantes, e, portanto, o controle na forma expressa da lei, apresentam-se como controladores minoritários”.

Segundo o mesmo autor, o controle foi fundamentado na maioria absoluta do capital votante que exerce o poder de dirigir a companhia e o dever fiduciário dele decorrente.

Sendo assim, não haveria fundamentos legais para a interpretação de um controle desligado da maioria absoluta das ações do capital votante, sendo descabido<sup>57</sup> falar em controle minoritário ou gerencial, como segue:

Como referido, esse raciocínio *contra legem*, por isso que passa ao largo da definição legal do controle contido na presente norma, advém, em primeiro lugar, da transposição *tout court* do direito norte-americano. Assim no referido aspecto semântico, o termo *control* na prática norte-americana significa “dominação”, ou seja, a assunção do comando da sociedade por um grupo minoritário de acionistas ou diretamente pelos administradores, que autonomamente o exercem.

[...]

Isto posto, comando não se confunde com controle entre nós, pois este é instituído em lei como atributo de acionista titular de maioria absoluta das ações votantes.

[...]

Já nos Estados Unidos, o chamado controle é fundado na situação de fato; se alguém logra, mesmo minoritário, eleger administradores, ele é considerado controlador. É o chamado *working control*.

Por outro lado, se os administradores logram dominar autonomamente a companhia, desligados de grupos minoritários de acionistas, mediante

<sup>55</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 157*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 572.

<sup>56</sup> Segundo Carvalhosa: “[...] os chamados ‘controle gerencial’ e ‘controle minoritário’ decorrem, com efeito, das impressões e interesses pessoais meramente dedutivos, decorrentes da crise do instituto do controle entre nós no tocante às companhias com capital disperso. Temos, assim, a dedução lógica seguinte: se nas companhias com capital disperso não existe mais controlador majoritário, o controlador passa a ser minoritário ou então ‘gerencial’. Desse modo – simplisticamente – se não existe controle nos termos expressos do presente artigo, outros controles surgem no seu lugar” (*Ibidem*, p. 573).

<sup>57</sup> *Ibidem*, p. 573-574.

manipulação aleatória dos votos dispersos nas assembleias, inclusive pela utilização da *proxy machinery*, dá-se o chamado controle gerencial (*management control*).

Essas conceituações factuais do direito norte-americano nada têm que ver com a instituição de controle no direito societário brasileiro, reservado aos acionistas votantes majoritários que, por isso, exercem permanentemente o poder de condução da companhia [...].

O controle gerencial ou administrativo referido por Carvalhosa, portanto, é aquele exercido por administradores que utilizam – para se perpetuarem no poder – complexos mecanismos de representação (*proxy machinery*) e o absenteísmo acionário.

Evidentemente, tal situação só pode ocorrer em mercados em que a propriedade acionária é altamente pulverizada. O exemplo clássico disso é o caso da companhia *Pennsylvania Rail Road Co.*, cujos vinte maiores acionistas, no ano de 1929, possuíam em conjunto apenas 2,70% da totalidade do capital social. Além disso, o maior acionista individual não possuía mais do que 0,34% de todas as ações da empresa.

Berle e Means<sup>58</sup> realizaram um levantamento, no início da década de 1930, que aferiu ser o controle gerencial o mais utilizado entre as duzentas maiores companhias não financeiras dos Estados Unidos.

Na percepção dos autores, esse tipo de controle, fundado em uma tecnocracia neutra,<sup>59</sup> seria uma forma imparcial de arbitrar os conflitos e interesses em jogo no âmbito da companhia.

Para Comparato,<sup>60</sup> a existência desse controle constitui poderoso argumento em favor da teoria institucional da sociedade anônima ao afirmar que:

Estamos diante de uma personalização da empresa subtraindo-a a qualquer vínculo de natureza real com os detentores do capital societário, e aproximando-a, até a confusão, de uma espécie de fundação lucrativa. É a instituição – empresa, dissolvendo completamente a *affectio societatis* original.

<sup>58</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. New introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. New York: Ed. Revista, 1967.

<sup>59</sup> Essa forma de governança já foi objeto de crítica entre a doutrina norte-americana. Cf. HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, n. 9, p. 439, 2001. Também já ocorreu no Brasil. Cf. EIZIRIK, Nelson. O mito do “controle gerencial”: alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXVI, n. 66, p. 103-106, abr.-jun. 1987.

<sup>60</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 62.

Outra modalidade de controle no Brasil seriam as companhias controladas por fundações. Nesse caso, compete a curadores e administradores representar a vontade do instituidor e gerir essa companhia. Nesse sentido, seus titulares, controladores sem propriedade, seriam os administradores da instituição.

Salvo essa modalidade realizada pelas instituições, segundo Comparato, essa última espécie de controle (gerencial) praticamente não é verificada no Brasil<sup>61</sup> em razão da alta concentração acionária.<sup>62</sup>

Atualmente, em razão do desenvolvimento do Novo Mercado, parte da doutrina<sup>63</sup> já menciona casos de controle gerencial no Brasil. Nesse sentido, manifesta-se Fábio Ulhoa Coelho.<sup>64</sup>

<sup>61</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 63.

<sup>62</sup> Em pesquisa empírica realizada no ano 2000 se constatou a alta concentração acionária brasileira. Nas palavras dos autores: “[...] shows the direct structure of ownership and control of Brazilian companies in 2000. Out of 225 firms, 203 (90%) have one shareholder that owns more than 50% of the voting capital. This shareholder owns on average 76% of the voting capital. Among the firms where the control is not held by one shareholder (22), the largest shareholder owns on average 37% of the voting capital. This demonstrates that, even when one single shareholder does not have the majority of votes, the largest shareholder holds a considerable portion of them. [...] Our results show a high degree of concentration of the voting capital. Even when there is no majority shareholder, the largest one owns a significant portion of the voting capital, and the company is, on average, controlled by its 3 largest shareholders. Besides this, 87% of the voting capital of companies are in the hands of the 5 largest shareholders” (CARVALHAL, André; LEAL, Ricardo P. C. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. *Coppead Working Paper Series*, n. 390, Nov. 2003. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em: 12 jul. 2017). Tradução livre: revela a estrutura direta de propriedade e controle de empresas brasileiras em 2000. De 225 empresas, 203 (90%) possuem um acionista que possui mais de 50% do capital votante. Este acionista detém, em média, 76% do capital votante. Entre as empresas onde o controle não é detido por um acionista (22), o maior acionista possui, em média, 37% do capital votante. Isso demonstra que, mesmo quando um único acionista não possui a maioria dos votos, o maior acionista detém uma parcela considerável deles. [...] Nossos resultados mostram um alto grau de concentração do capital votante. Mesmo quando não há acionista majoritário, o maior possui uma parcela significativa do capital votante, e a empresa é, em média, controlada pelos seus 3 maiores acionistas. Além disso, 87% do capital votante das empresas está em mãos dos 5 maiores acionistas.

<sup>63</sup> Nessa corrente encontram-se Fábio Ulhoa Coelho (*Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 135) e Ricardo Ferreira de Macedo (*Controle não societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004), que defende que a ocorrência de controle gerencial não decorre somente da pulverização acionária, podendo caracterizar-se pela ausência (na prática) de influência dos acionistas sobre a administração. Em sentido contrário, Calixto Salomão Filho, atualizando a obra de Comparato, reafirma que: “[...] é impossível imaginar em hipóteses normais um controle administrativo próprio, i.e., em ausência de um controlador ativo. Existem companhias controladas por administradores que também são acionistas (mais próprio seria dizer o inverso i.e., acionistas que também são administradores. Essa realidade é até mesmo comum. O que praticamente inexistente é o controle administrativo com acionariado diluído” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. nota de texto 10, p. 64-65).

<sup>64</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2, p. 308.

Devo registrar, no entanto, que, desde meados de 2005, tem-se verificado a extraordinária dispersão das ações emitidas por algumas companhias listadas na Bovespa (Lojas Renner, Eternit, Perdigão, Gafisa). O poder de controle dessas sociedades anônimas é claramente minoritário (“controle difuso”, convencionou o mercado) ou mesmo gerencial (“controle pulverizado”). O fato tem despertado a atenção de investidores e estudiosos e revela certo grau de amadurecimento do nosso mercado de valores mobiliários [...]

Além das formas de controle já elencadas, Calixto Salomão Filho entende haver outra modalidade de “controle gerencial de direito”,<sup>65</sup> que se instrumentalizaria com a concessão aos administradores de *golden share* para blindar sua administração.

Para que isso ocorra, deve-se prever em estatuto atribuição aos órgãos de administração de todas as matérias sociais relevantes. Assim, segundo o autor, com o poder de veto sobre as deliberações sociais, pode-se controlar a sociedade.

Com essa análise, verificou-se que Comparato classifica o controle em quatro modalidades típicas, conforme o grau em que se manifesta a separação entre propriedade acionária e o uso do poder. São elas: (i) controle totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle minoritário; (iv) controle gerencial. Essa classificação foi adotada pela larga maioria da doutrina brasileira.

O controle interno ainda pode ser dividido em direto ou indireto.

Controle direto caracteriza-se pela relação estabelecida entre o acionista controlador e os órgãos da sociedade dentro de sua estrutura interna. Portanto, a fonte de poder é o bloco de controle formado por ações emitidas pela própria companhia.

Lamy e Bulhões<sup>66</sup> definem o bloco de controle da seguinte maneira:

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

Na expressão “venda ou alienação de controle”, objetivo da venda é o bloco de controle, que confere o poder de controle.

A existência do bloco de controle pressupõe, por definição, a vinculação das ações que asseguram a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral. A forma mais simples e usual dessa vinculação é a reunião das ações num mesmo patrimônio – de pessoa natural ou jurídica – mas o artigo

---

<sup>65</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. nota de texto 11, p. 65-67.

<sup>66</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 826.

116 prevê duas outras hipóteses: (a) o bloco de controle pode nascer de acordo de acionistas que se obrigam a exercer em conjunto os votos das ações que lhes pertencem; e (b) a propriedade das ações pode pertencer a duas ou mais pessoas sob controle comum, como no caso de uma pessoa jurídica de direito público e sua autarquia.

O controle indireto, por sua vez, é modalidade de poder exercida por um grupo de sociedades, ou seja, a relação de poder não é vinculada à estrutura interna de uma das sociedades, e sim do grupo.

A fonte de poder, nessa situação, decorre das relações societárias travadas entre o grupo de companhias, e o poder se manifesta indiretamente por meio de órgãos sociais de outras sociedades.

Também é importante mencionar a existência do controle compartilhado, que ocorre quando um colegiado de acionistas ou de grupo de sociedades se reúne para, com o somatório de suas ações com direito a voto, impor suas decisões em assembleia nos termos preconizados no art. 116 da Lei 6.404/1976.

O poder, desse modo, é exercido por um grupo controlador, que possui, por meio de acordo de acionistas (ou outros instrumentos contratuais), suas próprias definições de governança interna em relação ao grupo.

Tecidas essas considerações a respeito do controle interno, passamos a examinar o fenômeno do controle externo.

### *1.3.2. O controle externo*

O controle externo é aquele exercido independentemente de qualquer previsão, seja legal ou estatutária.

É muito usual que a sociedade anônima construa relações de interdependência ao longo de sua existência, com fornecedores, consumidores e instituições bancárias que lhe cedem crédito.

Entretanto, muitas vezes essas relações sofrem uma alteração na dinâmica de poder e um desses atores passa a se impor diante da companhia, em uma relação de grande dependência.

É o que ocorre com frequência no caso de instituições financeiras, ao constatarem que determinada companhia não consegue se desenvolver adequadamente sem o crédito que lhe fornecem. Assim, e até para garantir o

retorno desses empréstimos, passam a impor certas decisões e direcionamentos como se representassem a figura do controlador, e não a de um credor.

Essa questão potencializa-se, por exemplo, nos casos de companhias em recuperação judicial. Como regra, nessas situações as instituições financeiras possuem os maiores créditos e, portanto, força significativa no momento em que, havendo impugnação, a assembleia geral de credores delibera pela aprovação ou não do plano de recuperação judicial (art. 35, I, a,<sup>67</sup> da Lei 11.101/2005). Até porque a reprovação implica a quebra da companhia (art. 56, § 4.º,<sup>68</sup> da referida Lei).

Nessas situações, é comum o contato da recuperanda com os principais credores oferecendo informações acerca do plano antes de peticionar ao juízo que preside o processo de recuperação judicial. Isso demonstra quão grande pode ser a influência prática de um credor nas atividades de outra companhia (e em suas decisões empresariais).

Verifica-se, então, o exercício dessa influência externa quando o terceiro não acionista possui alguma vantagem que mantém essa relação de dependência quase que indispensável. E a principal causa que possibilita o controle externo é a relação de dependência econômica,<sup>69</sup> que, segundo Paula Andrea Forgioni, caracteriza-se pela imposição de um agente sobre o outro, nos seguintes termos:

No direito comercial, salvo raríssimas exceções, não se pode reconhecer no empresário um hipossuficiente; o mercado capitalista não poderia funcionar dessa forma.

Todavia, há de se reconhecer que, em certas relações interempresariais, existe *dependência econômica* de uma parte em relação à outra. essa supremacia implica a possibilidade/capacidade de um sujeito impor condições contratuais a outro, que deve aceitá-las. Ou, no clássico pensamento de Guyon, “l’un des contractants est en mesure d’imposer ses conditions à l’autre, qui doit les accepter pour survivre”.

[...]

Há contratos que, por sua própria natureza, encerram relação de dependência, ou seja, para que o contrato possa desempenhar sua função econômica, uma parte deve conseguir impor a[s] outra[s] seu esquema de negócio.

<sup>67</sup> “ Art. 35. A assembléia-geral de credores terá por atribuições deliberar sobre:

I – na recuperação judicial:

a) aprovação, rejeição ou modificação do plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor [...].”

<sup>68</sup> “Art. 56. [...]

§ 4.º Rejeitado o plano de recuperação pela assembléia-geral de credores, o juiz decretará a falência do devedor.”

<sup>69</sup> FORGIONI, Paula Andrea. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 2. ed. São Paulo: RT, 2016. p. 67-68.

Tome-se como exemplo o contrato de franquia. Espera-se que o consumidor enxergue todas as lojas integrantes da rede como partícipes de uma única empresa, com identidade de *layout*, de produtos e serviços oferecidos etc. O franqueado não pode aparelhar sua loja como bem entender, ou servir o sanduíche que quiser, ou mesmo comprar sua matéria-prima do fornecedor que preferir: deve adequar-se às regras determinadas pela franqueadora. Se assim não fosse, não se conseguiria o efeito uniforme e desfazer-se-ia o mote central da franquia.

Como destacou a referida autora, nos contratos de franquia, os franqueados são compelidos a aderir a cláusulas rígidas quanto à sua atuação. A circular de oferta de franquia impõe uma série de obrigações ao franqueados, por exemplo, determinando lote mínimo de produtos da franqueadora a serem adquiridos periodicamente, definindo o preço de revenda do produto, a forma de utilização de marca, o treinamento de funcionários, a aplicação de métodos contábeis e até a localização da loja franqueada.

O mesmo se dá no tocante aos contratos de *know-how*, quando se estabelece uma relação de grande dependência entre o fornecedor de tecnologia e a sociedade.

Essa situação ocorre quando esse terceiro (do qual se depende) possui, por exemplo, uma facilidade essencial, ou um nível de influência distintivo dos demais *players* de mercado que deixa a companhia quase como “refém” desse ator externo.

Outra forma de manifestação, destacada por Comparato,<sup>70</sup> concerne aos casos de emissão de debêntures, em que, por tratar-se de crédito privilegiado, na hipótese de montante elevado, pode oportunizar aos debenturistas exercer influência em relação às decisões da companhia, em especial se esta estiver passando por dificuldades financeiras.

O controle externo também pode ser utilizado para a realização de práticas anticompetitivas. Existem casos em que uma companhia possui uma posição dominante no mercado e pode utilizar-se dela para influenciar determinadas decisões de outras empresas (ainda que não possua nenhum vínculo societário com elas).

---

<sup>70</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 79.

Para Paula Andrea Forgioni, a posição dominante “implica sujeição (seja dos concorrentes, seja de agentes econômicos de outros mercados, seja dos consumidores) àquele que o detém”.<sup>71</sup>

Temos, dessarte, que a posição dominante que abrange um determinado mercado pode ser utilizada (ainda que de modo oculto aos registros da empresa) para impor às companhias sob sua sujeição a adoção de determinada orientação empresarial

Por exemplo, uma empresa A líder em determinado mercado (dotada de posição dominante), em que suas decisões servem de baliza para a concorrência. Em dado momento, ela decide trabalhar com um produto secundário não explorado pelos demais participantes daquele mercado. Ao saber que a empresa B pretende ingressar na disputa desse novo produto, os representantes de A informam aos administradores da empresa B que, se aquele plano for levado adiante, ocorrerão retaliações (por exemplo, com relevante alteração de preços, em prejuízo de B). Com base nisso, a companhia B muda os rumos empresariais que planejava adotar.

Atualmente, esse poder exercido perante outras companhias é maximizado em razão da grande quantidade de grupos compostos por diversas companhias, em que “a empresa pode deter poder econômico muito maior do que lhe seria próprio, em virtude de sua inserção em grupo empresarial”.<sup>72</sup> Em outras palavras, grandes grupos empresariais concentram maior poder e, por conseguinte, maior capacidade de, eventualmente, exercer influência sobre companhias de menor porte.

Verifica-se, portanto, que o controle externo também pode ser exercido, eventualmente, mediante a influência dominante que uma empresa ou um grupo de empresas exerce sobre outras, em um determinado segmento do mercado, direcionando assim a atuação das demais, podendo afetar até mesmo a concorrência.

Um ponto importante pouco destacado refere-se ao fato de que grande parte da doutrina aborda a temática sobre o controle externo sem fazer distinção de seu alcance. Isso poderia levar à conclusão de que o controle externo, necessariamente, teria a mesma extensão daquele exercido por meio da participação acionária. Todavia, não é o que ocorre.

---

<sup>71</sup> FORGIONI, Paula, Andrea. *Os fundamentos do antitruste*. 6. ed. São Paulo: RT, 2013. p. 261.

<sup>72</sup> *Ibidem*, p. 269.



O controle externo, em verdade, se dá por meio de alguma vantagem ou influência de terceiro (não acionista) que impõe sua vontade para orientar determinado negócio da companhia, ou para estabelecer certa situação de sujeição à sociedade, mas dificilmente será capaz de exercer todas as prerrogativas que o controlador legitimado pela Lei e pelo estatuto da companhia possui. Essa é a posição de Lamy e Bulhões.<sup>73</sup>

A simples relação das hipóteses de “controle externo” identificadas pela doutrina deixa evidente que há uma diferença essencial entre o poder de acionista controlador e a influência que pode ser exercida por aqueles que se encontram nas situações compreendidas no conceito de “controle externo”: (a) o poder de controle da companhia funda-se no exercício dos direitos de participação do acionista, enquanto a influência nas situações do chamado “controle externo” resulta de direitos de crédito contra a companhia ou em relação nos mercados; (b) o poder de controle é capacidade de dirigir ou determinar toda a atividade da companhia, enquanto a influência do chamado “controle externo” é sempre limitada a alguns negócios ou aspectos de sua vida; e (c) o fenômeno do poder de controle é peculiar às companhias e outros tipos associativos em que a vontade social é definida por maioria de votos, enquanto o “controle externo” pode ser exercido por qualquer jurídica e mesmo pessoa natural que exerça função empresarial.

Essa é uma questão importante, todavia de difícil aferição empírica, dado que o exercício do controle externo é algo oculto na prática das empresas e, por essa razão, não é fácil mensurar para efeitos comparativos.

#### 1.4 A qualificação jurídica do poder de controle

Para Rubens Requião,<sup>74</sup> o poder de controle possui uma natureza jurídica de bem imaterial análogo ao aviamento da companhia. Assim ele tece suas considerações sobre o tema:

Qual então a natureza jurídica do “controle”? Eis uma interessante questão de doutrina. Meditando sobre o tema propomos sua classificação na categoria dos bens imateriais.

O direito comercial moderno tem incluído em seu âmbito, depois de profundas pesquisas e debates entre seus mestres, uma categoria cada vez maior de bens chamados “imateriais ou incorpóreos”. Sabe-se, tomando-se um dos mais mezinhos exemplos, que o conjunto de bens considerados

<sup>73</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 831.

<sup>74</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2, p. 123.

unitariamente forma o fundo de comércio. Esse fundo adquire um valor global maior do que a soma de valores daqueles bens singulares, se a empresa for convenientemente organizada. Esse sobrevalor é o *aviamento*, na linguagem moderna dos comercialistas. O aviamento é a capacidade de a empresa gerar lucros, devido a excelência de sua organização. Seja ou não um atributo da clientela, constitui um bem imaterial, pois tem valor mensurável, no caso da venda do estabelecimento. Admite o direito italiano atual que seja ela objeto de lançamento contábil, em consequência da venda da *azienda*. O mesmo raciocínio aplicamos ao “controle” acionário da sociedade. O acionista, detendo suas ações, graças a elas adquire o poder de deliberar pela sociedade, e assegura, com isso, um sobrevalor, mensurável em termos econômicos do qual se apropria.

Requião<sup>75</sup> conclui ser o controle “apropriável, por ocupação, segundo os cânones do direito natural”.

Comparato discorda desse entendimento, opondo-se à comparação entre controle e aviamento. Para ele, o aviamento refere-se a uma organização de bens e à aptidão destes para produzir lucro, contudo o controle não é um bem da empresa, e sim um poder que se exerce sobre ela.

Portanto, o exercício do poder de controle pode ocorrer se a companhia possuir bom ou mau funcionamento, mas não se confunde com esse efeito. De acordo com Comparato, ao se enfrentar a questão da natureza jurídica do poder de controle, devem-se levar em conta todas as transformações<sup>76</sup> sofridas pelas sociedades anônimas ao longo do último século, tanto em relação à pulverização de capital quanto à concentração de poder.<sup>77</sup>

Verificou-se, ainda, que o investimento capitalístico em ações, além dessa tendência a dispersão, apresentava-se sempre mais despersonalizado, primeiro com a criação das ações ao portador, depois com o surgimento dos chamados investidores institucionais – fundos ou sociedades de investimento, fundos previdenciários, companhias de seguros – afastando, decididamente, a massa de acionistas da vida empresarial; ao passo que o poder de controle manifestava, desde logo, personalizado, e facilmente identificável como os novos “barões” da indústria e das finanças.

---

<sup>75</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2, p. 124.

<sup>76</sup> Destaca Comparato: “Observou-se, assim, que a grande sociedade por ações – anônima ou em comandita – ao contrário das primitivas sociedades comerciais, constituía-se quase sempre com duas espécies de participantes: um conjunto de investidores capitalistas, e um punhado de empresários, representando o núcleo de poder. Percebeu-se mais que, enquanto o investimento acionário sofria uma tendência centrífuga, no sentido de sua dispersão e mesmo da extrema pulverização, o núcleo de poder era, ao contrário, trabalhado por incoercíveis forças centrípetas, de reforço às suas prerrogativas de fato” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 91).

<sup>77</sup> *Ibidem*, p. 92.

Com base nessa nova ordem das coisas,<sup>78</sup> Comparato afirma que não se pode analisar o controle por meio das disciplinas jurídicas tradicionais, pois a tentação de enquadrar o conceito de controle aos esquemas clássicos estaria fadada ao insucesso.

Para Comparato, a empresa é sempre subordinada à sociedade. A exploração da primeira constitui o objeto social (art. 2.º da LSA) da segunda. Logo, o controle sobre a sociedade e a empresa não se dissocia, representando um único poder.

Por sua vez, Berle e Means<sup>79</sup> adotavam uma posição completamente diferente. Ambos conceituavam o controle como um bem social cujo valor pertence à própria companhia, e não a seus acionistas individualmente considerados.

Para Giuseppe Ferri,<sup>80</sup> o controle não se caracteriza como um direito sobre bens, mas se dá sobre a atividade empresarial. Ele assevera que o controle de uma sociedade por outra

[...] significa substancialmente, que a situação da sociedade controlada pode ser concretamente, determinada pela sociedade ou ente controlador. O controle exprime uma particular situação, em razão da qual um sujeito é capaz de marcar com a própria vontade a atividade econômica de uma determinada sociedade.

Claude Champaud,<sup>81</sup> por seu turno, analisava o exercício do poder de controle por meio de três condições: (i) a primeira refere-se a um patrimônio coletivo, em uma situação em que o titular não se encontra em condições de gerir os bens de sua propriedade; (ii) a segunda concerne à necessidade de delegação de poderes na administração patrimonial, isto é, de o poder ser concentrado nas mãos de algumas pessoas que administram os bens; (iii) a possibilidade de alteração desse “mandato coletivo” é a terceira condição para o aparecimento do controle. A “vontade social” expressa pela maioria recebe a atribuição das prerrogativas de

---

<sup>78</sup> Assinala Comparato que: “Diante dessa nova ordem das coisas, tornaram-se vãs todas as tentativas de explicação e de disciplinas jurídicas por meio dos institutos tradicionais. A ‘incorporação’ da nova sociedade desde os primórdios, como pessoa jurídica, permitiu que se afirmasse a sua qualidade de comerciante, ou, hodiernamente, de empresário” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015, p. 95).

<sup>79</sup> BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. New introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. New York: Ed. Revista, 1967.

<sup>80</sup> FERRI, Giuseppe. *Le Società. Trattato di Diritto Civile di Filippo Vassali*. Torino, 1971, v. 10, cit., n. 252 apud COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 105.

<sup>81</sup> CHAMPAUD, Claude. *Le Povoir de Concentracion*. Paris: Sirey, 1962. n. 178-181, p.152-159.

mandante e mandatário, “prerrogativas essas que confinam com a propriedade, sobre bens de que ela não pode se apoderar sem cometer um delito”. Por essa razão, Champaud entende que o controlador não pode manifestar o interesse de se apropriar dos bens sociais sob pena de cometer crime.

Dessa forma, segundo ele,<sup>82</sup> a situação de posse reflete o ânimo ou a intenção de presumir a propriedade ou a vontade de adquiri-la, e tal circunstância é vedada ao controlador.

Portanto, verifica-se que há muita controvérsia doutrinária sobre essa questão. E, após estudar diversas posições, Comparato<sup>83</sup> concluiu que controle não se caracteriza pela detenção de um bem, pois o controlador possui um poder que claramente não tem o detentor, o poder de dispor<sup>84</sup> dos bens. Por conseguinte, definiu que: “O controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica”.

Nesse mesmo sentido é a visão de Orlando Gomes,<sup>85</sup> que, segundo Rubens Requião, se manifestou a respeito da questão da seguinte maneira:

[...] o Prof. Orlando Gomes entre nós, concluiu que “quem controla uma sociedade é, na linguagem proprietarista, seu dono. O que distingue, porém, o controlador do proprietário é este quem tem o direito de dispor dos bens alheios, pouco importando – como se discute – se os bens sociais são da pessoa jurídica ou dos acionistas. Em qualquer hipótese, quem cede o controle de uma sociedade anônima não está a vender bens alheios”.

É justamente o que ocorre nas companhias atualmente. Os investidores perdem a propriedade<sup>86</sup> dos bens investidos na empresa em benefício da pessoa jurídica, aceitam uma propriedade estática de mera fruição.

---

<sup>82</sup> CHAMPAUD, Claude. *Le Povoir de Concentracion*. Paris: Sirey, 1962, n. 181, p.159.

<sup>83</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 104.

<sup>84</sup> Esse também é o entendimento de Fazzio Jr.: “Controlador é o que controla. Controlar é ter a disponibilidade sobre os bens de outrem não significa, necessariamente, ser dono. Controlar uma companhia é exercer o *jus abutendi* sobre seus bens, orientando-lhe a atividade econômica. É o sentido do vocábulo controlador, na LSA” (*Manual de direito comercial*. São Paulo: Atlas, 2000. p. 293).

<sup>85</sup> GOMES, Orlando. Tema de Sociedade Anônima. *Revista dos Tribunais* 429/13 apud REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2, p. 123.

<sup>86</sup> Nesse sentido manifestou-se Ripert: “O regime capitalista transformou os proprietários em credores. Retirou dos homens a posse das fábricas, das casas, dos veículos, das minas, das águas, dando-lhes, em troca, uma parte nos lucros realizada pela exploração destes bens” (RIPERT, G. *Aspects Juridiques du Capitalism Modern*. 2. ed. Paris: LGDJ, 1977, p. 132-133 apud COMPARATO,

Em outras palavras, cada vez mais, na prática societária, a noção de propriedade vem sendo substituída por um direito de crédito.

Essa nova dinâmica pode ser interpretada de diversas formas, mas podemos dizer com certeza que, sendo os acionistas investidores informados das “regras do jogo”<sup>87</sup> e tendo o controlador uma atuação dentro dos limites legais, há uma grande redução de risco para a higidez do sistema econômico e, de modo geral, para a sociedade.

O que se deve combater, como se verá no segundo capítulo, são situações em que o controlador abusa das prerrogativas conferidas por essa nova sistemática, violando os deveres fiduciários daqueles que abdicaram de seus bens almejando obter o retorno, por meio da fruição, em forma de dividendos.

Outra consideração importante feita por Lamy e Bulhões<sup>88</sup> refere-se à diferença entre o exercício do poder de controle e os direitos subjetivos inerentes à propriedade das ações, que podem assegurar a um acionista ou a um grupo de acionistas o controle da companhia:

O poder de controle da companhia não é poder jurídico contido no complexo de direitos de ação: cada ação confere apenas o direito (ou poder jurídico) de um voto. O poder de controle nasce do fato da reunião da mesma pessoa (ou grupo de pessoas) da quantidade de ações cujos direitos de voto, quando exercidos no mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações da assembleia geral. Não é, portanto, bem do patrimônio no sentido de objetivo de direito subjetivo apreciável economicamente.

Essa natureza do poder de controle fica evidente quando se considera que (a) não há norma legal que confira ou assegure o poder de controle: ele nasce do fato da afirmação do bloco de controle e deixa de existir com sua dissolução, (b) o poder de controle não é objeto de direito: não pode ser adquirido, nem transferido, independentemente do bloco de controle, que é a sua fonte e (c) o poder de controle não é direito subjetivo: o acionista controlador não pode pedir a tutela do Estado para obter que esse poder seja respeitado a não ser quando se manifesta por meio do exercício regular do direito (ou poder jurídico) de voto nas deliberações da assembleia geral.

Tecidas essas considerações acerca da natureza jurídica do controle, passamos a acompanhar sua posição na Lei acionária brasileira.

---

Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 108).

<sup>87</sup> Na expressão muito utilizada por Norberto Bobbio em obras célebres como *O futuro da democracia*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

<sup>88</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 827-828.

### 1.5 O conceito de poder de controle da Lei das S.A.

A Lei Societária brasileira abrange o poder de controle de modo indireto, ao definir seu exercício pelo acionista controlador. Ainda assim, da mera leitura do art. 116 da referida Lei se constata que o poder de controle é aquele exercido com imposição sobre a Assembleia Geral (órgão máximo da companhia), tanto para a definição dos administradores da companhia como para estabelecer seus rumos na direção das atividades sociais e orientação dos órgãos da administração.

O poder de controle, segundo Lamy e Bulhões,<sup>89</sup> “é o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída de votos da assembleia geral”. Como já aludido, todo grupo organizado com um escopo comum necessita de uma estrutura hierárquica, e em companhias não é diferente.

Nesse sentido, os criadores<sup>90</sup> do anteprojeto da Lei Societária definem que:

Segundo o modelo legal de organização, o poder político (ou supremo) na companhia compete à Assembleia Geral e – dentro desse órgão – à maioria dos acionistas com direito à voto: (a) Assembleia Geral é a reunião – regularmente convocada e instalada – dos acionistas; (b) o direito de voto conferido pelas ações é instrumento para que cada acionista possa participar das deliberações sociais e contribuir, com a expressão de sua vontade, para a formação da vontade social; (c) as deliberações da Assembleia Geral são tomadas por maioria de votos; e (d) por conseguinte, o poder político na companhia é exercido pelo conjunto dos acionistas que formam a maioria nas reuniões da Assembleia Geral.

O poder de controle existe quando a maioria da Assembleia Geral é pré-constituída mediante reunião na mesma pessoa, ou grupo de pessoas, da titularidade de direitos de voto que assegurem permanentemente a maioria nas reuniões da Assembleia Geral.

Comparato<sup>91</sup> manifesta-se acerca dessa opção legislativa salientando que há um feixe de funções atribuído ao acionista controlador:

Na economia da nova sociedade anônima, o controlador se afirma como seu mais recente órgão, ou, se preferir, a explicação funcional do mecanismo societário como o titular de um novo cargo social. Cargo, em sua mais vasta acepção jurídica, designa um centro de competência, envolvendo uma ou mais funções. O reconhecimento de um cargo, em qualquer tipo de organização, faz-se pela definição de funções próprias e

<sup>89</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 824.

<sup>90</sup> *Ibidem*, p. 825.

<sup>91</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 119.

necessárias. Ora, tais funções existem vinculadas à pessoa do controlador, pelo menos do acionista controlador. No vigente direito acionário brasileiro, elas podem resumir-se no poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais; ou, como se diz, no art. 116, alínea *b*, da Lei n.º 6.404/76, no poder de “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da companhia” (com o reconhecimento implícito de que o acionista controlador é um dos órgãos da companhia). Trata-se de um feixe de funções indispensáveis ao funcionamento de qualquer entidade coletiva – como assinalamos anteriormente – e especialmente da sociedade anônima. Poderia, sem dúvida, o legislador manter essas prerrogativas funcionais diluídas no corpo acionário, tal como ocorria no passado. Preferiu, no entanto, desde a Lei n.º 6.404/76, localizá-las na figura do controlador.

Para Fábio Ulhoa Coelho, o acionista controlador não possui, em relação às obrigações da companhia, deveres distintos daqueles impostos aos demais, e seu tratamento só é diferenciado no tocante ao regime das responsabilidades que lhe são impostas em caso de abuso do exercício do poder de controle. De acordo com o autor.<sup>92</sup>

O acionista controlador não tem, pelas obrigações da companhia, maior responsabilidade que os demais. Tal como qualquer outro acionista, ele responde, de forma limitada, apenas pela integralização de parte do capital social, dever que resta cumprido com o pagamento integral do preço de emissão das ações. Não existe, como regra, no direito brasileiro, hipótese de imputação de responsabilidade do controlador por obrigações da sociedade simplesmente em razão do exercício do poder de controle. Nas vezes em que o responsabiliza, de alguma forma, a lei pressupõe ilícitos, irregularidades ou fraudes (dele ou de administrador por ele escolhido).

[...]

A lei, contudo, reconhecendo a importância de acionistas dos mais variados perfis para o pleno desenvolvimento da empresa, e preocupada com o equilíbrio das relações de poder no interior da companhia, imputa ao controlador responsabilidade por danos causados com abuso de poder (art. 117).

Depois de verificar alguns fundamentos, segundo os quais se optou pela figura do acionista controlador para representar esse feixe de interesses que lhe foi designado, o passo seguinte é o exame do tratamento legal e, nesse contexto, de que forma o controlador foi conceituado.

---

<sup>92</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 312-313.

## 1.6 O conceito de acionista controlador da Lei 6.404/1976

O capítulo X da Lei Societária, referente ao tratamento legal dos acionistas, dedica sua Seção IV ao acionista controlador e o conceitua justamente no bojo da disposição de seus deveres, como se vislumbra adiante:

### SEÇÃO IV

#### Acionista Controlador

#### Deveres

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

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

#### Parágrafo único.

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

A Lei Societária, portanto, caracteriza como acionista controlador aquele que cumprir o conjunto de requisitos anteriormente colacionados. Então, não basta possuir os requisitos referentes aos votos necessários para decidir as deliberações sociais e eleger a maioria dos administradores, é preciso que se imponha, por meio desses administradores eleitos, sua vontade para dirigir a companhia, orientando o funcionamento dos órgãos sociais.

Pode ser acionista controlador a pessoa natural ou jurídica e, ainda, o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum.

O grupo de controle caracteriza-se por uma vinculação de acionistas que, por acordo tratado na Lei (art.118 da LSA) ou outro arranjo em exercício de controle



comum, acumulam os votos para lhes garantirem a soberania nas decisões sociais. Nesse sentido, os autores<sup>93</sup> do anteprojeto da Lei Societária afirmam:

O grupo controlador somente se configura quando os titulares de direito de voto que o compõem se acham vinculados por acordo de voto, ou sob controle comum, e somente caracteriza o grupo controlador o acordo pelo qual os acionistas se obrigam a exercer o seu direito de voto como instrumento para deterem em comum ou compartilharem o poder de controle. A interpretação da lei já conduzia a conclusão de que o acordo de acionistas pode ter por objetivo o controle da companhia, o que foi confirmado pela nova redação do *caput* do artigo 118 dada pela Lei n.º 10.303/2001, ao concluir expressamente o exercício do poder de controle como objeto dos acordos de acionistas.

Essa pessoa ou grupo de pessoas precisa ser titular de direitos de sócio, isto é, possuir os direitos de voto conferidos por ações a seus proprietários. Segundo Lamy e Bulhões,<sup>94</sup> “a lei usa a expressão ‘titular de direitos de sócio’ para abranger a hipótese de esses direitos serem exercidos por usufrutuários das ações”.

Dessa forma, a Lei Societária deixa nítido que o usufrutuário que exerce o poder de controle é aquele que detém os deveres e as responsabilidades inerentes a esse exercício.

Esses direitos devem lhe assegurar de modo permanente a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maior parte dos administradores da companhia.

O uso da expressão “modo permanente” impõe que o acionista que pretende se tornar controlador não apenas amealhe os votos necessários para que sua vontade triunfe em uma única assembleia geral, mas também que esse exercício tenha um caráter efetivo e perene, não se confundindo com uma maioria pré-constituída que consegue fazer com que suas decisões prevaleçam apenas em dado momento.

Nesse sentido, José Edwaldo Tavares Borba<sup>95</sup> assevera: “Trata-se de definição eminentemente centrada na realidade material, porquanto apenas considera controlador quem tem a maioria dos votos nas assembleias e, ao mesmo tempo, usa essa maioria para comandar a sociedade”. E depois conclui afirmando que “Quem tem a maioria e não a utiliza é sócio majoritário, mas não é controlador”.

---

<sup>93</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 819.

<sup>94</sup> *Ibidem*, p. 816.

<sup>95</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 350.

Segundo preceitua a Lei, esse poder ininterrupto e constante deve ser exercido para assegurar, além da maior parte nas deliberações da assembleia, a prerrogativa de eleger a maioria dos administradores.

Nesse caso, a utilização do termo “maioria” dos administradores é justificada porque é possível que, por disposições estatutárias, um acionista possua a maioria nas deliberações da Assembleia Geral, mas que não seja capaz de eleger a maioria dos administradores.<sup>96</sup>

Outra exigência cumulativa para que o acionista ou grupo de acionistas seja entendido como controlador é a aplicação efetiva de seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Sem afrontar as competências exclusivas de cada órgão, a Lei permite ao acionista controlador dirigir as atividades sociais, leia-se, determinar os rumos daquela companhia, e orientar os órgãos internos, desde que em condutas compatíveis com as disposições legais.

O parágrafo único do art. 116, por sua vez, impõe uma série de deveres ao controlador. O primeiro deles é que a esse poder seja atribuído com a finalidade de fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social.

Esse é o primeiro grande fator que limita o poder do acionista controlador: ele não pode ser utilizado para orientar a companhia em uma direção distinta daquela prevista em seu objeto social.

Nessa esteira, a Lei se completa de forma sistêmica ao dispor no art. 2.º que:

Art. 2.º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

§ 1.º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.

§ 2.º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.

---

<sup>96</sup> Nas palavras de Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto: “A lei exige que o acionista seja titular dos direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e detenha o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Sem a presença desses dois requisitos não está configurada a hipótese de acionista controlador. Em tese, pode ocorrer que determinado acionista seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral, mas não detenha o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Isso pode ocorrer quando há várias classes de ações que asseguram o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração, mas o acionista majoritário não tem a maioria das ações na maioria das classes” (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 157).

§ 3.º A companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.

Como se verifica, a norma define claramente que o objeto social da empresa não pode ser ilegal,<sup>97</sup> nem contrariar a ordem pública e os bons costumes. Mais que isso, o § 2.º dispõe que o “estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo”.

Com base nessa precisão, e conjugando-se os limites do art. 2.º com os deveres do parágrafo único do art. 116, tanto os acionistas como os investidores do mercado possuem um caminho norteador que fixa os limites daquele que exercerá o controle sobre as deliberações da sociedade.

---

<sup>97</sup> José Alexandre Tavares Guerreiro discorre acerca do tema do desvirtuamento do objeto social, salientando que esse desvio pode ocorrer ainda que sem a mutação de sua estrutura formal: “[...] Uma vez, porém, que me propus a uma análise do objeto social de dois pontos de vista – formal e substancial – tenho que distinguir entre a alteração formal do objeto social, que somente se verifica por meio de reforma estatutária deliberada por assembléia geral extraordinária, do *desvio do objeto social*, que corresponderia a uma *mutação substancial* do objeto social, por ato não agora dos acionistas, mas da administração. Tem razão Rubens Requião quando preleciona que a prática de ato afrontoso ao objeto social, por ato da administração da sociedade, evidentemente não altera o objeto social, mas o viola (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Saraiva, S. Paulo, 1980, p. 28). Esclarece o professor do Paraná que o administrador terá assim responsabilidade civil pelos prejuízos que causar. Tanto nessa hipótese quanto na mencionada hipótese de abuso de poder do acionista controlador consistente em orientar a companhia para fim estranho ao objeto social, há um desvio de finalidade, mas não mudança do objeto social, tanto que as sanções respectivas são de natureza reparatória, perante os acionistas discordantes. Observa Fábio Konder Comparato que, na Lei 6.404, a sanção prevista genericamente para o abuso de poder é apenas a de perdas e danos (*O Poder de Controle da Sociedade Anônima*, Forense, Rio, 1983, p. 305). Quanto à responsabilidade dos administradores, é patente, nos termos da lei, a identidade da sanção. Não se ensejando o recesso, demonstra-se que, em ambas as hipóteses, as bases essenciais do negócio jurídico societário se mantêm, sancionando-se exclusivamente o ato ou a conduta ilegítima. É notório o paralelismo do desvio de objeto social com o *détournement de pouvoir*, da doutrina publicística francesa, e da jurisprudência do *Conseil d’État* que se verifica quando uma decisão é tomada em vista de fim diverso daquele que a justificaria, segundo a lição de Laubadère, para quem o ato é ilegal: ‘en raison de soa but’ (*Manuel de Droit Administratif*, LGDJ, Paris, 1969, p. 114; no mesmo sentido, Marcello Caetano, *Princípios Fundamentais de Direito Administrativo*, Forense, Rio, 1977, p. 176; v., também, Fábio Konder Comparato, ob. cit., p.295 e ss.). 15. Como se vê, a consideração finalística, na matéria *sub examine*, parece decisiva para caracterizar o desvio do objeto social como autêntica espécie de desvio de poder e, portanto, para identificar a ocorrência dos denominados atos estranhos ao objeto social. Quem fala em fins, fala em interesse. Na sociedade anônima, a conduta de qualquer acionista, seja ou não controlador, deve sempre ter em vista o interesse social, assim como o procedimento, omissivo ou comissivo, dos administradores. Nessa perspectiva, como acentua Jaeger, a ênfase do interesse social se dá não tanto sobre a consecução do lucro pelos sócios através da distribuição de dividendos como sobre o exercício de uma atividade econômica por parte da sociedade, que é o instrumento para conseguir aquele resultado (L’Interesse Sociale, Giuffrè, Milão, 1972, pp. 197-198), o que coincide com as colocações antes referidas de Messineo e Galgano [...]” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre a interpretação do objeto social. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: RT, n. 54, p. 71-72, abr.-jun. 1984).

## 1.7 O caráter institucional disposto no parágrafo único do art. 116

Além das obrigações elencadas, o parágrafo único do art. 116 estabelece deveres e responsabilidades do acionista controlador para com os demais acionistas, isto é, os minoritários, com os que trabalham na empresa e com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

A maior parte da doutrina<sup>98</sup> interpretou nesse artigo a aplicação de um viés institucionalista ligado aos deveres do controlador, pois a Lei não se limitou à satisfação dos acionistas com a persecução do lucro e a distribuição de dividendos.

A Lei Acionária foi além, preocupou-se com os chamados *stakeholders*, como os trabalhadores que dependem economicamente da companhia – e que nela trabalham diariamente, e ainda com questões sociais e ambientais demonstradas pela preocupação com a comunidade em que a companhia se insere.

Evidencia-se, assim, mais uma inovação da Lei, que pode ser interpretada como uma antecipação da preocupação com uma série de direitos que em 1976 eram discutidos de modo muito incipiente, ou sequer eram debatidos, e nesse bojo podem-se incluir o direito ambiental, o direito do consumidor, entre outros.

Na própria exposição de motivos, os autores<sup>99</sup> do anteprojeto já ressaltavam que seria destacada de forma expressa a responsabilidade do controlador pelo impacto que sua atuação produzisse na comunidade, até mesmo em relação aos danos que causasse:

Na exposição da Justificativa com que o projeto da LSA foi remetida ao Congresso, essa disciplina legal do acionista controlador foi assim justificada: “ocorre que a empresa, sobretudo na escala que lhe impõe a economia moderna, tem poder e importância social de tal maneira relevante na comunidade que seus dirigentes devem assumir a primeira cena na vida econômica, seja para usufruir do justo reconhecimento que geram, seja para responder pelos agravos a que dão causa.

Seguindo essa linha, é importante verificar que no parágrafo único do art. 116 existem conjunções que distinguem cada uma das obrigações. Inicialmente, a

---

<sup>98</sup> Nesse sentido, posicionam-se Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho, Calixto Salomão Filho, entre outros.

<sup>99</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 815.

lei preconiza que o acionista controlador “deve usar o poder”, portanto não é uma faculdade, é uma imposição, e esse poder deve ser utilizado para algumas finalidades distintas.

A primeira delas é “realizar seu objeto”, ou seja, o objeto social definido pela companhia, que é a exploração econômica de determinada atividade visando ao lucro. Se a lei se limitasse a esse ponto, ela consagraria por norma o que, por via de regra, resta consubstanciado no estatuto social. Entretanto, o parágrafo prossegue e após a conjunção “e” vem a segunda finalidade: “cumprir a sua função social”.

Logo, o legislador impõe que o controlador seja responsável concomitantemente por fazer a empresa cumprir sua função social, que é de forma geral entendida no bojo da geração de empregos e distribuição de riqueza de maneira harmônica com a persecução do lucro.

No entanto, o legislador não cessa nesse ponto. Após mencionar a função social, seguida de uma vírgula e de nova conjunção “e”, observa-se a expressão “tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham”, em uma nova determinação de atribuições do controlador em relação aos demais acionistas e a todos os trabalhadores que prestam serviço para a companhia. Nessa parte da redação, foram prestigiadas tanto a busca por novos investidores que se veem representados expressamente na condição de minoritários, os quais poderiam exigir “deveres e responsabilidades” do controlador, como, são refletidas na Lei, as garantias ao trabalhador (ainda de forma menos abrangente e na prática societária brasileira pouco efetivas), que seriam consagradas futuramente na Constituição Federal de 1988.

O parágrafo prossegue e após nova conjunção “e” são impostos deveres e responsabilidades “para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”. Esse trecho poderia parecer redundante em relação ao exercício da função social, todavia sua colocação não é inócua.

O que se verifica da análise mais minuciosa desse dispositivo são obrigações que transcendem o escopo de lucro nitidamente influenciadas pelas teorias ligadas ao institucionalismo. Nesse sentido, destacou Requião:<sup>100</sup>

Ao raciocinar em termos de sociedade anônima como estrutura da grande empresa moderna, o pensamento oficial propendeu a fundamentar

---

<sup>100</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2, p. 13-14.

filosoficamente os estudos da reforma na *teoria da instituição*, formulada por Hauriou. A respeito desse tema, o Prof. Jean Escarra já havia esclarecido em seu *Manuel de Droit Commercial* que, desde o fim do último século, publicistas e comercialistas alemães foram os primeiros a descartar a noção de contrato, na constituição das sociedades anônimas. Essas tentativas se repetiram na França por Saleilles e Hariou, e, bem assim, por muitos comercialistas contemporâneos.

Essa posição doutrinária, como se disse, foi adotada pelas autoridades brasileiras na “Exposição de Motivos” a que aludimos anteriormente, em que traçaram os princípios doutrinários e os pressupostos básicos da reforma.

No mesmo sentido, Comparato<sup>101</sup> afirma que “A atividade empresarial deve ser exercida pelo empresário nas sociedades mercantis, não no interesse próprio, mas no interesse social, isto é, de todos os sócios (*uti socii*), trata-se, portanto, de um poder-dever, o meio caminho entre o *jus* e o *munus*”.

Nesse contexto, mostram-se pertinentes algumas considerações sobre o longo debate doutrinário que se desenvolveu entre o contratualismo e o institucionalismo.

Segundo a teoria contratualista, os contratantes podem disciplinar o funcionamento da sociedade da maneira que melhor satisfaça seus interesses. Em outras palavras, o interesse do sócio, como contratante, é o que importa.

Essa teoria se desenvolveu em diversas vertentes, em especial na França, onde se consagraram o liberalismo privatista e a autonomia da vontade das partes, de modo quase que absoluto.

Ao longo das décadas, essa autonomia foi sendo mitigada com a evolução do Direito em diversos setores (ambiental, trabalhista, consumidor etc.).

Todavia, na aplicação específica dessa teoria em relação às sociedades, ainda existem autores que, em prol de uma busca pela eficiência,<sup>102</sup> sustentam que a prioridade absoluta da sociedade deva ser o lucro de seus sócios, ou dos acionistas, no caso da sociedade anônima.

Nesse sentido, a teoria contratualista influenciou diretamente a formatação de modelos de governança no escopo de orientar a gestão das sociedades anônimas.

---

<sup>101</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 110.

<sup>102</sup> Conforme propagavam, de maneiras distintas, muitos autores da Escola de Chicago, como Milton Friedman e Richard Posner.

No ano de 2001, por exemplo, quando o mercado de capitais norte-americano atingia seu ápice de eficiência, Hansmann e Kraaman escreveram o artigo *The end of history for corporate law*,<sup>103</sup> que avocava para si a presunção de encerrar o debate acerca de qual seria a melhor estrutura organizativa de uma sociedade anônima.

Consoante tais autores, esse modelo seria nominado *the shareholder-oriented* (ou *standard*) *model*, que se baseia na chamada *shareholders primacy*, isto é, na primazia do acionista.

Para Hansmann e Kraaman, portanto, o modo de conduzir as sociedades anônimas, voltado para o escopo de distribuir dividendos aos acionistas, seria não só mais eficiente do ponto de vista teórico, como se comprovou empiricamente tratar-se do melhor modelo de organização empresarial.

Os autores compararam o modelo *shareholder's oriented* com outros formatos, como o *manager-oriented model*,<sup>104</sup> em que se verifica a centralização das ações nas mãos dos administradores, o *state-oriented model*, adotado na França e no Japão, segundo o qual o Estado exerce forte influência institucional sobre as companhias, e ainda o *labor-oriented model*, representado pelo sistema de cogestão implementado nas empresas alemãs, com maior participação dos empregados nas decisões da companhia.

Apresentaram, também, dados no sentido de que, enquanto esses outros sistemas estavam em declínio, o modelo defendido por eles imperava.

Um argumento relevante alegado para a defesa da primazia do acionista se baseia no caráter residual da distribuição de dividendos, isto é, a despeito de o acionista ser o sujeito que investe capital para a manutenção da empresa, ele é sempre o último a receber o retorno.

---

<sup>103</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The end of history for corporate law*. *Georgetown Law Journal*, n. 9, p. 439, 2001.

<sup>104</sup> O escopo do *managerist* (ou *management*) *model* era justamente mitigar o poder de controle nas mãos dos acionistas, porém, na prática, o deslocamento do centro das decisões para os administradores resultou em outros problemas. O primeiro deles foi que essa alteração não inibiu a possibilidade de que, em conluio, administradores e grupos de acionistas atuassem de forma abusiva. A segunda consequência, que ocorreu especialmente nos Estados Unidos, foi de casos de abuso por parte dos administradores agindo em conflito de interesses em relação àqueles que representam. Essa dicotomia de interesses entre outorgantes (acionistas – principal) e outorgados (administradores – agente) e seus problemas ficou conhecida pela doutrina como conflito de agência. Sobre o tema, cf. JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, July 1, 1976. Ainda sobre o assunto vide item 2.3.4 *infra*.

Antes da distribuição de dividendos, portanto, a companhia realiza o pagamento dos administradores e funcionários, dos fornecedores e outros credores ligados à estrutura do negócio, dos impostos e demais obrigações perante o Estado, e o acionista recebe sua parte em relação ao que investiu somente depois de todos esses interesses estarem satisfeitos.

Esse argumento possui o escopo de rebater as críticas de que o modelo orientado aos benefícios dos acionistas ignora os demais interesses sociais, quando, na opinião dos autores, ao se buscar a maximização dos lucros para os acionistas, em face dessa distribuição residual, primeiro ficam protegidos todos os demais interesses sociais.

Esse artigo foi objeto de algumas críticas,<sup>105</sup> entretanto, como (casuisticamente) havia prosperidade econômica entre as empresas que adotavam esse modelo, referida teoria ganhou papel de destaque acadêmico.

Contudo, após a crise norte-americana de títulos *sub prime* (ocorrida entre 2007 e 2009), que reverberou pelo mundo todo, os autores se viram compelidos a escrever um novo artigo em 2011,<sup>106</sup> no qual prestavam alguns esclarecimentos para reforçar sua tese, como se fosse uma espécie de retratação.

Apesar de Hansmann e Kraakman negarem esse viés, parte dos críticos via nesse segundo artigo uma forma de *mea culpa*, ainda que parcial, em especial pelo modo como se anunciou “o fim” da necessidade do debate acadêmico sobre a governança empresarial, no título de seu artigo anterior. Os autores contra-argumentaram que o título tinha o escopo de ser uma mera provocação acadêmica.

O fato é que essa visão contratualista, que privilegiava o interesse dos acionistas, encontra maior adesão no contexto norte-americano, em razão dos costumes negociais do país, do maior desenvolvimento de mercado e da diluição acionária maior do que na realidade brasileira.

---

<sup>105</sup> Em especial porque o artigo foi escrito em um momento em que os demais modelos passavam por um declínio e não foram consideradas experiências exitosas na experiência germânica de cogestão e na experiência japonesa. A crítica foi uma moldura de um momento propício para sustentar os argumentos dos subscritores do artigo. Outra questão que se colocou foi a comparação entre mercados de estruturas muito diferentes, a Alemanha, por exemplo, possui uma concentração acionária muito maior que os Estados Unidos e esse tipo de fator não foi aprofundado nos argumentos de Hansman e Kraakman.

<sup>106</sup> HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Reflections on the end of history for corporate law. In: RASHEED, A.; YOSHIKAW, T. (Ed.). *The convergence of corporate governance: promise and prospects*. Basingstoke: Palgrave-MacMillan, 2012. p. 32-48.



A teoria institucionalista, por sua vez, supera a noção de um pacto de vontades livre e autônomo como essência da sociedade e reconhece outros parâmetros, em que a estrutura societária abrange interesses que extrapolam a figura dos sócios.

Pautados no conceito de instituição como ente antecedente e maior que o mero interesse de seus participantes, desenvolvido por Maurice Hauriou,<sup>107</sup> alguns doutrinadores passaram a desenvolver a ideia de que a sociedade tem o escopo de integrar uma obra coletiva maior, sendo tolhida dos sócios a possibilidade de determinar todos os rumos da companhia.

Passariam estes, nessa concepção, a vincular-se a preceitos prévios estabelecidos para aquela sociedade, em detrimento de seus interesses particulares.

A teoria institucionalista<sup>108</sup> desenvolveu-se com Walter Rathenau,<sup>109</sup> o qual entendia que as consequências funcionais da sociedade deveriam atingir um determinado fim social, isto é, não apenas os interesses dos sócios devem figurar nas estruturas da sociedade, mas também todo um grupo de terceiros não sócios, que se vincula ou que pode ser afetado por aquela estrutura.

Um contraponto que se faz às teorias institucionalistas é que elas foram abraçadas pela doutrina, por vezes de forma idealizada, ignorando-se o importante fato de que, tanto na Itália quanto na Alemanha, foram utilizadas como instrumento para consolidar o poder de Estados totalitários (fascista e nazista, nos respectivos países) e subjugar o controle das empresas ao Estado, sob a premissa de que estas fariam parte de um bem maior.

O institucionalismo, nesse sentido – de instrumento de dominação –, é muito pouco divulgado tanto na Europa como no resto do mundo. Poucos autores abordam esse tema.

---

<sup>107</sup> HARIOU, Maurice. *Teoria dell' Istituzione e dela fundazione*. A cura di Wivdar Cesare Szforza. Milano: Giuffrè, 1967.

<sup>108</sup> Paula Andrea Forgioni relatou com precisão histórica o desenvolvimento das teorias institucionalistas na obra *A evolução do direito comercial brasileiro*. 2. ed. São Paulo: RT, 2012. p. 58-63.

<sup>109</sup> Rathenau, com sua concepção da “empresa em si”, sustentava que o poder de controle não se presta a servir os acionistas e investidores, e sim ao interesse público. Essa concepção influenciou a lei acionária alemã de 1937, em seu § 70, que dispunha que os diretores tinham o dever de dirigir os negócios sociais visando “o bem do estabelecimento”, dos seus empregados, da nação e do *Reich*. Esse artigo, segundo Comparato, foi a fonte do art. 116, § 7.º, do Decreto-lei 2.627, que regulou a sociedade por ações no Brasil de 26.09.1940 até ser revogado parcialmente pela Lei 6.404/1976. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 317.

Entre as exceções, Paula Andrea Forgioni expõe a forte influência da corrente institucionalista (representada por autores como Papi e Asquini)<sup>110</sup> como um instrumento ideológico para sustentar e fundamentar as ações do Estado totalitário fascista, de interferência direta e ingerência no seio do funcionamento das empresas, sempre se utilizando do discurso da defesa de “um bem maior”. A autora<sup>111</sup> revela a real finalidade da implementação do institucionalismo naquele momento histórico:

Os princípios fascistas inspiram o Codice Civile, que tem a Carta Del Lavoro como exposição de motivos. Esses comandos tornam-se “princípios gerais do ordenamento”, levando (i) à unificação do direito privado e (ii) à colocação epicentral da empresa. Isso porque, sendo o propósito declarado de legislador da época do fascismo o de fixar uma disciplina corporativa “totalitária”, apta a disciplinar toda atividade produtiva, no centro dessa disciplina era necessário colocar o empresário, ou, como se preferiu, a empresa e, assim, a organização profissional da atividade de produção e troca de coisas e de serviços, constituindo o centro em torno do qual se entrelaçavam interesses gerais e particulares.

[...]

A empresa não é erigida ao centro do sistema jurídico por consequência da consagração da liberdade econômica, mas vista como instrumento para a implementação do dirigismo estatal. A empresa em si assegura a “personificação indestrutível da entidade econômica”, permitindo seu controle pelo Estado. Fazendo da empresa pessoa econômica, sempre mais abstrata e livre do personalismo de quem a dirige, assegurando a continuação e a atividade do bem econômico acima dos interesses pessoais, “constrói-se o belo edifício da vida social, que cria com a empresa cada conquista e cada progresso”.

E os reflexos desse período são sentidos até hoje por nossa legislação, que se baseou muito nas normas italianas. Nesse sentido, Comparato<sup>112</sup> critica o *Codice Civile* de 1942 que, por influência do fascismo, atribuiu a qualidade de empresário à pessoa jurídica. Para ele, o controlador é o empresário, que deve atuar como um

---

<sup>110</sup> Em que pese sua atuação em apoio a um regime totalitário, de modo algum se podem desprezar as contribuições do referido autor para o Direito Comercial. Destaca-se, nesse sentido, sua teoria que estudava os perfis da empresa em quatro dimensões: objetiva (bens da empresa), subjetiva (empresário), funcional (atividade da empresa) e institucional (caráter institucional e sua sedimentação no contexto social) (ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 104, p. 108-126, out-dez. 1996).

<sup>111</sup> FORGIONI, Paula Andrea. *A evolução do direito comercial brasileiro*. 2. ed. São Paulo: RT, 2012. p. 58-63.

<sup>112</sup> Nas palavras de Comparato: “A solução encontrada para esse problema na doutrina italiana, na época em que a retórica fascista apregoava a supressão do capitalismo anônimo, com a promulgação do Código Civil de 1942, foi a de atribuir a qualidade de empresário a própria pessoa jurídica” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 117-119).

“centro de competência” para cumprir um feixe de funções (poderes-deveres) estipulados na Lei Societária.

A despeito desses fatos históricos, que relacionam a corrente institucionalista a regimes totalitários, não se mostra razoável condenar uma teoria por um singular comportamento humano em determinado período histórico, pois, como toda teoria, ela pode ter inúmeras formas de aplicação e interpretação.

Outro debate interessante em torno dessas duas visões distintas (contratualismo *versus* institucionalismo) acerca da empresa se deu entre Merrick Dood e Adolf Berle.

No ano de 1931, Berle escreveu um artigo defendendo que todos os poderes da companhia ou outorgados a seus administradores deveriam ser exercidos no interesse<sup>113</sup> de seus acionistas. Nesse artigo, ele afirma que as *corporations* são meros instrumentos para proteção dos interesses dos acionistas. Sugeriu, ainda, que qualquer outra função da companhia que não fosse direcionada a esse fim seria contrária à sua própria natureza.

Um ano depois, Dodd escreveu um artigo intitulado *For Whom are Corporate Managers Trustees?*, no qual desafiava as colocações de Berle. Para Dodd, as companhias possuíam obrigações que transcendiam o interesse dos acionistas.

De acordo com essa visão, os administradores deveriam ter a iniciativa de assumir responsabilidades em relação à comunidade, independentemente de imposições legais.

Nesse mesmo texto, Merrick Dodd cita a posição de administradores de grandes companhias sobre esse tema, como a General Electric, e alega que os grandes líderes empresariais deveriam passar a refletir sobre a importância de considerar sua responsabilidade social ao dirigir a empresa.

Dodd explica que responsabilidade social,<sup>114</sup> na acepção por ele empregada, significava que os administradores deveriam dar maior atenção a seus empregados

---

<sup>113</sup> Nas palavras de Berle: “all powers granted to a corporation or the management of a Corporation [...] are necessarily and at all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders as their interest appears” (*For whom corporate managers are trustees: a note. Harvard Law Review*, v. 45, p. 1365, 1932). Tradução livre: Todos os poderes assegurados à corporação ou à administração desta necessariamente e a todo tempo deve ser exercido no benefício proporcional de seus acionistas conforme seus interesses surgirem.

<sup>114</sup> Para Dodd, as companhias são “affected not only by the laws which regulate business but by the attitude of public and business opinion as to the social obligations of business” (DODD, E. M. *For whom are corporate managers trustees? Harvard Law Rev.*, n. 45, p. 1145-1163, 1932). Tradução livre: [...] afetadas não apenas pelas leis que regulam o negócio, mas pela repercussão da opinião pública e do mercado quanto às suas obrigações sociais.

e consumidores e que essa postura traria benefícios posteriores aos acionistas. Ele cita, ainda, uma série de exemplos práticos de ações que a companhia poderia tomar e que resultariam em frutos positivos a longo prazo, por exemplo, a prática de atividades filantrópicas.<sup>115</sup>

Esse debate teve grande repercussão no meio acadêmico norte-americano, que tem suscitado artigos científicos sobre o tema até os dias atuais.

Muitos anos depois, em 1954, Berle publicou uma obra<sup>116</sup> em que acabou reconhecendo que os argumentos de Dodd foram acolhidos pela jurisprudência norte-americana, o que viabilizou uma margem maior de atuação dos administradores em relação aos *stakeholders*. O livro de Berle foi publicado um ano após o julgamento do caso *A.P. Smith Manufacturing Company vs. Barlow (1953)*, pela Suprema Corte de Nova Jersey. Naquela decisão, se concretizou a possibilidade de as companhias efetuarem doações de natureza filantrópica, consagrando os argumentos utilizados por Dodd.

Feitos esses apontamentos, é importante salientar a posição de Rubens Requião<sup>117</sup> no sentido de que a companhia pode agregar elementos de contrato e instituição:

O mal, entretanto, do projeto da reforma, que se refletiu no sistema da lei hoje em vigor, foi precisamente o de não ter percebido que, se se pode admitir que a sociedade anônima configura, após a sua formação, uma *instituição*, não deixa ela de ser formada pelo *contrato*, e este da espécie *plurilateral*. Como instituição está voltada para a consecução do “bem comum”, visando primacialmente aos altos interesses coletivos, desvanecendo um tanto o interesse privado, perseguido pelos acionistas. Como *contrato* regula interesses pessoais de seus membros.

Sendo assim, a sociedade anônima guarda elementos de contrato<sup>118</sup> entre os acionistas, no momento da elaboração do estatuto social, e de instituição, quando

---

<sup>115</sup> É até curioso analisar esse debate nos dias atuais em que a capitalização da imagem das redes sociais é uma regra. As empresas buscam associar suas marcas a ações de caridade ou ligadas à questão ecológica, justamente na persecução do lucro pela captação de consumidores por meio de uma imagem que as torna “mais simpáticas” do que a concorrência. Naquela época, a visão de uma empresa doar recursos que seriam “bens dos sócios” para a caridade era, para muitos, considerada algo absurdo.

<sup>116</sup> BERLE, Adolf A. *The 20th Century Capitalist Revolution*. New York: Harcourt, Brace and Co, 1954.

<sup>117</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2, p. 14.

<sup>118</sup> É importante destacar que, mesmo considerando a interpretação institucionalista da companhia e das proteções legais a não acionistas, não se pode ignorar que a própria Lei 6.404/1976 remete em diversos momentos ao estatuto social. Esse fato se verifica em diversos dispositivos: art. 2.º, § 2.º (definição do objeto social); art. 6.º (modificação do capital social); art. 17, § 7.º (criação de *golden share* no caso de desestatização); art. 44, § 6.º (possibilidade de disposição diversa da lei em relação à regra de quórum para resgate de ações); art. 136 (possibilidade de impor um quórum maior do que

de seu ingresso no mercado em que sua atividade passa a produzir efeitos em relação aos demais atores protegidos pela lei, como os trabalhadores e a comunidade em que a sociedade atuar.

### 1.8 As sociedades controladoras

Além de tratar do acionista controlador, a Lei de Sociedade por Ações regulou a figura da sociedade controladora nos termos do art. 243, § 2.º:

Art. 243. [...] [...]

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

Da leitura do dispositivo verifica-se que foram respeitadas as premissas assinaladas no art. 116, suprimindo o requisito do efetivo poder de controle previsto na alínea *b*, possivelmente para evitar a redundância, pois, uma vez que se está tratando da relação entre sociedades controladora e controlada, a relação de sujeição se mostra inerente.

Observa-se, ainda, que foram abarcadas nesse artigo as estruturas piramidais de controle, uma vez que não há restrição ao controle direto, sendo mencionado expressamente que ele pode ser exercido “através de outras controladas”, o que confere um tratamento legal no ordenamento para os grupos de sociedades.

Assim, temos que a lei admitiu o controle intersocietário somente para aqueles grupos de sociedade constituídos por uma convenção celebrada entre as sociedades nos termos do art. 265, o qual dispõe:

Art. 265. A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste Capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção pela qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos

---

o legal para as deliberações arroladas nesse artigo); art. 166, IV (referente à necessidade de alteração do estatuto para aumento de capital social). Desse modo, segundo a própria Lei acionária, a companhia seria uma instituição sujeita a regras contratuais.

respectivos objetos, ou a participar de atividades ou empreendimentos comuns.

§ 1.º A sociedade controladora, ou de comando do grupo, deve ser brasileira, e exercer, direta ou indiretamente, e de modo permanente, o controle das sociedades filiadas, como titular de direitos de sócio ou acionista, ou mediante acordo com outros sócios ou acionistas.

§ 2.º A participação recíproca das sociedades do grupo obedecerá ao disposto no artigo 244.

A Lei 6.404/1976 estabelece, assim, balizas para o funcionamento dos grupos societários, com a condição de que a sociedade de comando de tais grupos seja brasileira, e repete a disposição do art. 116 sobre a necessidade de exercício do controle de modo permanente. Ainda se restringem às participações recíprocas entre companhias coligadas ou controladas nos termos do art. 244<sup>119</sup>.

Determina-se, também, que as sociedades controladas mantenham sua personalidade jurídica e seu patrimônio individualizado nos termos do art. 166:

As relações entre as sociedades, a estrutura administrativa do grupo e a coordenação ou subordinação dos administradores das sociedades filiadas serão estabelecidas na convenção do grupo, mas cada sociedade conservará personalidade e patrimônios distintos.

Portanto, em relação ao “grupos de direito”<sup>120</sup> (que possuem convenção celebrada e cumprem os requisitos legais), foi atribuído um regime jurídico

<sup>119</sup> Referido artigo dispõe o seguinte: “É vedada a participação recíproca entre a companhia e suas coligadas ou controladas.

§ 1.º O disposto neste artigo não se aplica ao caso em que ao menos uma das sociedades participa de outra com observância das condições em que a lei autoriza a aquisição das próprias ações (artigo 30, § 1.º, alínea b).

§ 2.º As ações do capital da controladora, de propriedade da controlada, terão suspenso o direito de voto.

§ 3.º O disposto no § 2.º do artigo 30, aplica-se à aquisição de ações da companhia aberta por suas coligadas e controladas.

§ 4.º No caso do § 1.º, a sociedade deverá alienar, dentro de 6 (seis) meses, as ações ou quotas que excederem do valor dos lucros ou reservas, sempre que esses sofrerem redução.

§ 5.º A participação recíproca, quando ocorrer em virtude de incorporação, fusão ou cisão, ou da aquisição, pela companhia, do controle de sociedade, deverá ser mencionada nos relatórios e demonstrações financeiras de ambas as sociedades, e será eliminada no prazo máximo de 1 (um) ano; no caso de coligadas, salvo acordo em contrário, deverão ser alienadas as ações ou quotas de aquisição mais recente ou, se da mesma data, que representem menor porcentagem do capital social.

§ 6.º A aquisição de ações ou quotas de que resulte participação recíproca com violação ao disposto neste artigo importa responsabilidade civil solidária dos administradores da sociedade, equiparando-se, para efeitos penais, à compra ilegal das próprias ações”.

<sup>120</sup> Nelson Eizirik e Arnoldo Wald destacaram essa inovação na Lei Societária: “[...] a necessidade de uma convenção expressa entre a sociedade controladora e suas controladas, obrigando-as à realização dos respectivos objetos ou à participação em atividades ou empreendimentos comuns, bem como a obrigatoriedade da publicação e do registro da referida convenção, qualifica a

excepcional por meio do qual se admite a submissão de determinados interesses da sociedade controlada àqueles do grupo liderado pela sociedade controladora ou à política daquele grupo de sociedades.

No que toca à jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça,<sup>121</sup> ela nos traz certa diretriz do que vem a ser o controle exercido por outra sociedade, ao afirmar que:

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

Após analisar o conceito de poder de controle e sua inserção na Lei 6.404/1976 na figura do acionista controlador e das sociedades controladoras, passaremos ao exame dos casos de abuso desse poder, seu conceito e as formas mais recorrentes dessa situação.

---

associação como 'grupo de sociedades de direito'" (O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *RDM*, v. 61, p. 54-58, 1986).

<sup>121</sup> STJ, REsp 556.265/RJ, Min. Barros Monteiro, *DJ* 13.02.2006, p. 803.

## 2. DO ABUSO DO PODER DE CONTROLE

### 2.1 O conceito de abuso do poder de controle

Inicialmente, é importante frisar que, independentemente de os ordenamentos jurídicos incluírem ou não um tratamento expresso acerca do poder de controle, ele sempre existiu como realidade fática, pois não há sociedade sem governança.

Posto isso, e partindo-se daquela máxima popular que diz que o “poder corrompe”,<sup>122</sup> observamos que não são raros os casos de abuso do poder de controle desde o início das sociedades comerciais organizadas hierarquicamente.

Nessa esteira, à medida que o Direito foi se consolidando com a evolução da sociedade, novos instrumentos surgiram para identificar os abusos praticados e reprimi-los.

Nesse mesmo passo, a doutrina se encarregou de pesquisar os casos de abuso de poder de controle e suas respectivas repercussões para o Direito.

Tal estudo teve seu berço no direito administrativo e originalmente destinava-se a discorrer sobre o abuso de poder do Estado soberano. Como as companhias necessitam de uma regra de governança, e havia a opção legislativa pela inclusão de um agente (acionista controlador) que exerce a soberania nas decisões sociais (como exposto no capítulo anterior) e recebeu a atribuição de um poder-dever, é patente sua aplicação ao caso das companhias e a seu soberano.

Comparato,<sup>123</sup> ao tratar desse tema, traça uma distinção entre desvio e excesso (de poder) como duas modalidades diferentes do abuso de poder de controle. O desvio significa que algo seguia um determinado rumo para atingir um objetivo e, por algum motivo, se afastou dessa direção.

Ele ainda adverte que o desvio de finalidade pode ser compatível com as regras de procedimento formal que disciplinam o exercício do poder, o que o torna

---

<sup>122</sup> Derivada da frase de John Emerich Edward Dalberg-Acton: “O poder tende a corromper, e o poder absoluto corrompe absolutamente, de modo que os grandes homens são quase sempre homens maus” (*Letters of Lord Acton to Mary, Daughter of the Right Hon. W.E. Gladstone*. 2. ed. London: Macmillan, 1913).

<sup>123</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 316.



perigoso pelas dificuldades de apontar os predicados para comprovar a ilicitude. Nas palavras do autor:

[...] o desvio de poder consiste, assim, num afastamento não da forma mas do espírito da lei, representando ato típico de *fraus legi*, e não *contra legem*, segundo a conhecida advertência de Paulo: *contra legem facit qui id facit quod lex prohibet; in fraudem vero, qui salvis verbis legis, sententiam eius circumvenit.*

Portanto, pode um agente seguir estritamente os requisitos legais sob o aspecto formal, mesmo que sua intenção seja realizar algo nocivo à companhia. Nesse caso há uma intenção de fraudar a lei (*fraus legi*) mascarada por conduta com base na forma prescrita pela norma.

Diferente, por sua vez, do desvio é o excesso, quando a intenção do agente é perseguir os fins consagrados pela Lei, mas ao praticá-la ele extrapola seus limites de atuação e contraditoriamente acaba por invadir a esfera jurídica alheia. O autor enumera, ainda, outra forma de abuso, decorrente da antijuridicidade. Nesse caso, o agente exerce o poder sem norma (poder de fato), condição típica de casos de controle externo.

Modesto Carvalhosa,<sup>124</sup> de forma similar, distingue desvio de poder (*detournement de pouvoir*), abuso de direito (*abus de droit*) e abuso de poder (*abus de pouvoir, fraud on the minority*). Para ele, ocorre desvio quando “o agente, embora observando as formalidades e não cometendo violação alguma expressa em lei, exerce seu poder com uma finalidade diversa daquela para a qual lhe foi conferida essa prerrogativa”.

O abuso do direito manifesta-se quando, no exercício de seus direitos subjetivos, “desvirtue, sem um motivo legítimo ou com inobservância do princípio da boa-fé (arts. 113 e 422 do Código Civil), a finalidade econômica ou social do instituto jurídico”. O abuso de poder, para Carvalhosa,<sup>125</sup> ocorre no momento em que o agente extrapola as prerrogativas que lhe são conferidas por lei, quando, por exemplo, exerce o poder na companhia violando o direito dos acionistas minoritários, para fins egoísticos, seja para causar dano, seja para obter enriquecimento ilícito ou outra vantagem indevida. Ele destaca três elementos caracterizadores da conduta abusiva do controlador: “primeiro, o exercício do poder-dever de controle; segundo,

<sup>124</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*: arts. 75 a 157. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 621-622.

<sup>125</sup> *Idem, ibidem.*

a antijuridicidade (ilicitude desse exercício); terceiro, o prejuízo que daí decorre para a companhia, seus acionistas minoritários e demais pessoas, entidades e comunidades referidas”.

Waldirio Bulgarelli<sup>126</sup> define que “O abuso do poder de controle caracteriza-se pela prática de uma infração no exercício da prerrogativa legal do controle acionário”.

Referido abuso caracteriza-se quando o controlador não resguarda os interesses da própria sociedade, e sim interesses pessoais, seja em proveito próprio, seja quando beneficia um determinado grupo de acionistas ou entidades a ele ligadas em detrimento da sociedade.

Tratando-se de sociedades anônimas, o abuso de poder de controle resta caracterizado quando o controlador extrapola seu direito legal e, seduzido pelo poder, confunde bens alheios com bens próprios e usa de todas as vantagens que possui para suprir seus próprios interesses ferindo o direito de terceiros e desprezando o interesse social. Nos ensinamentos de Lamy e Bulhões:<sup>127</sup>

O abuso de poder de controle é mais frequente, mais sutil e mais prejudicial à minoria do que o abuso de direito de voto pela maioria eventual. Dispondo do comando permanente da máquina social, elegendo ou destituindo os administradores, transformando interesses próprios e desejos individuais em deliberações assembleares, e completando-as com atos administrativos, usando a sociedade como bem seu para obter ou trocar favores – o acionista controlador, muita vez, é induzido, pelas facilidades que se lhe abrem, a confundir um interesse próprio com o da sociedade que domina. Julga-se ser a própria companhia, ao exercer o “poder soberano”, como diz Comparato, implantando, com frequência, a “tirania da maioria”, irresponsável perante os demais acionistas e tentando todos os expedientes e aventuras para conservar e ou ampliar seu poder.

É levado, assim, o controlador, a violar o seu dever básico, primordial – como gestor que é, de bens alheios – de decidir no interesse comum dos sócios, esquecido de que o poder de que frui é admitido pela lei apenas para esse fim, e dentro desse limite.

Nesse mesmo sentido, para Nelson Eizirik,<sup>128</sup> o abuso de poder:

[...] constitui instituto de direito administrativo adotado na Lei das S.A., mediante o qual se busca caracterizar aquelas medidas do acionista controlador em respeito formal à lei, mas visando a interesses extrassociais e lesivos aos minoritários, investidores, empregados e a própria comunidade onde a sociedade desenvolve suas atividades.

<sup>126</sup> BULGARELLI, Waldirio. *A proteção das minorias nas S.A.* São Paulo: Pioneira, 1975. p. 95.

<sup>127</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 842.

<sup>128</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 374.

A respeito, tanto a Lei das S.A como a regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM estabelecem o princípio básico de que constitui abuso de poder de controle qualquer decisão que não tenha por finalidade o interesse social, mas que vise a beneficiar exclusivamente o acionista controlador, em detrimento da sociedade, dos acionistas minoritários e de terceiros.

Em nosso ordenamento existe uma tendência de o controlador, por vezes, tratar a companhia como sua. Nessa direção, já advertia Waldemar Ferreira<sup>129</sup> que “a sociedade é a sociedade. Sócios os sócios. O que é dela não é deles. O que é deles só a eles pertence e não a ela. Tem cada um o seu patrimônio. E cada um os seus direitos e obrigações”. A partir do momento em que o controlador usa seu poder perante a companhia, para fins estranhos ao objeto social, ou com inadequação em relação à razão de ser daquela sociedade, verifica-se o abuso.

Com base em colocações da doutrina invocada *supra*, verificamos que o abuso do poder de controle apresenta os seguintes elementos: (i) quebra dos deveres fiduciários impostos ao controlador no parágrafo único do art. 116; (ii) decorre de ato praticado visando unicamente aos interesses do controlador; (iii) ocorre em detrimento dos demais acionistas, investidores, trabalhadores e da sociedade em que atua; (iv) pode se dar sem violação formal (aparente) à lei, mas com desvio de sua finalidade; (iv) pode acontecer de modo antijurídico (no caso do controle externo).

Em face dessas situações, o legislador pátrio delineou tratamento específico para tal questão na Lei Societária, como será visto no tópico seguinte.

## **2.2 O tratamento do abuso de poder de controle na Lei das S.A.**

O art. 117 da Lei 6.404/1976 preceitua a responsabilidade do controlador pelos danos decorrentes do abuso de poder, bem como enumera o rol exemplificativo de condutas que caracterizam esse exercício como abusivo:

---

<sup>129</sup> FERREIRA, Waldemar. *Sociedades comerciais irregulares*. São Paulo: Editora Limitada, 1927. p. 114.

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

§ 1.º São modalidades de exercício abusivo de poder:

a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Analisando-se o rol do artigo mencionado, pode-se constatar que Lamy e Bulhões procuraram abranger inúmeras situações que, desde a época da elaboração da lei, já podiam ser identificadas.

A alínea a do § 1.º do art. 117 trata como abusivo o ato de orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional. Essa

expressão “interesse nacional” remonta àquela questão delineada anteriormente acerca do institucionalismo e da influência de um Estado totalitário.

Esse trecho da alínea *a* referente ao interesse nacional aparenta tratar-se um “gatilho” legal para que se exerça influência estatal nas empresas (ainda sob influência da Lei Societária alemã de 1937 e do *Codice Civile* de 1942, sob a premissa de haver atos do controlador contrários aos interesses da nação, mas que caiu em desuso).

Essa alínea poderia ser utilizada de forma distinta, como instrumento de sanção a danos graves que comprometem a imagem do Estado, como quando há abusos praticados em companhia cujo controle é estatal, por exemplo, a Petrobras, ou pela destruição de suas riquezas naturais, desde que sejam comprovados o abuso de poder de controle somado e o ato que gerou dano aos interesses da nação.

O escopo mais objetivo dessa alínea refere-se ao objeto social da empresa, que pode ser facilmente verificado no estatuto da companhia.

Como já apontado no item 1.7, o art. 2.º da Lei das S.A. impõe que o objeto social seja delimitado de forma detalhada. Assim toda prática que não se coaduna com o estatuto da companhia caracteriza-se como abusiva<sup>130</sup>.

---

<sup>130</sup> Como ocorreu no Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2001/4474, que apurou uma série de abusos praticados na companhia SAM Indústrias S.A. Nesse caso, verificou-se que o acionista controlador Daniel Benasayag Birmann orientou a companhia no sentido de alienar os seus ativos produtivos (que eram as empresas Ficap S.A. e da Marvin Ltda.) e passou apenas a fomentar empréstimos no seu interesse, desvirtuando, assim, o objeto social da empresa. Nas palavras do Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade, “a companhia passou a ser, na prática, uma ‘holding’, passando a efetuar mais empréstimos para as empresas do Grupo Arbi, notadamente para seu acionista controlador (Arbi Participações S.A. atualmente Boulder Participações Ltda.), a juros baixos ou até mesmo inexistentes”. Em outras palavras, o controlador utilizava a companhia para financiar outras empresas ligadas a ele, em condições não equitativas. Diante dessas condutas, restou caracterizado o desvio de objeto social, a adoção de políticas que não possuíam como finalidade o interesse da companhia, além de ter realizado uma reestruturação societária e alienações em seu interesse exclusivo. Foi essa a conclusão do Diretor Relator: “Assim sendo, entendo comprovada a ocorrência de grave abuso de poder de controle, na tipificação constante das alíneas ‘a’ (levar a companhia a favorecer outra sociedade em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia), ‘c’ (promover a adoção de políticas e decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários), e ‘f’ (contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas) do § 1.º do art. 117 da Lei 6.404/76. Nesse caso, o acionista controlador foi condenado nos seguintes termos: ‘impor-se a Daniel Benasayag Birmann, por infração ao disposto no art. 117, § 1.º, alíneas ‘a’, ‘c’ e ‘f’ da Lei 6.404/76, pena de R\$ 243.175.211,40, montante equivalente ao triplo do valor correspondente a 50% dos mútuos existentes em 31.03.2000 (R\$ 81.058.403,803), na forma do inciso II, § 1.º, II e § 2.º do art. 11 da Lei 6.385/76, tendo em vista ser o indiciado reincidente, conforme acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional n.º 4006/03, publicado no *DOU* em 03.06.2003, que manteve a decisão da CVM no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2000/4546’. Ainda foi aplicada cumulativamente a pena de inabilitação por dois anos para o exercício da administração de companhia aberta ou entidade de

Outro ponto importante nesse contexto é a preocupação do legislador de mencionar expressamente os sujeitos passivos desse abuso, caracterizados na pessoa dos acionistas minoritários, do acervo da companhia e da própria economia nacional.

Novamente, ao se referir a economia nacional, constata-se o viés institucionalista no escopo de ser possível tutelar danos provocados de forma mais difusa.

Na alínea *b* § 1.º do art. 117, busca-se proteger o patrimônio da empresa de eventual dilapidação, por liquidação de companhia próspera ou por operações que acabem por prejudicar os acionistas minoritários, obtendo, o controlador, “para si ou para outrem vantagem indevida”. O termo é tecnicamente bem colocado e remonta a expressões utilizadas em partes de artigos do Código Penal.

Por seu turno, a letra *c* trata de forma abrangente sobre decisões e alterações na companhia que prejudiquem os acionistas minoritários, bem como os demais *stakeholders*, incluindo, de forma expressa, a figura dos trabalhadores.

Segundo Carvalhosa,<sup>131</sup> essa alínea contempla três condutas distintas de antijuridicidade, que ele entendeu conveniente ordená-las:

Desse modo, a primeira de enorme gravidade, é a adoção de políticas ou de decisões que não tenham por fim o interesse social. A segunda, igualmente grave, é a de promover a alteração estatutária que não tenha por fim o interesse social. E a terceira, de grave efeito fora do âmbito da companhia, a emissão de valores mobiliários que visem a causar prejuízos aos investidores e aos próprios acionistas minoritários.

Na alínea *d*, o legislador tratou da responsabilidade pela eleição de profissional inapto moral ou tecnicamente, que, no Brasil, por conta da estrutura de aparelhamento político de cargos públicos, hoje é algo corriqueiro<sup>132</sup> em companhias controladas pelo Estado.

Na alínea *e*, encontra-se prevista a conduta mais incisiva que abrange quase todas as outras desse artigo, que é a situação de o controlador “induzir, ou

---

distribuição de valores por infração dos arts. 153 e 154, § 2.º, da Lei 6.404/76, pelas irregularidades que ele praticou nessa condição” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 126/2015. Acesso à informação. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050330\\_PAS\\_RJ20014474.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050330_PAS_RJ20014474.pdf)>. Acesso em: 5 ago. 2017).

<sup>131</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*: arts. 75 a 157. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 646.

<sup>132</sup> Como se verifica diariamente retratado pela imprensa, em especial por conta dos desdobramentos da operação conjunta das forças estatais denominada “Lava Jato”.

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

Nesse ponto, verifica-se de forma explícita, na norma, o reconhecimento de que os abusos sob a orientação do controlador, muitas vezes, ocorrem em circunstâncias outras que não nas votações em assembleia. Nas palavras de Marcelo Bertoldi:<sup>133</sup>

[...] se por um lado se diz que o poder de controle se exterioriza na assembleia geral da companhia, isso não quer significar que o rol do § 1.º art. 117 somente se verifica se tais ações forem praticadas ou delineadas nas assembleias, na medida em que também fora da reunião acionária, mediante “orientação” informal ao Conselho de Administração ou diretoria, o controlador pode cometer abusos.

Esse ponto é crucial, porque, na prática, os casos de abuso de poder de controle distintos do voto em assembleia decorrem justamente de ações imediatas dos administradores e remotas do controlador que deu a ordem, ou que, mesmo ciente de ação abusiva, omitiu-se em orientar a companhia de forma diversa<sup>134</sup>.

Ensina José Alexandre Tavares Guerreiro, em seu artigo A sociologia do poder na Sociedade Anônima,<sup>135</sup> que existe uma influência direta do controlador em face dos administradores e sua possibilidade de responsabilização, conforme se verifica em trecho do artigo referido:

[...] No que tange ao poder do acionista controlador, tem ele foro próprio, que vem a ser a assembleia geral, em que seu voto prepondera, mas é inegável que o exercício daquele poder se verifica também fora da assembleia geral, mediante a utilização de uma força informal, insuficientemente normatizada, que se traduz na fórmula legislada de “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

Dir-se-á que o elenco não taxativo de modalidades de abuso do poder de controle, que a Lei 6.404 registra no art. 117, § 1.º, compreende não só o abuso do direito de voto em assembleia geral, mas também o abuso do poder verificado fora da reunião acionária, mediante ordens e determinações sem forma nem figura, impostas ao Conselho de Administração e/ou aos diretores sem qualquer formalidade.

<sup>133</sup> BERTOLDI, Marcelo M. O poder de controle na Sociedade Anônima: alguns aspectos. *Revista de Direito Mercantil*, n. 118, p. 62-76, abr.-jun. 2000.

<sup>134</sup> O que acarretaria a omissão preconizada na alínea g do § 1.º do art. 117, que veda ao controlador se eximir de apurar e reportar irregularidades na companhia.

<sup>135</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 77, p. 50, 1990.

Claro está que as ordens e determinações que redundam em ilícito serão manifestadas com fundamento último no poder de destituir os administradores, o que expressa uma espécie de coação branca que escapa da transparência legalmente necessária das deliberações tomadas em assembleia geral.

Com amparo nas palavras de Tavares Guerreiro, constata-se que diversos danos causados a grandes companhias decorreram de atos preceituados na alínea e do art. 117 (acerca da quebra de deveres fiduciários dos administradores por ação ou influência do controlador).

É muito raro verificar uma prática reiterada, relacionada a um grande volume de capital, a respeito da qual o controlador não tenha sido consultado pela diretoria e/ou pelo conselho de administração, em especial ao considerar-se a realidade de capital concentrado de nosso país.

Ademais, existe no Brasil a prática frequente de ingerência do controlador sobre as atividades executivas da empresa. Em termos de poder de controle, essa prática guarda até uma maior ressonância, sendo muito mais conveniente ao controlador agir nos bastidores em relação a determinados temas do que trazê-los a público para discussão em assembleia.

Em contrapartida, a posição dos administradores, ao pretenderem opor-se a certas determinações do controlador, se mostra muito delicada.

Em primeiro lugar, em função da possibilidade de demissão *ad nutum*, e, em segundo lugar, porque o mercado de grandes executivos é um meio hermético, em que as grandes empresas se conhecem.

Um administrador de uma grande companhia que possui um histórico de estar sempre questionando, ainda que com razão, as orientações firmadas pelo controlador (sejam elas transmitidas diretamente, ou ainda repassadas por membro do conselho de administração) pode ter “as portas fechadas” nesse mercado.

Efetivamente, os administradores podem ser influenciados a ponto de se tornarem uma mera *longa manus* do controlador, sob pena de, ao recusarem tal condição, serem demitidos sumariamente.

Justamente com o fulcro de inibir essa subordinação “extraestatutária” ao controlador para práticas nocivas à companhia é que o § 2.º do art. 117 preceitua a solidariedade do administrador ou fiscal que, influenciado pelo administrador, passa a responder da mesma forma pelo ato ilegal.



Em que pese o fato de a prática referida ser evidenciada no ambiente societário nacional, não se pode traçar uma relação direta entre essa influência e a figura do controlador. Atitudes similares de influência por parte de acionistas em relação à atuação dos administradores foram constatadas pela doutrina<sup>136</sup> de países onde predomina o controle concentrado, mas não existe na lei positivada a figura do acionista controlador. Nesse sentido, Lamy e Bulhões,<sup>137</sup> citando as observações de Galgano, afirmam que:

Na maioria das legislações dos países europeus continua a prevalecer modelo de companhia em que a Assembleia Geral tem menos atribuições que na lei brasileira, os órgãos administrativos são considerados autônomos, e não há disciplina legal do poder de controle. Daí não se infira, todavia, que naqueles países não exista poder hierárquico de acionistas sobre os administradores. É fácil encontrar na doutrina estrangeira a confirmação de que a realidade não é ali diferente da brasileira. Assim, Galgano (1960, p.37-38) observa: “O fato de a assembleia não poder mais, como no passado, dar ordens aos administradores, produz essa única diferença com relação ao passado: o grupo de comando pode hoje dar ordens aos administradores fora da assembleia e, portanto, fora de qualquer controle da minoria. Isto não ocorre mais oficialmente, mas secretamente ou, se preferir, confidencialmente”.

Assim, pode-se concluir que, em que pesem as estruturas formais e o tratamento legislativo dado, o fator humano sempre vai existir e as relações entre acionistas e administradores podem ultrapassar os limites das previsões formais. Como disse Paulo Salvador Frontini:<sup>138</sup> “a dialética do poder, no âmbito da sociedade anônima, não se equaciona a partir de raciocínios lineares”. Desse modo, por mais que as relações societárias sejam disciplinadas e “guardem em seu âmago uma férrea lógica formal, certamente são incompatíveis com todas as flexões que a dinâmica societária revela”.

<sup>136</sup> Acerca desse tema, a pesquisa de Rafael La porta, Florencio Lopez de Silanes e Andrei Shleifer traz exemplos de empresas em que se verificam situações de extração de benefícios particulares similares às que ocorrem no Brasil em outros países onde não existe na Lei, de forma expressa, a figura do controlador (LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership around the world. Harvard Institute of Economic Research Paper* n. 1840, Aug. 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=103130>>. Acesso em: 23 set. 2017).

<sup>137</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1, p. 819.

<sup>138</sup> FRONTINI, Paulo Salvador, Sociedade Anônima – Direito de retirada – Recesso de dissidente – Lei Lobão: um precedente judicial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 86, p. 77, abr.-jun.1982.

Isso não diminui a importância de se buscar, do melhor modo possível, um tratamento legal e estruturas que organizem essas relações da forma mais hígida e adequada aos interesses da sociedade.

Seguindo na análise do parágrafo único do art. 117, na alínea *f* verifica-se o clássico conflito de interesses em que o controlador utiliza seu poder sobre a companhia para satisfazer interesses particulares, como ocorre com negócios em que nos dois polos ele possui alguma participação em condições não equitativas.<sup>139</sup>

Na alínea *g*, por sua vez, o legislador trata dos deveres de vigilância do controlador, que não pode se eximir de apurar e reportar irregularidades na companhia.

Portanto, existe uma obrigação positiva do controlador de aferir se a companhia está praticando suas ações negociais de acordo com sua orientação, de forma não contrária à Lei, sem causar prejuízo na participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional, e de forma sistêmica com os demais dispositivos, em especial o art. 116, parágrafo único, resguardando os interesses dos acionistas minoritários, dos trabalhadores e da comunidade em que a companhia atua.

Também nessa alínea, se verifica expressa a vedação do uso do poder de controle para a aprovação das contas diretamente ou por intermédio de diretores para o favorecimento pessoal do controlador. Pode parecer redundante em relação à vedação de voto proferido em conflito de interesses, todavia, o dispositivo se

---

<sup>139</sup> Como ocorreu nas condutas que foram objeto do Inquérito Administrativo 30/1998. Nesse caso, os controladores sofreram imputações por utilizarem dos recursos da companhia para práticas não equitativas, como empréstimos à empresa CPFL com taxas subsidiadas e sem prazo determinado e contratos com a empresa Dimetal, em que ela sequer pagava pelas aquisições. Por conta disso, os controladores sofreram as seguintes imputações (i) “na qualidade de acionistas controladores da Sibra, pelo exercício abusivo de poder ao utilizarem recursos da companhia para realizar operações de empréstimo em benefício da CPFL, e ao efetuar operações de venda para a Dimetal em condições de favorecimento [...], em infração ao disposto no artigo 117, § 1.º, alínea ‘f’, da Lei 6.404/76” (cf. fls. 818/819); e (ii) “na qualidade de administradores [...] pela concessão de empréstimos para a CPFL, sem autorização do Conselho de Administração da companhia, e por não terem zelado para que as operações realizadas entre a Sibra e as suas controladoras observassem condições comutativas, em infração ao disposto nos artigos 154, § 2.º, alínea ‘b’, e 245, *caput*, todos da Lei 6.404/76 [...]”. Após as condutas restarem provadas, os controladores foram condenados “pelas condutas vedadas pelos arts. 117, § 1.º, alínea ‘f’, e 245 da Lei 6.404/76, considerando o disposto no § 3.º do art. 11 da Lei 6.385/76, e no art. 1.º da Instrução CVM 131/90, que tipifica como graves tais infrações, e considerando o poder de mando de tais acionistas/administradores da companhia, a pena de inabilitação, pelo prazo de 2 (dois) anos, para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta ou entidade do sistema de distribuição de valores, na forma prevista na lei vigente ao tempo das infrações (art. 11, inciso IV, da Lei 6.385/76)” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Inquérito Administrativo n.º 30/98. Acesso à informação. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20010705\\_PAS\\_3098.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20010705_PAS_3098.pdf)>. Acesso em: 24 nov. 2016).

impõe para não deixar dúvida de que, mesmo por meio de votos de terceiro, o controlador não pode beneficiar-se ilegalmente.

Abarcando as duas últimas alíneas, Fábio Ulhoa Coelho destaca a responsabilidade pessoal do controlador<sup>140</sup> em relação a tais práticas abusivas, que nitidamente visam seu benefício, seja diretamente, ou, no escopo de proteger determinado administrador acobertando irregularidades praticadas:

Se o detentor do controle contrata com a companhia em condições não equitativas, valendo-se de sua condição privilegiada para obter vantagens negociais não existentes no mercado, está abusando de seu poder. Se deixa de apurar denúncia fundamentada sobre irregularidades, na administração da companhia, com o fim de acobertar ilícito de administrador, incorre igualmente em abuso de poder de controle. Nessas, nas demais situações exemplificadas em lei (art. 117, § 1.º) e sempre que configurado o exercício irregular dos direitos emergentes da condição de controlador, os prejudicados devem ser indenizados. Parte legítima para o polo passivo da relação processual, nesse caso, nunca é a sociedade, mas sim o controlador.

Por sua vez, a alínea *h* do art. 117 veda a subscrição de ações nos termos do art. 170<sup>141</sup> com bens estranhos ao objeto social da companhia.

Esse dispositivo previne que o controlador, com amplo poder sobre a companhia, dilua o patrimônio dos minoritários utilizando-se de bens que sequer seriam produtivos para a sociedade.

Por fim, o § 3.º sinaliza a possibilidade de o controlador acumular outra função (administrador ou fiscal), respondendo também por deveres e responsabilidades próprios do cargo. Essa previsão decorre da própria iniciativa de Lamy e Bulhões de enquadrarem as disposições legais à realidade brasileira, na qual muitas vezes ocorre esse acúmulo de cargos quando o controlador atua na diretoria.

### **2.3 Modalidades recorrentes de abuso de poder de controle**

Depois de conhecermos o conceito de abuso do poder de controle, vejamos suas manifestações mais recorrentes trazidas pela doutrina e colhidas da

<sup>140</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2., p. 313.

<sup>141</sup> Dispõe o art. 170: “Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações”.

jurisprudência, sem a pretensão de esgotar o tema, uma vez que, a cada dia, verificam-se novas formas de burlar a lei, ou a vontade da lei (ainda que ela se cumpra formalmente). Passemos então a esses exemplos.

### 2.3.1 Autofinanciamento da companhia e retenção de dividendos

Uma primeira forma de abuso refere-se ao autofinanciamento, situação em que o controlador visa a amealhar recursos para satisfazer seus interesses deixando de distribuir dividendos, “sobretudo quando ocupa postos de direção na companhia e se atribui elevados honorários, além de gozar de outras vantagens inerentes ao cargo”.<sup>142</sup>

Comparato<sup>143</sup> cita como exemplo uma decisão proferida pelo Tribunal de Justiça do Paraná que admitiu a dissolução compulsória de companhia em decorrência da não distribuição de lucros por muitos anos. O julgado<sup>144</sup> referido fundamentou-se por força de:

[...] preceito de lei que estabelece que a sociedade anônima, qualquer que seja seu objeto, é sempre mercantil, não podendo, por isso mesmo, deixar de ter por finalidade precípua o lucro e atendendo que, na espécie, não obstante ter dez anos de existência, a sociedade ainda não distribuiu dividendos, tornando-se passível de liquidação, nos termos do art. 138, *b*, Decreto-lei n.º 2.627, de 26.09.1940.

O autor ainda alude a outro caso julgado pelo Tribunal de Justiça de São Paulo,<sup>145</sup> que deixa bem claro que as prerrogativas acerca da não distribuição de dividendos não são absolutas:

A sociedade apelante suspendeu a distribuição de dividendos desde o exercício de 1949 até o de 1954, quando foi proposta a ação. Podia fazê-lo, sem dúvida, pois a lei não veta a retenção de dividendos desde que haja necessidade ou conveniência para o interesse coletivo. Mas esse princípio não é nem pode ser absoluto. E isso porque, desde que haja abuso ou malícia das assembleias gerais na deliberação de não distribuir dividendos,

<sup>142</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 342.

<sup>143</sup> *Idem, ibidem*.

<sup>144</sup> TJPR, 3.ª Câ. Cív., Apelação Cível 255/61, Rel. Segismundo Gradowski, RT 320/527 apud COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 342.

<sup>145</sup> TJSP, 5.ª Câ. Cív., Apelação Cível 80.668, Rel. J.C. Ferreira de Oliveira, RT 265/454 apud *ibidem*, p. 342-343.

a retenção destes chocar-se-ia com o direito do acionista aos lucros sociais, consagrado no artigo 78, a, da Lei de Sociedades por Ações (Decreto-lei n.º 2.627, de 26.09.1940). [...] Pelo exposto, para que se justificasse a retenção dos dividendos pela apelante, necessário seria que esta demonstrasse, cumpridamente, a necessidade ou conveniência dessa medida para a consecução de seus objetivos sociais, coisa que não se depara nestes autos e que conflita com o disposto no art. 15 dos estatutos da apelante, onde se prevê o pagamento de dividendos na base de 6% ao ano, sobre o valor do capital social.

Os julgados referidos anteriormente deixam nítida a preocupação de parte da jurisprudência de distinguir situações em que a assembleia formalmente deixa de distribuir dividendos, com a intenção secundária (do controlador) diversa dos objetivos sociais da companhia, daqueles casos em que, de fato, não há condições econômicas de se distribuírem dividendos.

Por seu turno, Waldirio Bulgarelli<sup>146</sup> destaca a situação em que se deixa de distribuir dividendos no escopo de concentrar recursos na companhia, já se almejando uma alienação do bloco de controle:

Também atende aos interesses da maioria a política de autofinanciamento, com a intenção (tantas vezes ocorrida no nosso meio), de, valorizando a empresa, vender o controle a altos preços, lesando, tristemente, a minoria que durante muito tempo sem receber dividendos também não recebe o chamado “sobrepço do controle [...]”.

Logo, a retenção sistemática de lucros da companhia pode ser utilizada pelo acionista controlador como forma de compelir a minoria a desfazer-se de suas ações.

O art. 202<sup>147</sup> da Lei Societária assegura aos acionistas a distribuição de dividendo mínimo obrigatório, salvo nas seguintes exceções: (i) na companhia fechada na ausência de oposição dos acionistas presentes em assembleia geral; (ii) quando a distribuição de dividendos seja incompatível com a situação financeira da

<sup>146</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 75.

<sup>147</sup> Assim dispõe o art. 202: “Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: I – metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; II – o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197); III – os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização”.

companhia; e (iii) para retenção destinada a captar recursos para debêntures desde que não haja oposição de nenhum acionista (art. 202, § 3.º, I, da LSA).

Nessas exceções, o grande problema, ou, em outras palavras, a grande oportunidade para que ocorra abuso do controlador se verifica no segundo item.

Como o controlador pode orientar os rumos da companhia e, ainda, os seus órgãos, sob sua influência estes podem informar a impossibilidade financeira da companhia, justamente no sentido de “congelar” os minoritários, isto é, deixá-los “presos” com aquelas ações, sem o recebimento de dividendos<sup>148</sup>.

Não raras são também as manobras contábeis para demonstrar que uma companhia apresenta situação financeira distinta de sua condição real.

Existe, portanto, uma zona cinzenta<sup>149</sup> em relação aos limites da impossibilidade de distribuição desses dividendos obrigatórios.

Nesse contexto, a assimetria informacional entre o controlador e os minoritários também dificulta os questionamentos acerca de dados apresentados sobre uma má condição financeira da sociedade.

### *2.3.2 Remuneração elevada aos administradores com desvio de finalidade*

Outra forma de abuso de controle bastante comum consiste na remuneração<sup>150</sup> elevada dos administradores como forma de desviar os lucros da sociedade.

---

<sup>148</sup> Sobre o tema cf. Processo Administrativo Sancionador 24/2003, em que a ausência de deliberação em assembleia geral, acerca da destinação de lucro remanescente que extrapolava o valor dos dividendos propostos pela administração (e que deixou de ser distribuído), foi considerada abuso de poder de controle (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 24/2003. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050609\\_PAS\\_2403.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050609_PAS_2403.pdf)>. Acesso em: 13. set. 2017).

<sup>149</sup> Justamente porque existe uma discricionariedade no texto da Lei permitindo ao controlador justificar a não distribuição de dividendos mediante certas condições. Sobre o tema podem-se mencionar os Processos Administrativos CVM 2007-10879 e 2007-13216: envolvendo a companhia Eletrobrás. Não se trata de casos de abuso de controle (ou não foram abordados sob esse prisma), mas revelam a complexidade que permeia a questão da retenção de dividendos. Esses processos administrativos examinaram se a companhia, que já não distribuía dividendos há anos, teria legitimidade para fazê-lo sob a alegação de estar realizando vultosos investimentos necessários para o sistema elétrico brasileiro que, segundo a companhia, se não fossem realizados, trariam grandes prejuízos ao País. O procedimento de retenção de lucros nesses casos foi reputado como ilegal.

<sup>150</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 344.

Novamente, mostra-se habitual, nesse tipo de caso, que o controlador também acumule cargos na administração da empresa.

No entanto, mesmo que não seja administrador, ao determinar o pagamento de altos salários, o acionista controlador consolida ainda mais a submissão dos administradores à sua vontade – isso sem considerar quando indica aos cargos de administração parentes, conhecidos etc.

Além desse tipo de remuneração, os administradores possuem os chamados *fringe benefits*, que são as vantagens ou benefícios indiretos ou complementares fornecidos pela companhia, que estão cada vez mais elásticos na prática societária.

Em tese, esses recursos – como a utilização de carro executivo, celular e cartão de viagem etc. – seriam destinados a compromissos da companhia sujeitos a rígida prestação de contas. Todavia, em especial em casos em que o acionista controlador é também diretor, existe uma tendência de confundir controle com propriedade e, conseqüentemente, o emprego desses recursos para benefício próprio.

Sobre o tema, destacam-se as observações de Bulgarelli:<sup>151</sup>

O interesse do grupo detentor do poder – a não ser que se apele para a imagem fantástica dos administradores desligados dos que mantêm o poder – em consolidar e expandir a empresa, se deve a que por isso obtêm inúmeros rendimentos outros que não os dividendos, sobretudo quando integrada a sociedade num grupo societário. Desnecessário enumerar a série amplíssima de benefícios auferidos pelo grupo dominante, em formas outras que não dividendos; contratos de fornecimento, financiamentos, transferências de recursos de uma empresa para outra, contratos de assistência técnica, uso de marcas, patentes e outras, estabelecimento de “polls”, “corners”, “rings”, mercados cativos, distribuição de áreas, “ententes” de todo tipo, e para a direção, gratificações por produção, comissões por compras por vendas, gratificações sobre lucros e todas as vantagens diretas ou indiretas do “insider trading”, além dos “fringes benefits”. De notar, a propósito, que é muito comum, em nossa prática societária, a acumulação de cargos em direção, pelos mesmos dirigentes do grupo, auferindo vantagens em várias empresas, o que é molde a dispensar dividendos.

É um modo distinto de desvio de finalidade para interesses próprios, mas que pode acarretar prejuízos para a companhia não apenas pelos recursos gastos,

---

<sup>151</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 75.

mas também em relação ao prejuízo de sua imagem se tais situações<sup>152</sup> forem expostas.

### *2.3.3 Adoção de políticas ou de decisões que não tenham por fim o interesse social*

Nesse sentido, existem casos já tratados pela jurisprudência nacional em que o controlador orienta a companhia a praticar determinadas ações com escopo exclusivo de beneficiar-se.

A CVM teve a oportunidade de julgar, em 17 de abril de 2002, o Processo Administrativo Sancionador (PAS) 04/1999,<sup>153</sup> que se tratava de uma operação julgada como abusiva por parte do controlador da empresa Bombril.

A situação abusiva, que envolvia a Bombril, teve início em 24 de julho de 1997, quando a companhia, por orientação de Sérgio Cragnotti, teria adquirido, à vista, a empresa Cirio Holding do grupo Cragnotti (Cragnotti & Partners Capital Investment S.A., pertencente ao controlador), sem a devida prestação de informações aos acionistas minoritários, a qual passou a se chamar Bombril-Cirio.

---

<sup>152</sup> Como ocorreu no caso Anhembi Turismo, em que o acionista controlador era o Município de São Paulo. Foi relatada a utilização indevida de carros locados pela companhia por parentes e amigos do Prefeito da cidade à época, além de outros administradores. Após ser instaurado o Procedimento Administrativo Sancionador 07/2003, restou caracterizado o abuso do poder de controle, em virtude da contratação para uso gratuito de seis automóveis locados pela companhia. Apesar disso, o colegiado decidiu pela aplicação de uma advertência, em vez de outras sanções sob a alegação de pequena relevância do benefício econômico auferido e pela natureza do próprio ente público, cuja sanção pecuniária terminaria por punir os contribuintes paulistanos. Naquela época, esse evento foi divulgado na mídia e depreciou a imagem da companhia. No entanto, os julgadores desconsideraram totalmente fatores como valor de imagem e marca para aferição do prejuízo econômico. Não bastasse isso, posteriormente a decisão foi reanalisada para afastar até mesmo a pena de advertência. A sinalização para o mercado repercutiu de forma negativa, por razões evidentes (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM PAS 07/2003. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/anexos/sancionador/2007/20070704\\_PAS\\_0703.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/anexos/sancionador/2007/20070704_PAS_0703.pdf)>. Acesso em: 29 jun. 2016).

<sup>153</sup> O Processo Administrativo Sancionador foi ementado da seguinte forma: “É vedado ao acionista controlador: a. contratar com a companhia controlada em condições consideradas desfavoráveis aos acionistas minoritários; b. adotar políticas e tomar decisões no interesse de outras empresas por ele controladas; c. votar em decisão do conselho de administração em que tenha interesse conflitante com o da companhia; d. desviar recursos da companhia através de contratos de mútuo, visando a financiar companhias de que é sócio. Caracterização de abuso de poder do acionista controlador e responsabilização dos administradores que compactuaram com a decisão. A abstenção de conselheiro em decisão que afeta a orientação geral dos negócios da companhia, sem qualquer justificativa, equivale a omissão” (BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. PAS 04/1999. Acesso à informação. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417\\_PAS\\_0499.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417_PAS_0499.pdf)>. Acesso em: 7 jun. 2017).



Em momento posterior (31 de dezembro de 1998), alegando-se o aumento do custo de captação de recursos no exterior, em razão de duas crises financeiras internacionais (Tigres asiáticos, em 1997, e Rússia, em agosto de 1998), a Cirio Holding foi readquirida pelo acionista controlador, a Bombril-Cirio International (nova denominação da Cragnotti & Partners Capital Investment S.A.).

Finalizadas as transações, verificou-se que as condições financeiras em que a empresa Cirio Holding havia sido negociada – adquirida em julho de 1997 por 380 milhões de dólares à vista, e alienada após um ano e meio pelo mesmo valor, com pagamentos parcelados e a prazo – evidenciavam favorecimento ao grupo comprador, controlado por Sérgio Cragnotti.

Percebeu-se tal fato porque o adquirente impôs o preço e a forma de pagamento, utilizando-se de sua condição de controlador. Em seguida, ainda transferiu recursos para o Grupo Cragnotti (Bombril-Cirio internacional) por meio de expediente fraudulento.

Em resumo, o controlador adquiriu a empresa Cirio Holding à vista e, em seguida, utilizou-se de recursos da empresa Bombril para financiar, por meio de contratos de mútuo, a recompra da empresa em condições mais favoráveis. Não bastasse isso, manteve a marca Bombril, porém adicionou o termo “internacional” no nome do grupo adquirente, evidência de sua ausência de cautela com as reações dos prejudicados e em eventuais sanções do órgão regulador.

Por conta desses fatos, o acionista controlador, que também acumulava naquela oportunidade o cargo de presidente do conselho de administração, recebeu as seguintes imputações:

Sérgio Cragnotti, acionista controlador em nível de pessoa física e presidente do Conselho de Administração da Bombril S.A.: a) por aprovar a venda da Cirio Holding sabendo do interesse da Parmalat em adquirir a divisão de laticínios, obtendo lucro em detrimento dos acionistas minoritários da Bombril, e por desviar sistematicamente recursos desta empresa para empresas vinculadas ao acionista controlador, através de contratos de mútuo, caracterizando exercício abusivo de poder e conflito de interesses, em infração ao artigo 117, parágrafo 1.º, alíneas “a”, “c” e “e”, da Lei n.º 6.404/76, na qualidade de acionista controlador; b) pelas mesmas irregularidades descritas acima, infringindo os artigos 155, incisos I e II, e 156, *caput* e parágrafo 1.º, da Lei n.º 6.404/76, na qualidade de presidente do Conselho de Administração; [...]

Nesse caso, as práticas abusivas restaram comprovadas, pois os contratos de mútuo que desviavam recursos da Bombril em prol dos interesses do controlador

não possuíam lastro, conforme trecho da declaração de voto do diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos:

A verdade, e os mútuos feitos ao grupo controlador mostram isso com uma clareza inigualável, é que, pela operação urdida pelo acionista controlador, este alienou a Cirio à Bombril, recebendo o preço à vista integralmente, e, posteriormente, readquiriu esta mesma companhia da Bombril. Mas não diria nem que readquiriu a prazo, mas sim que readquiriu com o próprio dinheiro da Bombril, pois, de forma direta ou indireta, a Bombril sempre adiantava os recursos ou os retornava ao grupo controlador, como se não tivesse acionistas minoritários, que confiaram nas declarações e no plano de negócio que foi apresentado ao mercado quando da operação de aumento de capital em subscrição pública. Pode-se dizer que a própria Bombril é que pagou o preço da venda da Cirio ao Sr. Cragnotti e suas controladas. Viu-se, então, que o grupo controlador tornou-se um enorme sorvedouro de recursos da Bombril, onde os mútuos se agigantavam dia após dia, para financiar não só a compra da Cirio, mas outras operações também, já que os valores mutuados, em vários momentos, sobrelevaram o preço da venda. Ao cabo da operação, a Bombril deixou de ser uma sociedade de atuação internacional – uma multinacional, como se dizia – tornando-se uma sociedade nacional financiadora de sociedades internacionais de interesse do controlador. Já se disse que a Lei n.º 6.404/76 introduziu conceito inovador em matéria de legislação societária no que toca ao acionista controlador. De fato, a lei, reconhecendo que no Brasil o controle concentrado é a regra, e que a influência do acionista controlador na administração da sociedade é inegável, tratou de lhe atribuir funções próprias e responsabilidades específicas, afastando-se de outras legislações onde não há previsão específica para o acionista controlador. *O acionista controlador passa a ser órgão da companhia e sua influência, conforme reconhece a lei, não se restringe ao voto na assembleia. Antes ao contrário, diversas disposições legais deixam claro que o acionista controlador pode e deve orientar os negócios sociais e as atividades dos órgãos de administração, evidentemente sempre no interesse social. Nesse sentido, apresenta-se clara, a meu ver, a violação aos deveres e obrigações do acionista controlador, que se houve muito mal no seu poder-função, razão pela qual estou absolutamente convencido que merece a condenação proposta (grifos nossos).*

Em outras palavras, eram contratos manipulados com o escopo de transferir recursos da empresa Bombril<sup>154</sup> para fomentar a recompra da empresa Cirio Holding, violando, assim, claramente os deveres decorrentes do controle.

Nesse caso, então, o acionista controlador acabou sendo condenado, por infração ao disposto nas alíneas a e c do § 1.º do art. 117 da Lei 6.404/1976, à pena de multa de R\$ 62.500.000,00, correspondente a 15% do valor dos mútuos com o

<sup>154</sup> Ainda nas palavras do diretor Luis Antonio de Sampaio Campos: “Mas, novamente examinados os números da Bombril, este dinheiro que a Bombril tomava emprestado não se destinava a si ou a outra sociedade de que participava – pois, como dito no Voto do Diretor Marcelo Trindade, após a alienação da Cirio à Bombril-Cirio Internacional, restou apenas como controlada a Bombril Overseas Inc. –, mas se destinava ao acionista controlador ou a sociedades em que este último detinha interesses” (grifos da versão original).

controlador existente em 31 de dezembro de 1999, uma vez que foi com base nesses valores que a alienação da Cirio Holding se consumou.

Foi condenado, ainda, na condição de presidente do conselho de administração por infração ao disposto nos arts. 153, 154, 156, *caput* e § 1.º, e 245 da Lei 6.404/1976, à pena de inabilitação para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta pelo prazo de cinco anos, prevista no inciso IV do art. 11 da Lei 6.385/1976. Outros diretores envolvidos também foram punidos.

Esse caso mostra de forma clara que muitas das práticas empresariais condenáveis que ensejaram a criação da Lei 6.404/1976 (e das demais medidas de regulação relacionadas às companhias de capital aberto) não cessaram.

Além disso, constata-se à beira do século XXI (a situação ocorreu entre 1997 e 1998) a existência, ainda, de empresários que tratam a companhia como extensão de sua propriedade, desvirtuando completamente a natureza da sociedade anônima e do importante modelo de organização empresarial por ela representado.

Ainda sobre a condução da empresa em detrimento dos interesses sociais, existem outras condutas abusivas de caráter mais sutil e de difícil caracterização.

Nesse sentido, verifica-se uma tendência, destacada por Lucian Bebchuk,<sup>155</sup> de que o controlador resista a mudanças na estrutura da companhia, mesmo quando estas são benéficas ao interesse social. Isso ocorre quando o controlador constata que pode extrair vantajosos benefícios particulares em ambiente de capital concentrado.

Observamos esse tipo de ocorrência, por exemplo, no caso de acionista controlador que, mesmo ciente de que uma pulverização acionária em determinado momento econômico poderia beneficiar a companhia, ao comparar (*trade off*) as eventuais vantagens decorrentes dessa operação com a redução de benefícios que extrai da estrutura atual e verificar um resultado que lhe desfavorece, opta por não adotar essa medida.

Contudo, esse tipo de decisão de escopo subjetivo do controlador não é aferível de forma objetiva a ponto de se caracterizar o abuso, salvo quando da análise de um caso concreto.

Ainda assim, diante das prerrogativas da chamada *business judgment rule*, a prova de abuso seria muito difícil.

---

<sup>155</sup> BECHUCK, Lucian Arye. A rent-protection theory of corporate ownership and control. *Working Paper*, Cambridge, n. 7203, 1999.

A regra do *business judgment rule* surgiu de uma construção jurisprudencial<sup>156</sup> do direito norte americano em processos em que se debatia a responsabilização de administradores por resultados negativos decorrentes de decisões empresariais.

A premissa dessa regra é de que as decisões tomadas pelos administradores de boa-fé, resguardando seus deveres de diligência e com base nas informações disponíveis no momento da decisão, não podem ser utilizadas para lhes imputar responsabilização.

Em outras palavras, decisões tomadas em prol da empresa, onde o administrador demonstre que analisou de forma informada e diligente acerca da oportunidade e conveniência<sup>157</sup> do ato praticado, possuem uma natureza empresarial e estão sujeitas ao risco do negócio, o que não se confunde com uma quebra de deveres fiduciários.

É evidente que nem toda decisão empresarial será bem-sucedida, e, quando um fracasso ocorre,<sup>158</sup> não necessariamente esse resultado adveio de algum abuso do administrador.

---

<sup>156</sup> Para Alexandre Couto Silva, as discussões que ensejaram o desenvolvimento da *business judgment rule* tiveram seu início no século XIX. O autor afirma que: “O desenvolvimento da *business judgment rule*, como princípio da jurisprudência americana, data de 1829, no caso *Percy v. Millaudon*, decidido pela Suprema Corte de Louisiana, estabelecendo-se que o simples prejuízo não faz o administrador responsável; deve-se provar que o administrador praticou um ato inadmissível ao padrão do homem comum – que não o praticaria em semelhantes condições” (*Responsabilidade dos administradores de S.A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 141).

<sup>157</sup> Sobre o tema Osmar Brina destaca que: “Ao exercer o seu poder discricionário optando entre alternativas diferentes, o administrador apenas pode fazer um prognóstico, mais ou menos preciso. Ao julgar o administrador, o juiz já possui pleno conhecimento do resultado da conduta daquele. Daí não ser justo substituir a discricionariedade de um pelo outro” (BRINA, Osmar Corrêa-Lima. *Regra do julgamento de negócios (business judgment rule)*. In: SILVA, Alexandre Couto. *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 164).

<sup>158</sup> Em 1995, a companhia The Walt Disney Company contratou como seu presidente Micheal Ovitz que era um agente conhecido de astros de Hollywood e gozava de grande prestígio no mercado. Apenas 14 meses depois diante de seus resultados, os administradores da companhia decidiram que Ovitz deveria deixar o cargo, recebendo uma remuneração de cerca de 140 milhões de dólares. Em razão disso, diversos acionistas ingressaram com ações contra os administradores. O julgador William Chandler III considerou que, apesar de os valores pagos a Micheal Ovitz serem exorbitantes, se tratava de um profissional disputado cuja contratação demandaria um investimento vultoso e que essa decisão se encontrava dentro da regra do *business judgment rule*, de modo que não havia evidência para punir os administradores. O caso ensejou recurso que tramitou na Corte de Delaware (Delaware-Walt Disney Co. *Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 – Del. 2006) e a decisão foi reafirmada, sob o fundamento conclusivo: “Indeed, the Chancellor found that it was ‘patently unreasonable to assume that Ovitz intended to perform just poorly enough to be fired quickly, but not so poorly that he could be terminated for cause’. We agree. Because the appellants have failed to show that the approval of the NFT terms of the OEA was not a rational business decision, their waste claim must fail”. Em outros termos, não restou provado que Micheal Ovitz não prosperou voluntariamente (apenas para obter a remuneração pelo seu desligamento) e, ainda, que a decisão de contratá-lo

Assim sendo, a *business judgment rule* guarda a premissa de liberdade de atuação para que os administradores exercitem seu papel, sem que suas decisões negociais sejam revistas pela Justiça em caso de insucesso. Até porque é muito mais cômodo julgar que uma decisão possuía certos riscos olhando para o passado (e já possuindo todas as informações do ocorrido).

Mariana Pargendler analisou o desenvolvimento dessa regra no direito norte-americano e concluiu<sup>159</sup> que:

Em sua formulação mais influente, consagrada pela decisão da Suprema Corte de Delaware no caso *Aronson vs. Lewis*, a *business judgment rule* cria a presunção *juris tantum* de que, “ao tomar uma decisão empresarial, os membros do *board of directors* de uma sociedade anônima agiram de maneira informada, de boa-fé e na crença sincera de que a sua ação atendia ao melhor interesse da companhia”. A fim de afastar esta presunção e viabilizar a ação de responsabilidade, incumbiria ao demandante demonstrar a violação aos deveres fiduciários de diligência (*duty of care*) e lealdade (*duty of loyalty*). Caso a presunção oriunda da *business judgment rule* não seja afastada, os administradores apenas poderão ser responsabilizados mediante prova de que a decisão em questão envolve manifesto desperdício dos recursos da sociedade (*waste of corporate assets*) e é desprovida de qualquer base racional – requisitos estes extremamente rigorosos e de difícil caracterização no caso concreto.

A autora, todavia, ressalta a existência de posicionamento jurisprudencial consolidado de que essa regra deve ceder em casos em que houver violação dos deveres de lealdade. Assim, “[s]empre que o autor da ação demonstrar que a decisão foi tomada por administradores que têm interesse contraposto ao da sociedade, a deliberação fica sujeita ao rigoroso teste de *entire fairness* da operação”.<sup>160</sup>

Sobre o tema, Armando Luiz Rovai destaca que é parte do perfil natural dos administradores um comportamento arrojado, o que, em contraste com as suas responsabilidades perante a companhia, gera uma relação de dualidade,<sup>161</sup> nos seguintes termos:

---

seria desarrazoada ao tempo dos fatos. *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006).

<sup>159</sup> PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. *Portal Migalhas*. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/arquivos/2015/11/art20151118-08.pdf>>. Acesso em: 22 nov. 2017.

<sup>160</sup> *Idem, ibidem*.

<sup>161</sup> ROVAI, Armando Luiz. A responsabilidade civil dos administradores das sociedades anônimas e suas repercussões no dia a dia negocial. In: \_\_\_\_\_; MURRAY NETO, Alberto (Coord.). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. São Paulo: Elsevier, 2010. p. 43-44.

Verifica-se assim, aqui, a seguinte dualidade interpretativa: (i) a ciência da administração de empresas que compreende como executivo (administrador) com capacidade de sucesso aquele que possui características de arrojo e destemor; e (ii) o que está juridicamente limitado para o funcionamento normal da companhia na condição de deveres impostos por lei e consequentes responsabilizações do administrador, conforme definição pelo Poder Judiciário.

Via de regra o administrador somente deveria responder a responsabilizar-se pelos prejuízos que causasse à companhia, quando violasse a lei ou o estatuto, ou viesse a agir com culpa ou dolo.

O autor destaca que o Poder Judiciário lida com a responsabilidade de analisar essa questão, por vezes, responsabilizando de forma indiscriminada os administradores, o que gera, para essa classe de profissionais, o receio de aceitarem tal encargo.<sup>162</sup>

No mesmo sentido, posiciona-se João Pedro Barroso do Nascimento, ao afirmar que a regra do *business judgment rule* não visa proteger de forma genérica qualquer decisão do administrador, ao invés disso, busca trazer um equilíbrio para evitar excessos no controle jurisdicional”.<sup>163</sup>

No Brasil, é comum o controlador assumir cargos de administração, em especial nas companhias controladas pelos mesmos grupos familiares há gerações. Dessarte, mostra-se importante verificar como a regra do *business judgment rule* tem influenciado as decisões de casos similares no Direito pátrio, em particular no âmbito da CVM.<sup>164</sup>

<sup>162</sup> ROVAI, Armando Luiz. A responsabilidade civil dos administradores das sociedades anônimas e suas repercussões no dia a dia negocial. In: \_\_\_\_\_; MURRAY NETO, Alberto (Coord.). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. São Paulo: Elsevier, 2010. p. 44.

<sup>163</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso; SILVA, Alexandre Couto. *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 175.

<sup>164</sup> Acerca da *business judgement rule*, o Diretor Luiz Antônio de Sampaio manifestou-se no Processo Administrativo Sancionador CVM 03/2002, tecendo as seguintes considerações: “A administração da companhia, como já se disse da política, é a arte do possível, repleta de decisões imperfeitas por definição e de verdadeiras ‘escolhas de Sofia’, e justamente em razão disso a jurisprudência e a legislação têm cuidado de temperar a responsabilidade dos administradores e desvinculando-a do êxito de suas ações. Cite-se, exemplificativamente, a seguinte decisão da corte americana: ‘se o teste da negligência que é aplicável no campo da responsabilidade civil ou no campo do Estado fosse similarmente aplicado no campo dos negócios ou no campo bancário iria realisticamente ser muito difícil ou quase impossível para assegurar os serviços de pessoas capazes e experientes como administradores, aos membros do conselho de administração, traduzindo para a nossa realidade. Essas pessoas raramente ou nunca aceitariam uma função no conselho de administração se poderiam ser tidas como responsáveis por cada má contabilização ou cada erro de julgamento. Desde cedo essa corte tem consistentemente e realisticamente reconhecido o perigo de submeter os membros do conselho de administração ou os administradores à responsabilidade quando e sempre que qualquer das operações das companhias não são bem-sucedidas’ (tradução livre, A. 2d 398, 401 (1964)). E vai além, ainda, a Lei n.º 6.404/76, que numa ‘tropicalização’ da *business judgment rule* permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes, mesmo violando a lei, agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o parágrafo 6.º do art. 159. Assim, segundo penso, os administradores e os acionistas

Segundo Osmar Brina, a *business judgment rule* foi transposta para a legislação brasileira por meio de um processo lógico dedutivo pautado na jurisprudência estrangeira. E faz a seguinte ressalva: “Nós copiamos a regra. Mas é preciso ceder à tentação de importar, com ela, toda a confusão e incompreensão que a cercam nos Estados Unidos”.<sup>165</sup>

Com base nessas colocações, pode-se depreender que a Lei Societária de certa maneira consagra premissas similares<sup>166</sup> à *business judgment rule* ao abster-se de julgar decisões empresariais tomadas de forma honesta, ainda que se mostrem equivocadas ou prejudiciais, como se verifica no teor do § 6.º do art. 159 da Lei Societária.<sup>167</sup>

No Brasil, o chamado “Caso Sadia” teve grande repercussão<sup>168</sup> e envolveu a discussão acerca da possibilidade ou não da aplicação da *business judgment rule*.

têm discricionariedade para gerir o caixa da companhia e tomar as decisões que entenderem mais apropriadas ao interesse da companhia. E, nesse sentido, vezes há onde o caixa disponível não é suficiente para fazer face a todas as obrigações da companhia – inclusive com o Estado, trabalhadores, credores e acionistas – e nessas hipóteses, dentre as decisões imperfeitas ou possíveis, a administração deverá decidir, discricionariamente, no tocante ao gerenciamento de caixa e o fluxo, a prioridade de pagamentos. A CVM, a meu ver, não deve se imiscuir nessa discricionariedade e, a bem dizer, nem tem este poder”. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 03/2002. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212\\_PAS\\_0302.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212_PAS_0302.pdf)>. Acesso em: 16 dez. 2017).

<sup>165</sup> BRINA, Osmar Corrêa-Lima. Regra do julgamento de negócios (*business judgment rule*). In: SILVA, Alexandre Couto. *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 156.

<sup>166</sup> Similares, mas não idênticas, como assevera Mariana Pargendler, que destacou como principais diferenças: “(a) enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial; (b) a regra do art. 159, § 6.º, confere amplo poder ao juiz para excluir ou não o dever de indenizar do administrador após a apreciação dos demais requisitos da responsabilidade civil; a *business judgment rule* consiste em presunção de que a decisão foi tomada de boa-fé tendo em vista o melhor interesse da companhia, presunção esta que apenas pode ser ilidida mediante demonstração de violação dos deveres fiduciários; (c) a literalidade do art. 159, § 6.º, sugere um amplo campo de aplicação, ao passo que a *business judgment rule* reconhecidamente não isenta de responsabilidade os administradores em situação de conflito de interesses; e (d) o art. 159, § 6.º, faz referência genérica a ‘administradores’, o que compreenderia tanto os membros do Conselho de Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto, profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de invocar-se a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*)” (PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. *Portal Migalhas*. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/arquivos/2015/11/art20151118-08.pdf>>. Acesso em: 22 nov. 2017).

<sup>167</sup> Dispõe a Lei Societária: “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

§ 6.º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”.

<sup>168</sup> O caso ainda ensejou controvérsia. Henrique Cunha Barbosa defende que tanto as imputações em âmbito administrativo como judicial desse caso foram equivocadas e que, em verdade, o caso deveria ter sido tratado sob a ótica do abuso do poder de controle, pelos seguintes argumentos: (i) “[...] a Sadia já atuava fortemente nos mercados financeiros mesmo antes de constituir; em 1986, a

Nesse caso os administradores da Companhia Sadia vinham investindo os recursos da empresa no mercado de capitais, mais especificamente em derivativos.

Esse investimento (que não se relacionava diretamente com o objeto social da companhia) revelou-se desastroso, gerando um grande prejuízo para a companhia. No dia 28 de setembro de 2008, foi divulgado fato relevante informando que a Sadia iria liquidar suas operações com derivativos que resultaram em “perdas de cerca de R\$ 760.000.000,00”. Não obstante, no dia seguinte foi divulgado novo fato relevante informando a realização de auditoria interna e externa para apurar o ocorrido e “para avaliar a adequação de referidas operações às políticas da Sadia”. Informou-se ainda que “as liquidações de mencionadas operações financeiras ocorreram com caixa próprio da Sadia, sendo que já foram obtidas linhas de crédito que garantem a normalidade de suas operações. Nesta data, o caixa da Sadia é de R\$ 1,6 bilhão”.

---

Concórdia Corretora. Em 2004, a intensidade de suas incursões nos mercados financeiros já havia atingido tal dimensão que decidiu iniciar estudos para a criação de um banco e de uma administradora de recursos financeiros, o que veio a ser formalmente aprovado pelo Conselho de Administração em 2007 [...]”;

(ii) “[...] ao menos desde os idos de 1996 – portanto, mais de década antes do estouro da crise – a Sadia já tinha tomado sólido gosto pelo mercado financeiro, destinando vultosa parcela de seu capital para produtos e investimentos não raro de alta complexidade e risco e que em nada se relacionavam com suas atividades operacionais da companhia, tampouco tinham em mira a proteção (‘hedge’) de sua exposição cambial relacionada aos contratos de exportação e correlatos”;

(iii) “[...] no período compreendido entre 1996 e 2007 as companhias concorrentes tinham em média 88% de seu capital alocado em atividades operacionais e apenas 12% em ativos financeiros, a Sadia direcionava suas finanças a uma razão de pouco mais de 60% a atividades operacionais e algo próximo a 40% para ativos financeiros”;

(iv) “[...] as operações financeiras, especialmente as de derivativos, eram realizadas por controladas e subsidiárias da companhia, principalmente pela ‘Wellax’ e ‘Concordia Foreign Investment SPC’. Agindo dessa maneira, a par de facilitar a camuflagem dessas operações que, como visto, eram ininteligíveis e inidentificáveis a olho nu nas Demonstrações Financeiras, a administração quiçá imaginava poder se pôr a salvo da acusação de violação do objeto sustentando que, ao fazê-lo via subsidiárias, a parcela de atuação da Sadia no ato seria quando muito indireta, resumindo-se apenas ao ato de ‘participar no capital de outras sociedades’, o que seria então expressamente permitido pelo § 3.º do art. 2.º da LSA [...]”;

(v) e o autor conclui que: “[...] pretender fazer crer que numa companhia com o desenho societário e o organograma funcional da Sadia os controladores poderiam ser alijados dos fatos e tomados de assalto nas decisões operacionais senão infantilmente temerário, para ser eufemista”. Para ele houve quebra de deveres fiduciários do controlador por flagrante e sucessivo desvio do objeto social da companhia, com sua anuência, ou, no mínimo, em decorrência de sua omissão. Assim, diante dos fatos examinados, configurou-se o cabimento de sanção preconizada no art. 117 da Lei das S.A., bem como a violação do disposto no parágrafo único do art. 116. Segundo ele, “a questão foi – imprudente ou convenientemente – mal delimitada na ocasião, o que acabou cerceando o nível das discussões e o conteúdo dos próprios julgados [...]” (BARBOSA, Henrique Cunha. Responsabilidade de controladores e administradores: o “Caso Sadia” numa incursão “guerreiriana” para além do dever de diligência e da ação social. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Walfrido Jorge Warde Jr.; Carolina Dias Tavares Guerreiro. (Org.) *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 414-453).



Em razão da enorme perda sofrida pela companhia (e da repercussão negativa do caso perante o mercado), foi instaurado o Processo Administrativo Sancionador (PAS) 18/2008 para a apuração “de responsabilidades dos administradores da Sadia S.A. por eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e na divulgação de informações pela companhia”.<sup>169</sup>

Em resumo, as acusações versaram acerca da falta de diligência de diversos administradores por conta de operações financeiras que possuíam uma margem de risco inaceitável pelos padrões fixados pela própria companhia. Walter Fontana Filho, um dos acusados e presidente do Conselho de Administração ao tempo do processo, declarou que só tomou conhecimento acerca dessas operações após a divulgação do fato relevante em 25.09.2008, que “as operações 2x1 são especulativas” e que não se enquadravam na política da companhia.

Em sua defesa, Walter Fontana menciona expressamente a *business judgment rule*, alegando que não infringiu seu dever de diligência, pois não poderia ser imputado pelas decisões tomadas de forma exclusiva pelo diretor financeiro Adriano Ferreira e pelos gerentes a ele subordinados. Alegou ainda que na condição de presidente do Conselho de Administração elaborou uma política conservadora e avessa a riscos e que na sua posição os administradores devem confiar nas informações que lhe foram prestadas. E concluiu:

[...] não é possível, legalmente, que assuntos, decisões ou operações que não foram sequer discutidas ou submetidas à apreciação do CA sejam atribuídas à esfera de responsabilidade de seus membros, sobretudo se não integram também a Diretoria da sociedade.<sup>170</sup>

Por seu turno, Adriano Ferreira alegou em sua defesa que foi transformado em “bode expiatório” com o fim de proteger a alta administração da Sadia, seus acionistas controladores, as pessoas responsáveis por outras áreas e órgãos administrativos, todos plenamente cientes das operações realizadas. Segundo ele, as operações 2x1 apontadas não poderiam ser levadas a julgamento por sujeição “à

---

<sup>169</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. CVM PAS 18/2008. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2017.

<sup>170</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. CVM PAS 18/2008. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2017.

regra de decisão negociação (*business judgment rule*) acolhida mais de uma vez pelo colegiado da CVM”.

Na decisão, o voto relator deixou bem claro que nesse caso a autarquia não estaria julgando o “mérito das operações realizadas, nem o risco adequado ou não para a companhia”, mas somente “a adequação dos administradores da Sadia às políticas de risco aprovadas pela própria companhia”.<sup>171</sup>

Nesse contexto, a maioria do Colegiado entendeu que houve falha por parte dos conselheiros especializados no dever de fiscalizar, bem como do diretor financeiro, aplicando-lhes a pena de inabilitação temporária por três anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta.<sup>172</sup>

Quatro conselheiros foram absolvidos, dois por não existirem provas suficientes nos autos que autorizassem concluir pela de quebra de deveres de diligência, e outros dois em razão de terem assumido o cargo em abril de 2008, tempo insuficiente para que pudessem tomar as providências esperadas de um administrador.

---

<sup>171</sup> Ainda sobre essa decisão registre-se trecho do voto do Diretor Otávio Yazbek, que elenca, de forma precisa, os elementos que ensejaram a condenação: “[...] o problema não está nas decisões negociais, sujeitas ao *business judgment rule*, tantas vezes prestigiado pela autarquia, tampouco na organização da gestão da companhia em sentido mais amplo, mas sim no fato de que os administradores deixaram de lado, sem maiores salvaguardas, obrigações que, no caso, claramente lhes incumbiam. Não há como deixar de reconhecer, dentre tantos fatos apontados nos autos, que o Diretor Financeiro reportava-se desde 2005 ao Conselho de Administração – e isso em razão justamente da importância de suas atividades! Da mesma maneira, não podemos deixar de considerar o fato de que todos os mecanismos de controle desaguavam no próprio Diretor Financeiro. Há, sim, por tudo o que se descreve no voto do Diretor Relator, efetivo descumprimento de deveres legais e estatutários. Naturalmente que tal fato deve ser sopesado, no caso dos conselheiros, com as condutas do Diretor Financeiro, mas responsabilidade há. É por estes motivos, com base nesses fundamentos, senhora Presidente, que acompanho o voto do Diretor Relator. Acompanho também as considerações do Diretor Marcos Pinto sobre os critérios para a dosimetria da pena” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. CVM PAS 18/2008. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2017).

<sup>172</sup> Ainda foi ajuizada ação de responsabilidade em face do Diretor Financeiro Adriano Lima Ferreira, porém referida demanda foi arquivada por decisão do Tribunal de Justiça de São Paulo motivada no fato de que na Assembleia Geral Ordinária, de 27 de abril de 2009, “foram aprovadas, por unanimidade e sem reservas, nos termos do artigo 133, parágrafo terceiro, da Lei 6.404/76, as contas da Administração e as demonstrações financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31.12.2008, com abstenção dos legalmente impedidos”. Segue a ementa do julgado: “Ação de responsabilidade de diretor financeiro que teria dado causa a prejuízos para a companhia em razão de operações (derivativos) de riscos não autorizados. Inadmissibilidade de se cogitar de competência de Justiça do Trabalho, de obrigatoriedade de criar litisconsórcio passivo, esticando a relação processual contra a vontade da autora. Todavia, e porque uma segunda assembleia (ordinária) se realizou e aprovou as contas da administração, sem ressalvas, implica exoneração da responsabilidade de todos os administradores e diretores. Interpretação dos arts. 159 e 134, § 3.º, da Lei 6.404/76. Provimento para extinguir a ação por ausência de pressuposto obrigatório para regular desenvolvimento (art. 267 IV; do CPC)” (TJSP, Agravo de Instrumento 0362587-73.2009.8.26.0000 (990.09.362587-3), Agravante: Adriano Lima Ferreira, Agravado: Sadia S.A., Rel. Des. Enio Zuliani, j. 26.08.2010).

Vemos mais uma expressão de conduta abusiva que afronta o interesse social quando o acionista controlador exerce concorrência contra a própria companhia. Tomemos, por exemplo, a empresa A que produz calçados controlada por acionista que também é proprietário de 99% de quotas da sociedade limitada B, a qual explora a mesma atividade.

Pois bem, nessa situação, ao se valer das prerrogativas de controlador para prejudicar os negócios da companhia A em proveito da empresa B, comete-se abuso flagrante contra os demais acionistas e todos os *stakeholders*.

Não se trata, como se poderia deduzir, apenas dos casos de votação em assembleia<sup>173</sup> em que a questão se torna mais explícita, mas também daquelas operações diárias em que o controlador impõe sua influência para que a companhia, de alguma forma, facilite ou contribua para que a empresa concorrente tenha vantagem, ou sofra menos na disputa pelo mesmo mercado.

A persecução do lucro indicada no art. 2.<sup>o</sup><sup>174</sup> da Lei Societária, combinada com os deveres fiduciários do art. 116, parágrafo único, impõe ao controlador que oriente os órgãos da companhia para que tenha êxito em prol de seus acionistas, investidores e trabalhadores. Deve cumprir, dessa forma, o objeto social estatutário e não direcionar suas atividades para amealhar recursos para terceiro estranho às atividades da empresa e que, na verdade, representa interesses particulares do próprio controlador.

#### *2.3.4 Abusos em detrimento dos diretores da companhia*

Há também outra forma de abuso que ocorre quando o controlador atua em detrimento de administradores.

Constata-se tal fato, por exemplo, no caso de determinada bonificação fixada previamente que, após as metas traçadas serem alcançadas, é distribuída de forma desigual entre os administradores. Geralmente essa conduta serve de

---

<sup>173</sup> Que serão discutidos em tópico próprio referente ao voto abusivo. Vide item 2.3.7 *infra*.

<sup>174</sup> O art. 2.<sup>o</sup> da Lei Societária também faz menção expressa aos bons costumes, e a prática mercantil sempre foi algo caro para o Direito Comercial. Nesse caso, de forma flagrante, o exercício de uma concorrência desleal se utilizando das prerrogativas de controle passa ao largo de ser considerado um bom costume no mercado de companhias.

instrumento para “punir” informalmente aquele diretor ou conselheiro que não esteja em sintonia com os interesses do controlador.

Desse modo, sendo o administrador dotado de competência reconhecida, ou por outra situação (por exemplo, se uma pessoa indicada por terceiro possua influência sobre o controlador) em que o controlador entenda ser providência radical a demissão *ad nutum*, pode optar por essa forma de pressão.

Acerca dessa situação, Comparato<sup>175</sup> sustenta que “não se pode deixar de reconhecer que a exclusão de determinado diretor dessa participação, ou a sua fixação em porcentagem irrisória em relação à dos demais, constitui, em tese, abuso de poder”.

No entanto, deixa a ressalva que, diferentemente de outros casos, como esse benefício não é um direito assegurado pela lei, não poderia um julgador substituir a assembleia geral impondo à companhia que se encarregasse dessa distribuição de lucros.

Acerca desse tema, Michael C. Jensen<sup>176</sup> (um dos criadores da teoria da agência, ao lado de William H. Meckling)<sup>177</sup> manifestou-se no sentido de que o estudo sobre os custos de agência evoluiu e não se cinge apenas àqueles decorrentes do conflito de interesses entre pessoas (agente e principal).

Para o autor, já se consolidou a existência de uma segunda fonte de custos, que são os conflitos internos do agente (envolvendo o autocontrole),<sup>178</sup> que ao

---

<sup>175</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 246.

<sup>176</sup> JENSEN, Michael C. Self-interest, altruism, incentives, and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance* 7, n. 2, Summer 1994. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=5566>>. Acesso em: 10 out. 2017.

<sup>177</sup> Segundo essa teoria, quando uma parte (principal) emprega outra (agente) para execução de algo em seu nome, delegando-lhe poderes de decisão, temos uma relação de agência. Presumindo que ambas as partes sejam maximizadoras de utilidade, pode-se deduzir que o agente terá interesses distintos daqueles do principal. Nessa relação, o principal pode empregar uma série de incentivos para limitar as divergências de interesse, implicando custos não apenas relacionados aos incentivos (custos de concessão de garantias contratuais), mas aos seus resultados (custos de monitoramento). Durante as relações sempre haverá algum nível de divergência acerca das decisões do agente no tocante à maximização do bem-estar do principal. Assim, os custos de agência podem ser definidos pelo resultado decorrente da soma entre as despesas de monitoramento por parte do principal; as despesas decorrentes da concessão de garantias contratuais por parte do agente e o custo residual (equivalente monetário da redução do bem-estar vivenciada pelo principal devido a essa divergência) (JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, July 1, 1976. Ainda sobre o tema cf. JENSEN, Michael C. Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em: 28 out. 2017.

<sup>178</sup> Sobre o assunto, destaque-se a pesquisa de Richard H. Thaler e H.M Sefrin que abordaram, dentro da visão econômica, a questão do autocontrole dos agentes. Nesse artigo, os autores comparam os problemas de autocontrole de uma pessoa com aqueles que ocorrem nas empresas

praticar atos irracionais muitas vezes prejudica-se. No caso das companhias, tal prática pode afetar não só seu desempenho funcional, como também gerar atritos que minam a sinergia entre colaboradores. Situações dessa natureza, se levadas, por hipótese, a uma escala maior (imaginando a soma de diversos agentes cumulando atos nocivos), podem acarretar severos prejuízos em termos de eficiência.<sup>179</sup>

No caso abordado, de abuso contra um diretor, o controlador não teria estímulo racional (ou no mínimo os prejuízos superariam racionalmente os ganhos) para antagonizar com outro funcionário da companhia visando prejudica-lo.

Ainda sobre essas condutas de autossabotagem, não se pode deixar de mencionar a pesquisa de Daniel Kahneman,<sup>180</sup> que desenvolveu estudos acerca da tomada de decisão dos agentes abarcando uma série de vieses comportamentais que denotam determinadas tendências que podem afetar a eficiência dos agentes, ensejando em custos, que se relacionam com a abordagem de Jensen suprarreferida.

(decorrentes do conflito agente-principal) e descrevem formas de mitigar esse problema por meio de regras e incentivos (THALER, Richard H.; SHEFRIN, H.M. *An Economic Theory of Self-Control. Journal of Political Economy*, Apr. 1981. Disponível em: <<http://faculty.chicagobooth.edu/richard.thaler/research/pdf/an%20economic%20theory%20of%20self-control.pdf>>. Acesso em: 19. set. 2017.

<sup>179</sup> Como aludido, foram estudadas várias situações em que os profissionais (agentes), mesmo no âmbito de grandes companhias, fogem a sua racionalidade e praticam atos totalmente movidos por interesses, por vezes contrastantes, com o escopo de lucro, êxito ou eficiência. Além dos motivos abarcados anteriormente, a crença, os valores, a forma de interpretar as ações subjetivamente impactam decisões profissionais e as relações entre os agentes. Nesse sentido, cf. AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton: Princeton University Press, 2009. Sobre a mesma questão, vide item 2.2 que faz menção ao artigo Sociologia do poder, no qual José Alexandre Tavares Guerreiro demonstra que as relações entre controlador e administradores são mais complexas do que aparentam e, certamente, não se limitam ao contato nas assembleias.

<sup>180</sup> Daniel Kahneman aborda a existência de dois sistemas decisórios: um primeiro (Sistema 1) que controla o cérebro quando as pessoas tomam decisões automáticas (mecanizadas, por exemplo, escovar os dentes), ligado a ações irracionais (como se afastar de um barulho alto, por exemplo, de uma explosão). O segundo sistema (chamado Sistema 2) é ligado a atividades mais complexas, que demandam uma análise aprofundada. O desgaste decorrente da utilização desse segundo sistema faz com que as pessoas tenham a tendência de utilizar o Sistema 1 para um maior número de decisões possível. A consequência é a ocorrência de erros cognitivos influenciados por efeitos (ou vieses) estudados pelo autor. Apenas para citar alguns desses vieses, temos, por exemplo, o viés chamado *priming* em que se condiciona o Sistema 1 a seguir determinados padrões reduzindo a percepção crítica sobre as questões que foram sendo adotadas neste sistema ao longo do tempo. Outro viés é a ancoragem, que ocorre quando um agente forma uma convicção prévia em relação a algo (pode ser uma pessoa um projeto) e toma suas decisões baseadas naquela impressão, sem nenhuma reflexão posterior, mesmo havendo novas informações que mudariam aquela perspectiva (KAHNEMAN, Daniel. *Maps of bounded rationality: a perspective on intuitive judgment and choice. Prize Lecture*, Dec. 8, 2002. Disponível em: <[https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2002/kahnemann-lecture.pdf](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2002/kahnemann-lecture.pdf)>. Acesso em: 9 ago. 2017). Ainda sobre o tema: KAHNEMAN, Daniel. *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.

O que pode se aferir desses estudos é que algumas situações envolvendo o abuso de poder<sup>181</sup> não são, necessariamente, embasadas na racionalidade, podendo trazer prejuízos ao controlador que independem de uma sanção formal (isto é, ainda que situação abusiva não seja identificada por outros acionistas, ou órgão de regulação).

### *2.3.5 Aumento de capital social com escopo de prejudicar a minoria acionária*

Outra forma recorrente de ofensa às prerrogativas dos acionistas minoritários se refere à prática de aumentos de capital com o escopo de diluir a proporção de suas ações.

Ciente de que os minoritários se encontram descapitalizados, e dentro da ampla margem de poder que possui, pode o controlador justificar um aumento expressivo de capital, tendo a certeza de que os demais acionistas não poderão acompanhar aquele investimento.

Isso pode ser realizado tanto por justificativas relacionadas a novos investimentos como por meio de depreciações<sup>182</sup> no balanço de que seriam ensejadoras do referido aporte.

Na prática, se os minoritários não reunirem condições financeiras de adquirir as novas ações subscritas, sua sujeição ao controlador se tornará cada vez maior.

Portanto, como há certa discricionariedade acerca dos elementos que fundamentam a decisão pelo aumento de capital e, ainda, pela assimetria de informações que os minoritários possuem em relação ao controlador, torna-se difícil obter provas para reverter essa situação pela via litigiosa.

---

<sup>181</sup> Essa possibilidade não se restringe ao caso de prejuízo aos administradores, tomada a título de exemplo. Isto é, em todos os casos de abuso de poder de controle, se mostra plausível que as decisões tomadas possam ocorrer pautadas em elementos que se distanciam do que seria mais racional.

<sup>182</sup> Nesse sentido, Comparato cita um julgamento perante a Corte de Cassação italiana em que a maioria acionária promoveu seguidas depreciações em verbas do ativo social, consignadas no balanço no escopo de justificar o aumento de capital. Naquele caso, verificou-se justamente que essas ações foram tomadas em razão de uma descapitalização dos não controladores impossibilitando a subscrição das ações referentes ao aumento. O julgamento considerou que essa deliberação constituía um desvio de poder (ASCARELLI, Tullio. *Studi in Tema di Società*. Milano: Giuffrè, 1952. p. 147 e ss. apud COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 346).

### 2.3.6 Abuso de poder na alienação do controle acionário

Outro caso de abuso de poder do controlador pode ocorrer quando se realiza uma alienação de controle sem que os minoritários sejam devidamente informados da operação, situação que leva a um descompasso exagerado entre o controlador e os minoritários.

Nesse sentido, Comparato<sup>183</sup> cita o caso norte-americano *Brown x Halbert*, em que Halbert era o diretor-presidente da companhia e resolveu vender o bloco de ações de controle a uma sociedade concorrente pelo valor de mil e quinhentos dólares para cada ação.

Sem possuírem nenhuma informação acerca dessa transação, os demais acionistas alienaram suas ações ao preço de trezentos dólares cada. Durante o processo, o próprio Halbert aconselhou os minoritários a alienar suas ações.

Ao final da transação, Halbert foi condenado a partilhar com os acionistas demandantes o montante que ele havia auferido de modo que não ocorresse vantagem de um em relação ao outro<sup>184</sup>.

### 2.3.7 O abuso no direito de voto do controlador

Inicialmente, deve-se destacar que, nos termos do art. 187 do Código Civil, o abuso de direito decorre de ato de titular em relação ao exercício de um direito que “excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”.

<sup>183</sup> *Brown x Halbert*, 271, Cal. Ap. 2 d 262, 76 Cal. Rptr, 781 (1969) apud COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 266.

<sup>184</sup> Atualmente, em função de evolução legislativa e até dos mecanismos que permeiam o mercado de capitais, esse tipo de situação é mais rara. As discussões travadas com a CVM com relação à alienação de controle se referem mais a verificar se, em determinadas operações, haveria o cabimento de oferta pública de ações (OPA) e a conseqüente aplicação do art. 254-A da Lei Societária. Esse debate, por via de regra, é trazido à autarquia pelos acionistas minoritários. Essa discussão pode ser verificada em casos como o da alienação indireta de controle envolvendo a ArcelorMittal no Processo Administrativo CVM RJ 2007/1996 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS RJ 2007/1996.

Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5443-0.pdf>>. Acesso em: 18 nov. 2017).

Sendo assim, no caso do direito de voto, mostra-se abusivo o direito quando o acionista o exerce em desacordo com seu fim econômico ou social, notadamente para obter vantagem em detrimento da companhia. Nesse caso, o voto abusivo pode gerar prejuízos em desfavor dos demais acionistas e, dependendo da matéria votada, dos *stakeholders* e da própria comunidade em que atua.<sup>185</sup>

O art. 115 da Lei das S.A. preceitua que:

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

Logo, durante o exercício de voto em que se verificar a finalidade de causar dano à companhia, ou a acionistas, ou, ainda, com escopo de obter vantagem indevida que lhes gere prejuízo, fica definido o abuso de voto.

Para Carvalhosa,<sup>186</sup> “a lei societária adota o critério objetivo de conduta, não devendo ser considerada a intenção, em seu aspecto psicológico, doloso ou fraudulento”. E nem teria sentido em matéria de Direito Comercial ser levado em conta o aspecto subjetivo imanente ao direito penal, nesse caso o exame deve ser da ação e do escopo da finalidade com base em fatos concretos. Nesse mesmo sentido, segue o autor:

Se assim fosse, poderia alegar o acionista inquinado de exercício abusivo que simplesmente errou na apreciação da matéria, não tendo intenção alguma de lesar a companhia ou os outros acionistas. O caráter subjetivo da conduta tem sido posto de lado pela jurisprudência. Essa tem afirmado que o abuso deve reputar-se configurado mesmo que a intenção fraudulenta não esteja provada bastando que a deliberação vise a alcançar fins que repugnam o sentimento jurídico.

Por seu turno, o abuso de voto praticado pelo controlador possui circunstância agravante de abuso qualificado, pois, além dos direitos de obrigações inerentes a todos os acionistas, o controlador possui deveres fiduciários que não podem ser ignorados no momento do voto assemblear.

---

<sup>185</sup> Por exemplo, na deliberação acerca da alteração da sede de uma companhia que é polo na geração de empregos e riqueza em determinada região, para que essa se estabeleça em outro Estado.

<sup>186</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*: arts. 75 a 157. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 500-501.



Assim, segundo Carvalhosa,<sup>187</sup> quando ocorre abuso de voto do acionista controlador, este deve ser sancionado conforme disciplina o art. 117:

[...] por ser uma das formas de quebra do seu dever fiduciário instituído no § 1.º do art. 116. Constitui igualmente falta grave (CVM) para o exercício de voto impedido (§ 1.º) e, portanto, nulo, por parte do controlador, que é o que ocorre as mais das vezes”.

Outra modalidade de abuso ligada a esse tema é aquela em que o controlador se utiliza da interposição de outro acionista para satisfazer seus interesses pessoais, por exemplo, quando outra companhia, também controlada por ele, vota em assembleia para aprovação de suas contas (violando claramente o § 1.º do art. 134 da Lei Societária).<sup>188</sup> Acerca dessa modalidade de abuso, Eizirik<sup>189</sup> tece as seguintes considerações:

A Lei das S.A. igualmente veda que, nessa hipótese, os administradores votem como acionistas ou procuradores (art. 134, § 1.º). A vedação é absoluta, dado o princípio de que ninguém pode julgar em causa própria, como o acionista não pode separar os 2 (dois) papéis que desempenha, a Lei das S.A o impede de votar.

Se alguém é controlador de sociedade que é acionista de companhia por ele administrada, não existe o impedimento a que exerça seu direito de voto; a proibição somente se aplica à pessoa física que seja, ao mesmo tempo, acionista e controlador, dado o princípio da separação entre a pessoa jurídica e seus membros. Caso o administrador constitua uma nova sociedade pouco antes da assembleia e para ela transfira suas ações a fim de que ela vote para aprovar suas contas, ficará caracterizada a manobra fraudulenta.

O autor ainda destaca que, em relação à proibição de voto da sociedade controlada por administrador, existe divergência jurisprudencial<sup>190</sup> acerca do tema.

Desse modo, a forma mais precisa para constatar a situação de abuso é examinar o caso concreto.

<sup>187</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*: arts. 75 a 157. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 502.

<sup>188</sup> Que dispõe que: “Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembleia para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo”.

<sup>189</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*: arts. 1 a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1, p. 657-658.

<sup>190</sup> Nesse sentido, o autor colaciona em nota de rodapé (n. 1616) uma série de julgados pelo impedimento de voto nessas circunstâncias e outros, em posição oposta. Destacam desses julgados favoráveis ao impedimento: a Apelação Cível 039.796-4/6-00 (7.ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Leite Cintra, j. 03.06.1998), e a Apelação Cível 293.941-1 (10.ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Mauricio Vidigal, j. 1.º.10.1996) por apresentarem consonância com julgamentos mais recentes acerca do tema. Entre estes pode-se destacar o Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2014/10060 mencionado *supra*.

O exemplo de um caso relativamente recente verificou-se no julgamento do Processo Administrativo Sancionador (PAS) RJ 2014/10060, em que foi aplicada pena de inabilitação ao administrador pelo período cinco anos para esse cargo (e ainda para função de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários) em decorrência de ter exercido o direito de voto pela aprovação se suas contas por meio de empresas que controlava, conforme voto do Diretor-Relator Pablo Renteria, cujo trecho se transcreve:

Se é verdade, como visto, que a hipótese legal de impedimento de voto tem por finalidade assegurar a higidez do processo de deliberação social, é certo, por conseguinte, que deve ser reconhecida à norma a amplitude necessária à realização de sua finalidade. Interpretada de outro modo, a regra legal restaria amesquinhada, desprovida de sentido e utilidade prática.

Nesse sentido, em seu bem elaborado parecer sobre a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, observou que “a interpretação dada pela D. Superintendência de Relações com Empresas (SEP) em nada inova o regime legal; ela apenas assegura um mínimo de efetividade à proibição de voto ali prevista. Caso contrário, a simples constituição de empresas ou fundos-veículos seria capaz de, simplesmente, afastar qualquer proibição de voto dirigida à pessoa natural do acionista” (fl. 245).

Também não se está a sustentar que, por força do comando legal, todo acionista pessoa jurídica, de que seja sócio administrador da companhia, esteja impedido de votar na aprovação das contas da administração. Como mencionado acima, a vedação legal alcança os acionistas nos quais o administrador exerça influência preponderante.

É certo que a identificação dessa influência depende da correta valoração das circunstâncias do caso concreto. Nesse tocante, o administrador, melhor que ninguém, sabe quais as sociedades que estão sob o seu domínio e, por consequência, se encontra em condições de observar a norma legal. À CVM, por sua vez, compete fiscalizar o seu cumprimento e, caso identifique indícios de infração, deverá se desincumbir do ônus de comprovar o liame entre o administrador e a sociedade acionista que permite àquele manifestar, por meio desta, a sua vontade.

No caso ora em apreço, a avaliação dos fatos é simples e indubitosa. As duas pessoas jurídicas que votaram na aprovação das contas da administração da Companhia são sociedades unipessoais pertencentes ao Acusado, do que se pode inferir que eram veículos societários sob a sua direta e completa influência. Em vista dessa relação umbilical, pode-se concluir que o voto proferido por *Centennial Mining* e *Centennial Equity* na aprovação das contas da administração, durante a Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária ocorrida em 2.5.2014, traduzia, em realidade, a vontade de Eike Batista.

[...]

Desta feita, parece-me correta a conclusão alcançada pela SEP no sentido de que o Acusado, por intermédio das aludidas sociedades, tenha

manifestado sua vontade na deliberação assemblear atinente à aprovação das contas da administração da Companhia.

Como se verifica no presente caso, o órgão administrativo tem se posicionado impondo sanções rígidas, desde que haja efetiva prova de que a interposição de voto ocorreu de forma abusiva.

### 2.3.8 O controlador que atua como *insider trading*

Outro caso de abuso sancionado pela Lei de Sociedades por Ações é o chamado *insider trading*, que consiste basicamente em negociar títulos financeiros de uma empresa por pessoas que detêm informação privilegiada sobre ela. Aqueles que detêm e se utilizam dessas informações são chamados de *insiders*. Portanto, o ilícito se caracteriza,<sup>191</sup>

[...] na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte das pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.

A prática é vedada pela lei sempre que ocorre uma assimetria informacional entre os agentes, isto é, quando os *insiders* se utilizam de informações que não estão disponíveis para os demais investidores, no escopo de obter lucro ou outra vantagem para si ou para um terceiro<sup>192</sup>.

Quando isso ocorre, o agente infringe o dever de lealdade esculpido no art. 155<sup>193</sup> da Lei das S.A.

<sup>191</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 554.

<sup>192</sup> Acerca dos riscos sistêmicos da prática de *insider trading*, cf. PROENÇA, José Marcelo Martins. Repúdio ao *insider trading*. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de (Org.). *Mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 1, p. 19-88.

<sup>193</sup> “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I – usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II – omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III – adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.”

Um dos casos mais conhecidos de *insider trading* refere-se a uma companhia em que os controladores/administradores não apenas negociavam suas ações, possuindo conhecimento privilegiado de que as condições financeiras da empresa eram muito ruins, como também participavam de fraude maquiando dados contábeis e estimulando terceiros a investir na companhia. Trata-se do chamado caso Enron.<sup>194</sup>

A empresa Enron<sup>195</sup> foi fundada em 1985 e sua atividade era a exploração de gás natural e produção de energia em vários ramos.

A companhia experimentou um grande crescimento e passou a investir em áreas como prestação de serviço em internet e derivativos climáticos. Foi considerada a sétima maior companhia dos Estados Unidos, sendo avaliada em 68 bilhões de dólares no ano de 2000.

Todavia, boa parte dessa prosperidade decorria de fraudes de natureza contábil em que foi utilizada uma técnica chamada de *mark to market*,<sup>196</sup> com uma base diária para calcular lucros e perdas.

---

<sup>194</sup> “ENRON’S COLLAPSE; Before Debacle, Enron Insiders Cashed In \$1.1 Billion in Shares”: essa foi a manchete no jornal *The New York Times* em 13.01.2012. O periódico chamava a atenção para o fato de que nem todos saíram prejudicados com a situação catastrófica da Enron: “While investigators are focusing on how much money investors and employees lost in the Enron Corporation’s collapse, some shareholders and lawmakers are now setting their sights on another target: the millions that Enron insiders received by selling their shares while the price was still high” (WAYNE, Leslie. Business Day/Enron collapse. *The New York Times*, Jan. 13, 2012. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2002/01/13/business/enron-s-collapse-before-debacle-enron-insiders-cashed-in-1.1-billion-in-shares.html>>. Acesso em: 10 jun. 2017). Tradução livre: Enquanto os investigadores se concentram em quanto dinheiro os investidores e os funcionários perderam no colapso da Corporação Enron, alguns acionistas e legisladores estão focados em outro alvo: nos milhões que os acionistas da Enron que tiraram proveito ilícito de informações privilegiadas receberam vendendo suas ações enquanto o preço ainda era alto.

<sup>195</sup> O escândalo ao tempo dos fatos foi considerado o maior da história, chegando a ser chamado “o maior divisor de águas da história dos Estados Unidos”, em comparação com o atentado de 11 de setembro de 2001, como se verifica da reportagem O escândalo Enron: saiba o que está acontecendo. *Economia. Portal Estadão*. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-escandalo-da-enron-saiba-o-que-esta-acontecendo,20020207p24521>>. Acesso em: 9. dez. 2015.

<sup>196</sup> Sobre a estratégia contábil da Enron, escreveram Paul M. Healy e Krishna G. Palepu: “[...] Enron’s trading business adopted mark-to-market accounting, which meant that once a long-term contract was signed, the present value of the stream of future inflows under the contract was recognized as revenues and the present value of the expected costs of fulfilling the contract were expensed. Unrealized gains and losses in the market value of long-term contracts that were not hedged were then required to be reported later as part of annual earnings when they occurred. Enron’s primary challenge in using mark-to-market accounting was estimating the market value of the contracts, which in some cases ran as long as 20 years. Income was estimated as the present value of net future cash flows, even though in some cases there were serious questions about the viability of these contracts and their associated costs” (PALEPU, Krishna; HEALY, Paul M. The Fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, v. 17, n. 2, Spring 2003. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=417840>>. Acesso em: 30 maio 2017).

Esse método possibilitou à empresa Enron<sup>197</sup> contabilizar ganhos projetados de contratos de energia a longo prazo, de forma distorcida, pois eram reportados como ingresso de capital na companhia, inflando, assim, os balanços de modo artificial, com o escopo de atrair novos investimentos.

A estratégia deu certo. Com base em informações inverídicas, as ações da companhia valorizaram-se exponencialmente, atraindo uma série de novos acionistas.

Ocorre que, como as entradas de capital não eram reais, a companhia pagava poucos tributos e tudo isso era documentado perante a Receita Federal daquele país.

É importante frisar, ainda, que a empresa de auditoria Arthur Andersen compactuava com essa atuação fraudulenta, uma vez que divulgava resultados de auditoria omitindo expressamente essa diferença entre o ingresso real de capital (acerca do qual eram recolhidos os tributos) e o ingresso de capital (falsamente) divulgado.

No ano de 2001, com a crise do setor de telecomunicações, acirrou-se a fiscalização sobre as operações em bolsa e os movimentos da Enron passaram a ser fiscalizados de forma mais rígida, o que culminou com a apuração da fraude.

O presidente da companhia à época, Kenneth L. Lay, e o diretor responsável pela fraude, Jeffrey Skilling, se afastaram protegendo seus recursos pessoais por meio de investimentos no mercado de capitais.

Antes de a derrocada da empresa ser conhecida, um grupo de 29 executivos e diretores alienaram gradativamente suas ações utilizando-se de informações privilegiadas.

Esses *insiders* receberam no total 1 bilhão e cem milhões de dólares em troca de 17 milhões e trezentas mil ações em operações desde 1999 até meados de 2001.

De acordo com Coffee Jr.,<sup>198</sup> esse tipo de comportamento decorre do ambiente de competição estimulada de forma exacerbada nos Estados Unidos, no qual os administradores (e, nesse caso, também controladores), mesmo diante de

---

<sup>197</sup> ASSI, Marcos. Grandes fraudes da história: o caso Enron. Disponível em: <<http://www.marcosassi.com.br/grandes-fraudes-da-historia-o-caso-enron>>. Acesso em: 1.º jul. 2016.

<sup>198</sup> COFFEE JR., John C. What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 214. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=373581>>. Acesso em 10 jan. 2017.

situações de alto risco, preferem impulsionar seus lucros (*ridding in the bubble*), em vez de tomar medidas preventivas e perder eventual espaço para concorrentes que assumam esse risco.

Após a fraude se tornar pública, a empresa divulgou prejuízo de 68 milhões de dólares em outubro de 2001. Naquela oportunidade, as ações da companhia, cotadas em média no valor de 86 dólares, passaram a ter valor atribuído de 30 centavos de dólares.

A comissão de valores mobiliários norte-americana (*SEC – US Securities and Exchange Commission*), depois da divulgação da fraude, realizou uma intensa auditoria na companhia e atestou que ela falseava a verdade, reportando lucros irreais.

Por conta de tudo isso, os administradores da Enron foram indiciados por fraude e pela prática de *insider trading*. Em maio de 2006, a Corte Federal de Houston condenou Ken Lay e Jeffrey Skilling pelos crimes praticados. Skilling foi condenado por 19 casos de conspiração, fraude, comércio ilegal e declarações falsas. Tais acusações o levaram a uma sentença máxima de 185 anos combinados. Por sua vez, o Presidente Ken Lay foi condenado por seis casos de conspiração e fraude, sentenciado a cumprir até 45 anos na prisão. Em outro julgamento, Lay ainda foi condenado por quatro casos de fraude bancária.

A empresa de auditoria Arthur Andersen<sup>199</sup> também sofreu graves acusações e veio a falir cerca de um ano depois de descobrirem a farsa.

As consequências disso para a sociedade foram devastadoras, mais de quatro mil funcionários ficaram desempregados e muitas empresas que atuavam como fornecedoras e prestadores de serviço e possuíam relação de interdependência com a Enron também cortaram postos de trabalho.

Do ponto de vista sistêmico, a desconfiança na capacidade de fiscalização do mercado gerou uma retração momentânea de investimentos e grandes prejuízos. Além disso, a desconfiança pairou sobre as empresas de auditoria após a derrocada da empresa Arthur Andersen, o que afetou todo o mercado.

A punição considerada exemplar aos responsáveis não mitigou satisfatoriamente os prejuízos financeiros dos acionistas, e muitos deles ingressaram com ações para reaver parte de seu patrimônio perdido.

---

<sup>199</sup> ECONOMIA. Arthur Andersen é indiciada no caso Enron. *Portal BBC Brasil*. Disponível em: <[http://www.bbc.com/portuguese/economia/020314\\_andersendi.shtml](http://www.bbc.com/portuguese/economia/020314_andersendi.shtml)>. Acesso em: 23 maio 2015.

No Brasil, recentemente ocorreu a condenação do empresário Eike Batista pela prática de *insider trading*, em negociação de ações da companhia OSX.

O Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2013/13172<sup>200</sup> foi instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) para apurar a responsabilidade de Eike Batista em possível utilização de informações privilegiadas, na qualidade de acionista controlador e presidente do conselho de administração da OSX Brasil S.A., na negociação de ações de emissão da própria companhia, o que acarretaria infração ao art. 155, § 1.º,<sup>201</sup> da Lei 6.404/1976, e ainda ao art. 13<sup>202</sup> da Instrução CVM 358.

O processo apurou a alienação de 9.911.900 ações da empresa OSX por parte de Eike Batista (controlador da companhia) no dia 19 de abril de 2013, cerca de um mês da divulgação do plano de negócio em que a empresa admitia que não poderia cumprir algumas metas previamente delineadas, e anunciava revisões nas projeções de crescimento. Ou seja, as ações foram alienadas antes da divulgação de informação ao mercado, o que acarretaria perda drástica do valor das ações.

Eike Batista evitou um prejuízo de R\$ 10.506,614 ao negociar as ações se utilizando claramente de informação privilegiada (*insider trading*). Em novembro daquele mesmo ano, a empresa ingressou com pedido de recuperação judicial.

O julgamento teve início em 25 de abril de 2017. Na apuração dos fatos, restou evidenciado o benefício auferido em relação à negociação das ações em momento prévio à divulgação de resultados negativos da OSX.

A defesa de Eike, no entanto, contra-argumentou indicando que a alienação ocorreu em virtude da necessidade de adequação do volume de papéis negociados em face das disposições da Bovespa e do prazo estipulado para que a empresa

---

<sup>200</sup> BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. PAS RJ 13172/2013. Acesso à informação. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172\\_OSX\\_Brasil.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OSX_Brasil.pdf)>. Acesso em: 10 maio 2017.

<sup>201</sup> O parágrafo referido determina que: “Cumpra, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”.

<sup>202</sup> Assim dispõe: “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante”.

OSX se ajustasse a elas. Esse argumento convenceu o diretor Pablo Renteria, que entendeu pela não condenação de Eike em razão da operação.

Todavia, por maioria de votos (proferidos pelo diretor relator Henrique Machado e pelo diretor Leonardo Pereira), Eike Batista foi condenado a pena de multa de R\$ 21.013.228,00, por infração ao art. 155, § 1.º, da Lei 6.404/1976 e art. 13 da Instrução CVM 358.

O voto mais contundente foi o de Leonardo Pereira, que destacou o fato de o acusado se tratar de *insider* primário (controlador/administrador), portanto, de acordo com os precedentes do colegiado e o arts. 155 da Lei 6.404/1976 e 13 da Instrução CVM 358, haveria contra ele uma presunção relativa de que a negociação ocorreu na posse de informação privilegiada e com a finalidade de obter vantagem indevida, que nos autos não foi refutada.

Leonardo Pereira também afastou o argumento do acusado de que a alienação das ações visava a cumprir determinação da BM&F Bovespa de recompor o chamado *free float*.<sup>203</sup> Para ele, independentemente dessa questão, subsistiu uma assimetria informacional, de modo que, em 19 de abril de 2013, o mercado não negociou as ações nas mesmas bases informacionais que o fez com Eike Batista.

Outro caso pioneiro no Brasil em termos de punição (nesse caso, envolvendo somente os administradores) foi chamado de “Sadia-Perdigão”, em que os administradores da Sadia Luiz Gonzaga Murat Júnior e Romano Ancelmo Fontana Filho, utilizando-se de informações privilegiadas acerca da futura oferta de aquisição da Perdigão, compraram ações desta companhia, no nítido escopo de

---

<sup>203</sup> Os argumentos de Pereira foram acompanhados na declaração de voto proferida pelo diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira: “De tudo o que foi visto, o que se pode afirmar com convicção é que a necessidade de adequação do *free float* vinha de longa data, somente tendo sido concretizada no momento em que pareceu mais oportuno para Eike Batista, quando havia pendência de Fato Relevante, portanto, na existência de vedação legal. 65. A negociação com o uso de informação relevante ainda não divulgada é uma das práticas mais nocivas ao funcionamento regular do mercado. E a conduta torna-se mais grave quando é praticada pelo acionista controlador, pois, ao se colocar numa indevida posição vantajosa em relação aos demais acionistas e investidores não detentores da informação privilegiada, ele fere a credibilidade que deve existir na formação justa do preço das ações da companhia, razão pela qual deve ser firmemente repelida. 66. Consciente da gravidade da atuação do *insider* primário para o mercado de capitais, o legislador inseriu essa conduta no rol dos crimes cometidos contra o mercado de capitais. 67. Cuida-se, portanto, de conduta ilícita a merecer resposta sancionatória adequada, de forma a repreender e emendar agentes que, à revelia do regular funcionamento do mercado de ações, negociam de posse de informação privilegiada com a intenção de obter vantagem econômica indevida dos demais investidores” (BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. PAS RJ 13172/2013. Acesso à informação. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172\\_OS\\_X\\_Brasil.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OS_X_Brasil.pdf)>. Acesso em: 10 maio 2017).



locupletar-se. Eles adquiriram 53.900 ações da Perdigão na Bolsa de Nova York entre abril e julho daquele ano. Segundo o Ministério Público Federal, os administradores tiveram lucro de cerca de duzentos mil dólares com a venda posterior das ações.

A operação, todavia, não foi concluída e posteriormente foi a Perdigão que acabou promovendo a aquisição da Sadia, criando o conglomerado Brasil Foods. Não obstante, a investigação sobre a conduta dos administradores prosseguiu culminando com a condenação criminal deles.<sup>204</sup>

---

<sup>204</sup> Os ex-administradores foram condenados pela prática de *insider trading* em 2011, em sentença proferida pela 6.<sup>a</sup> Vara Federal Criminal de São Paulo. A 5.<sup>a</sup> Turma do Superior Tribunal de Justiça manteve a condenação (ainda que reconhecendo a prescrição da pretensão punitiva em relação à pena de prisão imposta a Romano Ancelmo Fontana Filho). Também não lograram êxito em recurso interposto perante o Supremo Tribunal Federal (que ainda provou parcialmente apelo do Ministério Público), conforme ementa do agravo em recurso extraordinário que se transcreve: “Penal e processual penal. Crime contra o mercado de capitais. Uso indevido de informação privilegiada. *Insider trading*. Art. 27-D da Lei n.º 6.385/76. Justiça Federal. Competência. Autoria, materialidade e dolo. Comprovação. Ofensa ao bem jurídico tutelado no Brasil. Reprimendas que devem ser majoradas. Pena de multa. Fundo Penitenciário Nacional. Artigo 72 do CP. Inaplicabilidade. Fixação do dano moral coletivo (art. 387, VI, CPP). Aplicação. Apelação ministerial parcialmente provida. Apelação defensiva desprovida. 1. A Justiça Federal é competente para processar e julgar o delito de uso indevido de informação privilegiada tendo em vista que artigo 109, VI, da CF deve ser interpretado sistematicamente com os demais dispositivos constitucionais, bem como extensivamente, em razão do interesse jurídico da União. Por conseguinte, muito embora o termo ‘mercado de capitais’ não estivesse previsto nos dispositivos constitucionais (arts. 21, VIII, e 192), o interesse direto da União reside na higidez do Sistema Financeiro Nacional, mormente no cunho fiscalizatório da União a fim de assegurar a confiança e segurança jurídica no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários. 2. Autoria delitiva comprovada ante o conjunto probatório carreado, apto à demonstração de infringência ao dever de lealdade consubstanciada na utilização de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado acionário nas operações referentes à oferta pública de ações, em razão dos cargos ocupados pelos acusados. Materialidade inidúvida ante a prova documental coligida. 3. Não há falar em ausência de dolo, pois os acusados eram ocupantes de funções de alta relevância na empresa e por óbvio tinham ciência do dever de lealdade e de sigilo das informações em razão dos cargos que ocupavam, bem como não poderiam utilizar de informações privilegiadas para negociar valores mobiliários no mercado de capitais, valendo-se de intermediários estrangeiros com o intuito de ocultar das autoridades brasileiras as operações negociadas no exterior. 4. O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais. 5. Reprimendas que devem ser majoradas, diante da exasperação da pena-base. 6. Nos termos do artigo 49 do CP, a multa deverá ser revertida ao fundo penitenciário, *in casu*, ao Fundo Penitenciário Nacional (FUNPEN), consoante artigo 2.º, V, da Lei Complementar federal 79/94, uma vez que não há previsão expressa na Lei n.º 6.385/76 especificando o destino da mencionada pena pecuniária. 7. Alinho-me ao entendimento explanado por Paulo José da Costa Júnior (*Comentários ao Código Penal*, p. 248), no sentido da inaplicabilidade da apontada norma legal (art. 72 do CP) ao crime continuado, pois nessa hipótese ‘não há concurso de crimes, mas crime único e, desta forma, em paralelismo com a pena privativa de liberdade, a unificação deve atingir também a pena de multa’. 8. O artigo 387, IV, do CPP deve ser aplicado, *in casu*, sem haver cogitar-se em ferimento a quaisquer preceitos constitucionais ou legais, porquanto trata-se de norma de direito processual (e não material), aplicável, pois, de imediato, nos termos do previsto no artigo 2.º do Código de Processo Penal. O dispositivo legal em comento possui caráter reparatório, pois visa a compensar os danos causados pelos acusados. Não se trata de nenhuma novidade, pois o artigo 91 do CP já disciplinava a

Esse foi o primeiro caso de *insider trading* no Brasil que resultou na sanção de encarceramento de ao menos um dos envolvidos.<sup>205-206</sup>

reparação civil. Na verdade, o art. 387, IV, do CPP, com redação modificada pela Lei n.º 11.719/08, surgiu tão somente para assegurar maior eficácia ao que determinava o artigo 91 do CP. 9. O dano moral coletivo está expressamente previsto tanto no Código de Defesa do Consumidor (L. 8.078/90, art. 6.º, VI e VII) quanto na Lei de Ação Civil Pública (L. 7.347/85, art. 1.º, IV). Ainda, compete ressaltar a existência da Lei n.º 7.913, de 07.12.1989, que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. 10. Muito embora o interesse tutelado no caso vertente não se refira aos interesses dos consumidores, nada impede a utilização das disposições contidas no Código de Defesa do Consumidor, tendo em vista que quaisquer espécies de interesses coletivos serão abarcadas pela sobredita legislação. 11. A par disso, tanto o Código de Defesa do Consumidor quanto a Lei de Ação Civil Pública constituem um microsistema jurídico que tutela interesses coletivos ou difusos. Dessa forma, torna-se plenamente cabível a reparação de danos morais coletivos na ação cível pública prevista na Lei n.º 7.913/89. 12. Segundo o autor Leonardo Roscoe Bessa (Dano moral coletivo, in *Revista de Direito do Consumidor* n.º 59/2006), a disciplina do dano moral coletivo não está restrita apenas ao modelo teórico da responsabilidade civil privada de órbita individual. No entanto, prossegue o autor que 'em face da exagerada simplicidade com que o tema foi tratado legalmente, a par da ausência de modelo teórico próprio e sedimentado para atender aos conflitos transindividuais, faz-se necessário construir soluções que vão se utilizar, a um só tempo, de algumas noções extraídas da responsabilidade civil, bem como de perspectiva própria do direito penal'. 13. Assim, no caso vertente, em que estão em discussão danos aos interesses do conjunto de investidores do mercado de valores mobiliários, a tutela efetiva do referido direito coletivo se sobressai no aspecto preventivo da lesão, em homenagem aos princípios da prevenção e precaução. Desse modo, o dano moral coletivo se aproxima do direito penal, sobretudo pelo seu aspecto preventivo, ou seja, de prevenir nova lesão a direitos transindividuais. 14. O dano moral coletivo reveste-se também de caráter punitivo pela qual sempre esteve presente também nas relações privadas individuais, *v.g.*, *astreintes* e cláusula penal compensatória. Assim, o caráter dúplice do dano moral individual consiste na indenização e na punição que também se aplicam ao dano moral coletivo. 15. Enfim, o dano moral coletivo constitui-se de uma função punitiva em decorrência de violação de direitos metaindividuais, sendo devidos, portanto, no caso em tela, prescindindo-se de uma afetação do estado anímico (dor psíquica) individual ou coletiva que possa ocorrer. 16. *In casu*, além de o *insider* ter praticado a conduta delitativa prevista no art. 27-D da Lei n.º 6.385/76, ele violou, da mesma forma, as disposições contidas nos artigos 153 e 155 da Lei n.º 6.404/76, bem como no art. 1.º, I e II, da Lei n.º 7.913/89. 17. Com relação ao *quantum* a ser fixado a título de 'valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração', um dos parâmetros a ser utilizado será o montante que desestimule o infrator para a prática de conduta delitativa. Ademais, utilizarei os parâmetros previstos na Lei n.º 6.385/76, que disciplina o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, tendo em vista que a referida lei estabeleceu a previsão de multas administrativas no artigo 11, bem como especificou a tutela do bem jurídico protegido pela norma penal. 18. Há de se ressaltar que o *quantum* fixado para cada um dos réus foi a título de valor mínimo para reparação dos danos causados pelo delito, sendo que nada impede o ajuizamento de eventual ação de natureza coletiva no juízo cível. 19. A despeito das previsões contidas nos artigos 13 da Lei n.º 7.347/85 e art. 2.º, § 2.º, da Lei n.º 7.913/89, os valores serão destinados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, conforme especificado na sentença, deverão ser utilizados na promoção de eventos educativos, bem como na edição de material informativo acerca da conscientização dos investidores sobre os malefícios da prática do delito de *insider trading*. 20. Preliminar rejeitada. Improvimento do recurso defensivo. Parcial provimento da apelação ministerial" (fls. 1767-1770 e-STJ) (STF, ARE 971.036/SP, Rel. Min. Dias Toffoli, j. 16.06.2016).

<sup>205</sup> Conforme julgamento do Superior Tribunal de Justiça: STJ, 5.ª Turma, REsp 1569171/SP (2014/0106791-6), Min. Joel Ilan Paciornik, j. 16.02.2016. Nesse julgado foi reconhecida a prescrição de pretensão punitiva em relação a Romano Ancelmo Fontana Filho, mas mantida a condenação de 2 anos, 6 meses e 10 dias de reclusão imposta a Luiz Gonzaga Murat Júnior. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num\\_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF)>. Acesso em: 12 mar. 2017.

<sup>206</sup> No âmbito administrativo, ambos foram condenados à pena de inabilitação para atuar como administradores por cinco anos. Luiz Gonzaga Murat Júnior recorreu ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN – também conhecido como Conselhinho) e conseguiu reduzir

Postas algumas das situações mais recorrentes de abuso de poder por parte do controlador, passemos ao estudo das formas de coibi-las contidas na Lei 6.404/1976 e da posição da doutrina e da jurisprudência acerca desses dispositivos.

### **3. FORMAS DE COIBIR O ABUSO DO PODER DE CONTROLE**

#### **3.1 As restrições da Lei 6.404 de 1976**

Como exposto desde o início deste trabalho, uma das principais iniciativas de Lamy e Bulhões, ao desenvolverem o anteprojeto da atual Lei Societária, ocorreu no escopo de coibir práticas abusivas em relação aos acionistas minoritários, possibilitando, assim, um crescimento do mercado de capitais no Brasil e um ambiente de maior segurança e previsibilidade a potenciais investidores.

Já se aferiu que a inclusão da figura do acionista controlador veio para dar tratamento jurídico a uma realidade de fato que, no entender dos idealizadores da norma, seria instrumento importante para harmonizar deveres e direitos do controlador.

Após a verificação de diversos tipos de condutas abusivas do poder de controle, cuja prática é recorrente no meio societário, passemos ao exame das formas previstas na lei de coibi-las, cotejando-as com a crítica da doutrina e ainda com a análise da eficácia das referidas normas com base na jurisprudência.

Em seguida, far-se-á uma análise instrumental de como essas normas têm sido efetivadas, tanto pela via judicial quanto pelas vias arbitral e administrativa.

#### **3.2 Os deveres fiduciários impostos ao controlador**

Como tratado anteriormente, a inclusão do acionista controlador possuía escopo de lhe atribuir poderes-deveres explícitos na lei, claramente de forma mais enfática na exteriorização de seus deveres, isso porque os poderes eram exercidos na prática das companhias, muitas vezes sem nenhuma oposição.

O que realmente faltava em nosso ordenamento, portanto, e que foi bem delineado na exposição de motivos da elaboração da Lei 6.404, era a certeza de que os demais acionistas teriam garantias em relação à atuação do acionista ou grupo

de acionistas com o poder soberano da companhia. Nesse sentido, Eduardo Secchi Munhoz<sup>207</sup> afirma:

Quanto ao sistema da lei brasileira, é inegável a atribuição, aos acionistas controladores, do dever de levar em consideração o interesse dos demais acionistas e *stakeholders* (art. 116, par. único, LSA). Trata-se de um poder-dever, cuja violação, ao caracterizar exercício abusivo do poder de controle, enseja responsabilidade por perdas e danos, ou mesmo a ineficácia do negócio jurídico. Nessa medida, a despeito de defender-se, neste livro, que a melhor estratégia normativa é para proteger o interesse de trabalhadores e demais *stakeholders* na aquisição de controle acionário seja pela via da lei especial ou dos contratos, não se tem dúvida de que, com o fundamento do art. 116, par. único, o acionista controlador deverá ponderar esses interesses na tomada de decisão a respeito dessa matéria. Assim, por exemplo, no caso de alienação de controle que implique em clara violação ao interesse dos trabalhadores e demais *stakeholders*, a ponto de pôr em risco a preservação da organização empresarial, a decisão do acionista controlador poderá ser questionada em termos de violação de seu poder-função gerando responsabilidade por perdas e danos ou mesmo a ineficácia de contrato. Nesse sentido, o acionista pode melhor servir ao interesse dos trabalhadores do que eventualmente os administradores, em vista do conflito antes apontado.

Assim sendo, constata-se a patente evolução legislativa em termos de garantias aos acionistas não controladores e aos demais envolvidos nas atividades da companhia. Contudo, o parágrafo único do art. 116 não é o único dispositivo que impõe garantias em relação à atuação do controlador, ou mesmo do grupo de controle.

Muitos outros dispositivos podem ser elencados nesse sentido. Calixto Salomão Filho<sup>208</sup> destaca aqueles que considera os principais:

Em primeiro lugar, a cláusula geral prevista no art. 116, parágrafo único, da lei societária. Esse dispositivo é o que fundamenta boa parte das normas de proteção aos minoritários em face dos controladores. A ideia de deveres fiduciários encontra-se no trecho final do dispositivo, que faz referência à obrigação do controlador para com os minoritários, trabalhadores, e comunidade em que atua “cujos direitos e deveres deve lealmente respeitar e atender”. Respeitar e atender lealmente os interesses dos minoritários é nada mais nada menos que a formulação clássica dos deveres fiduciários.

O segundo grupo de regras é formado pelas hipóteses de abuso de poder de controle previstas no artigo 117. Interpretadas a contrario sensu fornecem interessante lista de deveres fiduciários a serem seguidos pelo controlador no exercício de suas funções.

Finalmente, a última regra de proteção é a que trata de conflito de interesses interno à sociedade (art. 115).

<sup>207</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 279-280.

<sup>208</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. rev. e ampl. 2.<sup>a</sup> tiragem, São Paulo: Malheiros, 2015. p. 194-195.

Portanto, verifica-se que foram impostos deveres positivos e negativos ao controlador: (i) que responde por omissão se não atuar positivamente no sentido de exercer seus deveres 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; e (ii) possui deveres negativos de não praticar todas as condutas elencadas no § 1.º do art. 117, e ainda condutas de mesma natureza não contempladas naquela relação.

Sobre o rol de condutas previsto no § 1.º do art. 117, Waldirio Bulgarelli<sup>209</sup> destacou que:

Esse imponente elenco realmente impressiona pela amplitude e profundidade, alcançando, sem dúvida, as principais e corriqueiras práticas verificadas na nossa prática societária grupal. Dá assim às minorias condições para promover a responsabilidade dos controladores, alcançando-os além dos administradores que eram os únicos até agora a terem definidas as suas responsabilidades. Evidentemente que agregadas estas modalidades de abuso de poder dos controladores às normas de responsabilidade dos administradores que, por sinal, foram bastante ampliadas, alcançando mesmo as normas de “insider trading”, conferem às minorias ampla proteção contra os desmandos das maiorias desatinadas.

O autor ainda pontua que de forma sistêmica houve uma maior extensão na proteção em relação às práticas dos administradores.

Nesse sentido, é importante tratar dos deveres impostos pela Lei aos administradores, uma vez que estes “presentam”<sup>210</sup> a companhia e materializam em última análise a vontade do controlador.

Ademais, ao estabelecer a responsabilidade dos administradores, a Lei 6.0404 “foi muito mais severa e ampla do que a legislação anterior, fixando-lhes uma série de deveres que abrange desde o dever de diligência até a proibição do ‘insider trading’”.<sup>211</sup>

Além do dever de lealdade (art. 155 da Lei Societária) mencionado, foi estabelecida aos administradores uma série de outras exigências.

O art. 153 impõe ao administrador o dever de diligência, ou seja, a condução da companhia observando, “no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que

---

<sup>209</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 137.

<sup>210</sup> Na expressão clássica de Pontes de Miranda.

<sup>211</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 143.

todo homem ativo e probo<sup>212</sup> costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

Outro ponto importante é a imposição ao administrador de que ele se dedique ao interesse social indistintamente, mesmo que isso importe em contrariar aquele grupo de acionistas que o elegeu (art. 154, § 1.º).

Além disso, a Lei 6.404/1976 impõe deveres negativos aos administradores no § 2.º do art. 154, vedando a estes:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
- c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

Em que pesem todas essas disposições, o § 4.º desse mesmo artigo, de forma no mínimo contraditória, permite a prática “de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa”, desde que com autorização do conselho de administração ou da diretoria. Ainda se justifica essa possibilidade pautada “nas suas responsabilidades sociais”.

Da forma como consta na Lei, a “responsabilidade social” dos administradores parece confundir-se com aquelas fixadas pelo parágrafo único do art. 116.<sup>213</sup> Todavia, tratando-se de ações gratuitas, verifica-se um conflito aparente com o próprio escopo de lucro previsto no art. 2.º da Lei Societária.

---

<sup>212</sup> A Lei substituiu aquela antiga máxima civilista do *bonus pater familia* do Direito Romano pelo conceito do homem ativo e probo que deve diligenciar sua atuação, como faz com seus próprios negócios, provavelmente no escopo de contextualizar sua atuação com os costumes do negócio, nesse caso, a administração de sociedades por ações.

<sup>213</sup> Muito se discute acerca de qual seria a melhor forma como a Companhia deveria orientar-se em relação a sua função social. Nesse sentido, Eduardo Secchi Munhoz, ainda que tratando mais especificamente da alienação de controle, tece as seguintes considerações: “O critério normativo ao ser perseguido é o da maximização de riqueza agregada aos acionistas (da companhia-alvo e do adquirente) em termos de longo prazo. Na visão deste livro, a maximização da riqueza de longo prazo dos acionistas alinha os interesses destes aos do *stakeholders*, resultando em solução que contribui para atribuir aos bens empresariais o seu uso mais produtivo e, portanto, beneficiando a sociedade como um todo. [...] Os *stakeholders* devem ser tutelados pela via dos contratos ou de mecanismo regulatórios específicos, adequados à posição de cada um” (*Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 164-165). Apenas como contraponto, é de notar que aparentemente essa visão, se levada a uma posição extrema, toma em consideração somente o prejuízo externo, ou seja, se há um crime ambiental, o Estado pode reprimir, ou o Direito do Trabalho pode sanar abusos contra os trabalhadores. Entretanto, a questão se mostra mais complexa, citando,

Como mencionado, raramente as ações beneficentes das companhias são, de fato, gratuitas, pois esse tipo de ação reverbera positivamente em prol da companhia (seja pela imagem, pelo fortalecimento da marca etc.).

Mesmo em relação aos trabalhadores, hoje se aplicam métodos de *endomarketing* em que esses supostos benefícios gratuitos possuem, por escopo, obter mais lucro por conta da motivação.

Waldirio Bulgarelli,<sup>214</sup> ao analisar o art. 154, alerta sobre a discricionariedade contida no § 4.º, deixando margem para uma série de abusos, e critica com vigor as alíneas *b* e *c* do § 2.º, como se verifica a seguir:

Proibindo, inicialmente, a prática de atos de liberalidade à custa da companhia (§ 2.º, *a*), a lei, no entanto, permite que o Conselho de Administração ou Diretoria autorizem a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício de empregados ou da comunidade que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais, o que em si mesmo não é criticável, mas que poderá dar margens a abusos e fraudes.

O que é mais chocante, porém, é a possibilidade de o administrador tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia; ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os bens, serviços, ou crédito da companhia, com prévia autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, e também de poder receber de terceiros qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo, desde que com permissão estatutária ou da assembleia geral.

É óbvio que não será a autorização estatutária de assembleia geral ou do conselho de administração, que irá convolar práticas condenáveis e imorais, e é tanto mais chocante quando se verifica que a lei, ao tentar reprimir o insider trading, ou seja, o aproveitamento pelo administrador, em proveito próprio ou de terceiro, das vantagens e oportunidades do cargo, não

---

por exemplo, um caso de abuso a direitos trabalhadores com ampla divulgação midiática. Nesse caso, os efeitos negativos podem implicar diretamente a queda do preço das ações. Esses danos internos também devem ser considerados, isto é, o direito de a própria companhia e de os acionistas serem ressarcidos por ilegalidades cometidas pelo controlador e/ou os administradores. Não se pode separar a companhia como geradora de lucros ignorando-se os deveres fiduciários em relação aos danos que causam prejuízos aos acionistas. Nesse sentido, agiu acertadamente o legislador em fixar mecanismos de responsabilização *interna corporis*, independentemente de sanções externas que possam atingir controladores e administradores. E o próprio autor referido faz essa ressalva em outro trecho de sua obra: “Daí não se deve concluir, porém, que o acionista controlador, de companhia aberta brasileira, não tenha o poder-dever de exercer sua função tomando em conta o interesse dos demais acionistas e *stakeholders*, bem assim da comunidade local (art. 116, par. único, LSA). Nos casos em que ficar claro que a decisão do acionista controlador viola o seu dever de levar em conta o interesse dos acionistas, trabalhadores e demais *stakeholders*, ficará caracterizado o exercício abusivo do poder de controle, gerando responsabilidade por perdas e danos, ou mesmo a ineficácia do ato (por violação de sua função social)” (MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 166).

<sup>214</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Manual das Sociedades Anônimas*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 181-182.



distingue, corretamente, entre aquelas práticas que darão prejuízo à companhia e outras que não.

Aqui, sim, a lei atentou para a ética, o que não fez, e deveria ter feito, em relação ao desvio de poder.

Aparentemente, esse § 4.º gera mais oportunidades para eventuais abusos do que a prática de liberalidade por parte da companhia em relação à comunidade e aos trabalhadores.

Outro dever negativo importante é a vedação de os administradores atuarem em conflito de interesses que, conseqüentemente, não podem “intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores”.

Além disso, é imposto aos administradores cientificar seu impedimento, que deve ser consignado em ata do conselho da administração ou da diretoria.

Mesmo após esse fato, se ainda houver fundada razão para a prática de uma contratação entre a companhia e determinado administrador, essa deve ocorrer somente “em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros” (art. 156, § 1.º). Se se verificar que essa condição não ocorreu, o negócio poderá ser anulado e o administrador será compelido a transferir à companhia a vantagem auferida (art. 156, § 2.º).

Ademais, é imposto aos administradores de companhias abertas o dever de informar (art. 157 e § 1.º) todas as suas ligações<sup>215</sup> com a companhia (ações que possuem, informações sobre benefícios auferidos e situações análogas), desde que seja requerido por acionistas que representem 5% ou mais do capital social.

Todos esses deveres em relação aos administradores se harmonizam de forma sistêmica com aqueles impostos ao controlador no parágrafo único do art. 116 e no art. 117.

<sup>215</sup> “Art. 157. [...] § 1.º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.”

Além disso, eles guardam importância em relação ao abuso de controle por dois motivos: (i) muito comum é o acúmulo<sup>216</sup> do cargo de controlador e administrador; e (ii) o controlador pode ser responsabilizado conjuntamente pelos atos do administrador que, induzido por ele, causaram prejuízo à companhia, nos termos da alínea e do § 1.º do art. 117.

Acerca do art. 117 da Lei Societária, é importante frisar, ainda, que o rol de condutas abusivas trazidas no seu § 1.º é meramente exemplificativo. Nesse sentido, é a posição da doutrina<sup>217</sup> e assim já assentou posição o Superior Tribunal de Justiça<sup>218</sup>:

Recurso especial. Direito processual civil e direito societário. Art. 117, 1.º, da Lei n.º 6.404/76 (Lei das Sociedades). Modalidades de abuso de poder de acionista controlador. Forma exemplificativa. Caracterização do abuso de poder. Prova do dano. Precedente. Montante do dano causado pelo abuso de poder do acionista controlador. Fixação em liquidação de sentença. Possibilidade. [...]

O 1.º, do art. 117, da Lei das Sociedades Anônimas enumera as modalidades de exercício abusivo de poder pelo acionista controlador de forma apenas exemplificativa. Doutrina.

- A Lei das Sociedades Anônimas adotou padrões amplos no que tange aos atos caracterizadores de exercício abusivo de poder pelos acionistas controladores, porquanto esse critério normativo permite ao juiz e às autoridades administrativas, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), incluir outros atos lesivos efetivamente praticados pelos controladores. Para a caracterização do abuso de poder de que trata o art. 117 da Lei das Sociedades por ações, ainda que desnecessária a prova da intenção subjetiva do acionista controlador em prejudicar a companhia ou os minoritários, é indispensável a prova do dano. Precedente. [...]

Para Calixto Salomão Filho,<sup>219</sup> os amplos poderes do controlador devem estar sujeitos “a deveres muitos amplos, não sujeitos a enumeração exaustiva”. Dessa forma, em que pese o fato de ele ter elencado três dispositivos, há muitos outros na Lei Societária que, conjugados especialmente com o parágrafo único do art. 116, possuem a finalidade de coibir eventuais abusos dos controladores.

<sup>216</sup> Cujas responsabilidades são tratadas no § 3.º do art. 117 que dispõe: “O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo”.

<sup>217</sup> É posição esmagadora na doutrina. Nesse sentido, posicionam-se os subscritores do projeto Lamy e Bulhões, Fábio Konder Comparato, Calixto Salomão Filho, Modesto Carvalhosa, entre outros.

<sup>218</sup> STJ, REsp 798264/SP (2005/0190864-1), Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, j. 06.02.2017, DJ 16.04.2007.

<sup>219</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. rev. e ampl. 2.ª tiragem, São Paulo: Malheiros, 2015. p. 195.

Portanto, é importante retomar as garantias contidas no art. 2.º da Lei. A primeira delas que parece óbvia é a de que a sociedade anônima deve perseguir o lucro.

Os acionistas compram suas ações como investidores e esperam o retorno, ainda que a longo prazo, e mesmo nesse caso é dever da companhia informar ao mercado que essa é sua postura empresarial.

Nesse sentido, um caso paradigmático ocorreu com a carta informativa ao público acerca da abertura de capital da empresa Google.<sup>220</sup>

Seus idealizadores, Larry Page e Sergey Brin, antes de promoverem a abertura de seu capital, mediante oferta pública de ações (IPO – Initial Public Offer), publicaram um comunicado deixando nítido o perfil da empresa e já desestimulando com sinceridade peculiar eventuais investidores que não se enquadrassem nesse alinhamento.

Nesse caso, a informação foi prestada de forma clara e precisa, mas ainda assim em momento algum se negou que, em dado momento posterior, haveria a recompensa aos investidores.

---

<sup>220</sup> Nas palavras dos fundadores: “Google is not a conventional company. We do not intend to become one. Throughout Google’s evolution as a privately held company, we have managed Google differently. We have also emphasized an atmosphere of creativity and challenge, which has helped us provide unbiased, accurate and free access to information for those who rely on us around the world. [...] As a private company, we have concentrated on the long term, and this has served us well. As a public company, we will do the same. In our opinion, outside pressures too often tempt companies to sacrifice long term opportunities to meet quarterly market expectations. Sometimes this pressure has caused companies to manipulate financial results in order to ‘make their quarter’. In Warren Buffett’s words, ‘We won’t ‘smooth’ quarterly or annual results: If earnings figures are lumpy when they reach headquarters, they will be lumpy when they reach you’. [...] You might ask how long is long term? Usually we expect projects to have some realized benefit or progress within a year or two. But, we are trying to look forward as far as we can. Despite the quickly changing business and technology landscape, we try to look at three to five year scenarios in order to decide what to do now” (GOOGLE INC. – 2004 Founders’ IPO Letter “An Owner’s Manual for Google’s Shareholders”. Disponível em: <<https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004/ipo-letter.html>>. Acesso em: 23 jul. 2017). Tradução livre: O Google não é uma companhia convencional. Não pretendemos nos tornar uma. Ao longo da evolução da Google como uma empresa privada, gerenciamos o Google de forma diferente. Também enfatizamos uma atmosfera de criatividade e desafio, o que nos ajudou a fornecer acesso imparcial, preciso e gratuito à informação para quem confia em nós ao redor do mundo. [...] Como uma empresa de capital fechado, nos concentramos no longo prazo, e isso nos serviu bem. Como uma companhia aberta, faremos o mesmo. Em nossa opinião, pressões externas muitas vezes tentam as empresas a sacrificar oportunidades de longo prazo para atender às expectativas trimestrais do mercado. Às vezes, essa pressão faz com que as empresas manipulem os resultados financeiros para “fazer seu quinhão”. Nas palavras de Warren Buffett, “Não vamos” suavizar “os resultados trimestrais ou anuais: se os números de ganhos forem irregulares quando chegarem à sede, eles serão irregulares quando eles chegarem”. [...] Você pode perguntar quanto tempo é longo prazo? Normalmente, esperamos que os projetos tenham algum benefício ou progresso realizado dentro de um ano ou dois. Mas, estamos tentando olhar para a frente, na medida do possível. Apesar do cenário de negócios e tecnologia estar em rápida mudança, tentamos analisar cenários de três a cinco anos para decidir o que fazer agora.

Afinal, é sobre isso que se trata o *caput* e o § 1.º do art. 2.º: nenhum investidor adquire ações com fins filantrópicos.

Não há “ato de caridade” ou liberalidade em investir recursos na companhia apenas para observá-la funcionando, gerando empregos como se o acionista fosse o doador de uma fundação beneficente. Não, o investimento é em empresa mercantil que visa ao lucro. O acionista controlador necessariamente deve dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia nesse sentido.

Por conseguinte, não se mostra funcional uma companhia, orientada por seu controlador, passar diversos anos injustificadamente sem distribuir dividendos.<sup>221</sup> É nessa direção que o art. 2.º preceitua o primeiro dever àquele que pretende ser o controlador.

Como aludido anteriormente,<sup>222</sup> o § 2.º do art. 2.º determina a precisão na delimitação do objeto social, o que, conjugado com o parágrafo único do art. 116 e com a alínea *a* do § 1.º do art. 117, restringe o escopo de atuação do controlador. Qualquer orientação para fim estranho ao objeto social é tida como abusiva e, se gerar dano, enseja reparação.

Também não pode o controlador, salvo em casos limitados pela lei, e de forma justificada, restringir os direitos essenciais previstos no art. 109. Aqui novamente incidem o art. 117, *caput*, e a alínea *c*, que trata de decisões que visem prejudicar os acionistas minoritários.

Outros instrumentos são utilizados para o caso de grupos de sociedades. O art. 265, já abordado,<sup>223</sup> possibilita ao grupo de sociedades “de direito” algumas prerrogativas, por exemplo, que, dentro do grupo, uma companhia ceda uma posição negocial em prol desse mesmo grupo. Esse “sacrifício”, além das restrições oriundas da própria convenção firmada pelo grupo, possui limites estabelecidos pela lei<sup>224</sup> e regulação<sup>225</sup> por parte da CVM no caso de companhias abertas.

---

<sup>221</sup> Conforme julgado referido no item 2.3.1 *supra*.

<sup>222</sup> Vide item 1.6 *supra*.

<sup>223</sup> Vide item 1.8 *supra*.

<sup>224</sup> Conforme trata o Capítulo XXI, arts. 265 a 277, da Lei 6.404/1976.

<sup>225</sup> Sem prejuízo da atuação de outras autarquias regulatórias, como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Destaque-se que a Lei Societária almejou coibir que os grupos de sociedades fossem usados como instrumentos de manobras contábeis<sup>226</sup> adotando-se como subterfúgio a complexidade de suas relações.

Tudo isso se constata no art. 271, em que se impõe a transparência em relação ao registro de constituição desse grupo, mas especialmente no art. 275, que regula suas demonstrações financeiras e preceitua que: “O grupo de sociedades publicará, além das demonstrações financeiras referentes a cada uma das companhias que o compõem, demonstrações consolidadas, compreendendo todas as sociedades do grupo”.

A Lei 6.404/1976 também formata a governança do grupo ao estabelecer no art. 272 que sua estrutura hierárquica deve ser definida pela convenção, que será arquivada e publicada. Fixa, ainda, que a regra geral (salvo disposição em contrário), da representação das sociedades perante terceiros “cabará exclusivamente aos administradores de cada sociedade, de acordo com os respectivos estatutos ou contratos sociais”.

Todas essas restrições trazem como contraponto a liberdade de ação convencionalizada entre os membros do grupo. Esse sistema de freios e contrapesos se mostra fundamental em razão do crescimento dos grupos societários e da progressiva complexidade na formatação dessas estruturas coletivas.

Em sentido contrário, nas chamadas sociedades de fato, não se admite qualquer tipo de vantagem de uma companhia em detrimento da outra, devendo suas relações ser tratadas como interempresariais, isto é, de empresas individuais

---

<sup>226</sup> Como ocorreu no Processo Administrativo Sancionador CVM 17/2006, em que os administradores da companhia Inepar S.A. Indústria e Construções (“IIC”) foram condenados pela quebra de seus deveres fiduciários (em especial, o dever de lealdade exigido dos administradores de companhia aberta) por desviarem recursos da companhia administrada para sua controladora, utilizando como fachada a prestação de serviços que sequer foram prestados, recebendo multas elevadas em virtude disso. A empresa de auditoria contábil Martinelli Auditores e seus responsáveis foram condenados por omitir irregularidades praticadas na companhia Inepar S.A. Indústria e Construções (“IIC”), em especial na documentação referente aos repasses de valores à controladora Inepar Administração e Participações S.A. (“IAP”). A CVM, por meio de seu colegiado, decidiu que a empresa de auditoria tinha o dever de informar as irregularidades. Por conseguinte, a Martinelli Auditores e Carlos Roberto Felisberto, auditor responsável pelas demonstrações financeiras da Inepar S.A. Indústria e Construções e da Inepar Energia S.A., referentes aos exercícios de 2004 a 2008, sofreram a penalidade de suspensão, pelo prazo de dois anos, do registro de auditor independente para atuar prestando serviços a pessoa jurídica (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 17/2006. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131022\\_PAS\\_172006.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131022_PAS_172006.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2017).

em que uma possui ações de outra, exercendo influência dentro desse limite, como ensina Eizirik:<sup>227</sup>

Nos “grupos de fato”, as sociedades encontram-se vinculadas por meio de participação acionária, sem a necessidade de se organizarem formalmente por meio de convenção. As relações entre elas são estritamente comutativas, respondendo a sociedade controladora pelos danos causados à controlada por atos praticados com abuso de poder (art. 245).

Nesse sentido, os direitos e as responsabilidades por atos praticados na relação entre essas empresas são regidos individualmente. Logo, se a empresa A comete abuso de poder de controle em face das empresas B e C, poderá o controlador de A ser responsabilizado sem se levar em consideração qualquer interesse comum entre elas.

Estabelecidos esses parâmetros em relação aos deveres fiduciários do controlador, há outros dispositivos ligados às prerrogativas dos acionistas minoritários que podem ser utilizados para coibir eventuais condutas abusivas do controlador, que serão tratados no item seguinte.

### 3.3 O aumento de garantias aos acionistas minoritários

Antes de adentrar propriamente no tema referente à evolução do regime protetivo em relação à minoria acionária, mostra-se importante estabelecer um conceito de acionista minoritário.

Waldirio Bulgarelli,<sup>228</sup> ao tratar do conceito de minoria acionária, compara as diversas conceituações da doutrina: desde a classificação de José de La Vega,<sup>229</sup> de 1688, que classificava os acionistas em príncipes de renda, mercadores e jogadores, passando pela visão de Claude Champaud,<sup>230</sup> que divide *actionnaires – bailleurs de fonds* dos *actionnaires de contrôle* (em que se separa o controlador dos demais

<sup>227</sup> WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *RDM*, v. 61, p. 54-58, 1986.

<sup>228</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 33-40.

<sup>229</sup> DE LA VEGA, José. *Confusion de confusiones. Diálogos curiosos entre um filósofo agudo, um mercader discreto y um acionista erudito.* Madrid, 1968. p. 142 e ss. apud BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 34.

<sup>230</sup> CHAMPAUD, Claude. *Le Povoir de Concentracion.* Paris: Sirey, 1962. n. 29-30 apud BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 34.

investidores indistintamente), e ainda pela posição de Dominique Schmidt,<sup>231</sup> que distingue os *bailleurs de fonds* (aplicadores de capital) dos minoritários (investidores que queriam ter alguma participação sobre os rumos da companhia).

Para Bulgarelli, essa classificação de Schmidt, ao se afastar da motivação do acionista no momento em que adquire as ações e se direcionar para o seu comportamento perante a sociedade, torna-se muito mais precisa. Segundo ele, é até melhor do que a divisão que evolui do pensamento de José de La Vega, que divide os acionistas entre controladores, rendeiros e capitalistas.

Do fruto dessas comparações e estudos, o autor constatou que são conferidos direitos a todos os acionistas, e não se distingue na Lei Societária uma minoria que seja do tipo rendeiro ou especulador.

Portanto, todos os acionistas possuem direitos e eventualmente poderão se encontrar em posição minoritária e, por conta disso, terão certas prerrogativas. Em outras palavras, Bulgarelli<sup>232</sup> conclui que:

Minoria é, afinal uma posição – eventual ou não – que o acionista atravessa; pode-se dizer que o acionista não é minoria, mas está em minoria. Situação, ademais, que pode ser eventual, pois que ele pode – por aquisição de novas ações, por acordo de votos ou mesmo por pressão contratual (fornecimentos, financiamentos, etc.) – tornar-se maioria ou dela participar. Protege-se assim aquele acionista que se encontra em tal posição contra os possíveis e eventuais abusos da maioria.

[...]

Daí a noção, hoje, bem aceita, de que a minoria é o acionista ou conjunto de acionistas que, na Assembleia Geral, detém uma participação em capital inferior àquela de um grupo oposto.

Nesse ponto, pode-se traçar uma interessante comparação entre funções diferentes que, de forma muito rica, a Lei 6.404/1976 apresenta.

Quando Bulgarelli<sup>233</sup> afirma que a “proteção à minoria não se deve a ela mesma, mas à violação de seus direitos pela maioria”, pode-se, assim, interpretar essa proteção como uma função, na dicotomia controlador-minoritário.<sup>234</sup>

<sup>231</sup> SCHMIDT, Dominique. *Les Droits de la Minorité dans la Société Anonyme*. Sirey, 1970 apud BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 35.

<sup>232</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 40.

<sup>233</sup> *Ibidem*. p. 41.

<sup>234</sup> Bulgarelli utiliza o termo “maioria” na acepção de controlador, conforme se constata no seguinte trecho: “Apesar da igualdade formal dos acionistas, reconhece-se que alguns detêm o controle da

Comparato tratou do poder-dever atribuído ao controlador, que retrata a função social do controle (resguardada no parágrafo único do art. 116).

Em contrapartida, temos uma função social complementar, que é a da proteção à minoria, a qual enseja àqueles que se encontrem na condição momentânea de minoritários certas garantias. Essa função complementar, sem dúvida, é mecanismo propício para atrair novos investidores.

Os quóruns mínimos para o exercício de certas prerrogativas incluídos na Lei 6.404/1976 possuem esse estímulo: propagam ao mercado que, independentemente do controle, existem outros quóruns que asseguram ao acionista participar do jogo societário e, ademais, garantem, de forma mais rígida do que a preceituada no Decreto-lei 2.627/1940, um conjunto de direitos mínimos, considerados essenciais a todo acionista (art. 109).

Esse equilíbrio de funções, quando alcançado, certamente atinge o objetivo pretendido pelas reformas realizadas na Lei Societária.

Nesse passo, vamos destacar algumas das principais alterações no texto da Lei que asseguram aos minoritários uma maior possibilidade de participação societária e defesa de seus interesses, se comparadas ao que existia na legislação anterior.

Para que os acionistas minoritários tivessem maior acesso ao poder de representação, a Lei Societária estipulou no art. 141 a possibilidade de que as minorias concentrem seus votos, nos seguintes termos:

Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

No sentido de estender ainda mais essa possibilidade, a Lei 10.303, de 2001, alterou o § 4.<sup>o</sup><sup>235</sup> do art. 141, preceituando que determinados acionistas “terão direito

---

sociedade (maioria), o que acresce aos seus direitos de acionistas, mais o poder decorrente da direção da sociedade, criando-se assim um ‘plus’, em relação aos demais” (*Ibidem*, p. 43).

<sup>235</sup> A previsão original era muito mais restritiva, pois se vinculava a um determinado número de membros no conselho e ainda estipulava quórum de 20% de ações com direito a voto, ignorando-se nesse ponto o acesso dos acionistas preferenciais sem direito a voto ou com voto limitado. Contudo, ainda assim se tratava de evolução em relação ao Decreto-lei 2.627/1940. O § 4.<sup>o</sup> em 1976 previa que: “Se o número de membros do conselho de administração for inferior a 5 (cinco), é facultado aos acionistas que representem 20% (vinte por cento), no mínimo, do capital com direito a voto, a eleição de um dos membros do conselho, observado o disposto no § 1.<sup>o</sup>”.



de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia geral, excluído o acionista controlador”.

São eles os proprietários de ações, no caso de companhia aberta, que reúnam pelo menos 15% do total das ações com direito a voto, ou os preferencialistas “sem direito a voto ou com voto restrito” (também em companhias abertas) que representarem 10% do capital social no caso de não exercerem o estipulado no art. 18 – referente à possibilidade de assegurar a “uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração”.

Outro grande avanço para garantir o acesso dos minoritários, trazido pela Lei 10.303/2001, foi o § 5.º dispor que, não sendo possível aos acionistas alcançar os quóruns dos incisos I e II do § 4.º, “ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quórum exigido pelo inciso II do § 4.º”.

Em outras palavras, esses acionistas podem se unir, para, em conjunto, eleger um representante, e o quórum escolhido foi o menor, de 10% entre as duas opções que o legislador possuía em relação aos incisos do § 4.º. Resta clara, assim, a opção protetiva àqueles acionistas que se associam para obter acesso representativo perante a companhia.

Também no escopo de assegurar maior possibilidade de representação aos minoritários, o art. 161 da lei garante o direito de eleição por voto em separado para escolha de membro do conselho fiscal aos acionistas minoritários “desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto”.

Outra prerrogativa importante atribuída aos minoritários se refere ao maior poder de fiscalização. Com a reunião de 5% do capital votante, os acionistas poderão requisitar a exibição dos livros fiscais da companhia por meio de ordem judicial nos termos do art. 105 da Lei 6.404/1976, o qual dispõe:

A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.

Desse artigo destaque-se o uso da expressão “exibição por inteiro” dos livros da companhia, pois, a rigor, é direito essencial do acionista a fiscalização da companhia em que investe, todavia, a forma como essa fiscalização se concretiza é limitada pela própria Lei. Até mesmo porque esse importante direito, que é o de fiscalização, não pode ser vulgarizado a ponto de atrapalhar as atividades da companhia.

Nessa mesma perspectiva, cumpre reiterar a importância do art. 157 e seu § 1.º já referidos,<sup>236</sup> que asseguram aos acionistas que reunirem 5% do capital social em companhia aberta o direito de solicitar, perante a assembleia geral, uma vasta gama de informações a respeito dos administradores.

Outro direito assegurado aos minoritários no art. 123, c, da Lei Societária é a possibilidade de convocação de assembleia geral

[...] por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas.

Nesse ponto, assegura-se aos não controladores a possibilidade de que um percentual mínimo do capital social possa convocar os demais investidores ao debate. Note-se que é possível a negativa do pleito de convocação de forma fundamentada.

O que não se admite é que se ignore a manifestação da minoria (dentro do quórum legal, isto é, acima de 5%) para o debate de pautas por esta elencado. Tal atitude enseja a possibilidade de convocação autônoma dessa minoria de convocar a assembleia geral em que serão decididas as principais questões ligadas à companhia, entre estas a eleição dos administradores.

Outra preocupação do legislador de 1976 se deu no sentido de evitar que houvesse abuso na alienação de controle, propiciando ao controlador uma vantagem em detrimento dos minoritários. Nesse sentido, ao regular esse tipo de operação, a Lei das S.A. incluiu o art. 254 e parágrafos com a seguinte redação:

Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.

---

<sup>236</sup> Vide item 3.2 *supra*.

§ 1.º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

§ 2.º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

§ 3.º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta.

O escopo do legislador era assegurar tratamento igualitário ao controlador e aos demais acionistas nas companhias abertas, no caso de alienação de controle.

Contudo, logo após a publicação da referida Lei, em 17 de dezembro de 1976, já se realizou uma distinção entre os minoritários proprietários de ações ordinárias daqueles que eram titulares de ações preferenciais, por meio da Resolução 401 do Conselho Monetário Nacional, de 22 de dezembro de 1976.

Sobre esse tema, Norma Parente<sup>237</sup> manifesta-se no sentido de que houve uma deturpação do que foi aprovado no Congresso Nacional e afirma:

É lamentável que esse direito não tenha sido estendido ao acionista preferencial. Em termos patrimoniais, a sua contribuição tem o mesmo valor que a dos demais acionistas. É injusto que o direito de vender em conjunto com o controlador não lhe tenha sido outorgado. Penso que esse direito deveria ter sido partilhado entre minoritários ordinários e preferencialistas.

A argumentação de que o prêmio deveria ser exclusivo das ações dos controladores, uma vez que são os únicos que se dedicam integralmente à empresa, não procede, pois o capital de ambos tem necessariamente idêntico valor. A valorização das ações deve refletir a sua participação no patrimônio social. No momento de subscrição tanto controladores como minoritários adquirem as ações pelo mesmo valor. Na divisão do patrimônio pelo número de ações também não se atribui maior valor às ações do controlador. Em vista disso, é iníquo que só o controlador usufrua o prêmio de controle. A atribuição desse direito aos minoritários ordinários é um avanço significativo, mas deixou a desejar com relação aos preferencialistas.

A exclusão desse direito em 1997 causou enormes prejuízos aos acionistas minoritários e, especialmente, danos à imagem do mercado de capitais e do Brasil. A inopinada retirada de direitos de minoritários gerou um clima de insegurança jurídica entre os investidores.

O referido artigo acabou sendo revogado pela Lei 9.457, de 1997, que estabeleceu uma série de restrições aos direitos dos acionistas, especialmente em virtude de uma política estatal de promoção de desestatização de companhias.

---

<sup>237</sup> PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas. In: LOBO, Jorge; KANDIR, Antonio et al. (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n.º 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 39-40.

Posteriormente, com o advento da Lei 10.303/2001, ficou estabelecido no art. 254-A que:

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

Asseguraram-se, dessa forma, os direitos dos acionistas proprietários de ações com direito de voto de alienar suas ações, garantindo 80% do valor pago pelas ações que integram o bloco de controle – quando o controle da companhia for alienado em oferta pública.

Comparato<sup>238</sup> discordou dessa alteração legislativa, para o qual esse tipo de imposição normativa teria pouco sentido em função da flagrante diferença de valor entre as ações do controlador e dos minoritários:

A extensão da oferta dos acionistas, minoritários, ainda que limitados a 80% conforme previsto no art. 254-A da Lei n.º 6.404/1976, suscita um problema. Trata-se de verdade elementar que o *status* do acionista controlador não se confunde com o do não controlador, que ações ordinárias não são equipolentes a ações preferenciais sem voto, que a situação de poder soberano só mesmo no terreno da demagogia confusa se põe em pé de igualdade com o estado de subordinação ou sujeição. Vai-se então, impedir que, numa civilização que reduz todos a bens ou valores a mercadorias, as diferenças não se meçam em termos pecuniários? Ora, minoria e maioria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito de voto, a assembleias deliberativas ou a colégios eleitorais. A leitura do texto em outro sentido só serve para baralhar as cartas.

Para Comparato<sup>239</sup> o art. 254-A reintroduziu “um forte elemento de perturbação na economia legal”. O autor ainda critica a referida previsão restar limitada ao âmbito das cessões de controle das companhias abertas, quando na visão dele são justamente nas companhias fechadas em que o acionista minoritário, “muito mais frequentemente, se encontra bloqueado, sem ter outro comprador para suas ações, senão o controlador, que costuma oferecer, por elas, um preço vil [...]”.<sup>240</sup>

<sup>238</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2015. p. 271.

<sup>239</sup> *Ibidem*, p. 172.

<sup>240</sup> *Idem, ibidem*.

Um contraponto que se pode deduzir acerca desse tema é o risco social que envolve as grandes companhias de capital aberto, o que fundamentaria a maior necessidade de proteção em relação às companhias fechadas, sem nenhuma ressalva à pertinente observação de que seria necessário também um mecanismo legal específico para proteger os minoritários da perda de liquidez de suas ações no âmbito das companhias fechadas.

Ainda sobre as alterações decorrentes da Lei 10.303/2001, podem-se destacar outras inovações no sentido de aumentar a proteção aos acionistas minoritários. O art. 4.º da Lei das S.A. foi alterado para assegurar maior proteção aos minoritários na hipótese de fechamento de capital da companhia mediante realização de oferta pública (§ 4.º<sup>241</sup> do art. 4.º), a preço justo, sendo ainda passível sua revisão (art. 4.º-A<sup>242</sup>) no caso de acionistas que representem 10% do capital social.

Outra disposição importante visando preservar a liquidez das ações dos minoritários foi trazida com a inclusão do § 6.º<sup>243</sup> do art. 4.º que impõe a realização de oferta pública, nos mesmos termos do § 4.º do art. 4.º, sempre que o aumento no volume da participação acionária do controlador ou da sociedade controladora ameaça a possibilidade de que os minoritários alienem as suas ações a um preço razoável segundo Normas Gerais da CVM.

Em outras palavras, se, por exemplo, os minoritários de uma companhia tiverem seu capital reduzido a 3% do capital social e esse valor, segundo as normas vigentes pela CVM ao tempo dos fatos, lhe impedirem de obter liquidez sobre as

---

<sup>241</sup> “Art. 4.º [...] § 4.º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4.º-A.”

<sup>242</sup> “Art. 4.º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4.º do art. 4.º.”

<sup>243</sup> “Art. 4.º [...] § 6.º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4.º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.”

ações residuais, será imposto ao controlador ou grupo de controle adquirir essas ações por oferta a preço justo segundo os critérios do § 4.º do art. 4.º.

Uma alteração significativa trazida na referida Lei foi a reforma na composição do conselho fiscal que passou a ser constituído por três membros, sendo um indicado pelo controlador, um pelos minoritários (com ações ordinárias e preferenciais) e um terceiro em consenso pelos dois grupos. Caso não haja acordo, será eleito pela assembleia geral, em que cada ação terá direito a um voto, não importando a classe ou a espécie.

Garantir que um conselho seja, necessariamente, um representante dos minoritários, bem como a paridade de votos no caso de empate, é uma forma explícita de assegurar maior participação dos acionistas não controladores nas decisões da companhia.

Ademais, dessa inter-relação entre representantes minoritários e controladores muitos aspectos positivos podem surgir, como a fiscalização recíproca, a busca por alinhamento de interesses em prol da companhia, entre outros.

Outra alteração importante promovida pela Lei 10.303/2001 foi a redução da proporção no capital social, entre ações preferenciais e ordinárias, para 50% (§ 2.º do art. 15), exigindo maior representatividade de capital com direito a voto para se estabelecer o exercício do controle.

Pela proporção anterior, havia companhias com até 2/3 do capital composto por ações preferenciais, em que, por via de regra, se suprime o direito de voto. Assim, era possível exercer o controle com metade (16,66 %) mais um de 1/3 das ações ordinárias. Em outras palavras, com 17% das ações com direito a voto era possível gerir a totalidade do capital social.

Com essa mudança legislativa, passa-se a exigir da pessoa ou grupo que pretende exercer o controle um investimento em ações com direito a voto mais consistente, ou ainda uma organização maior para reunir por meio de acordo o número de ações com direito a voto para formar o bloco de controle.

No que concerne às ações preferenciais, a Lei 10.303/2001 ainda reformulou o art. 17 para preceituar as seguintes vantagens ou preferências: “I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou III – na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II”.

Além disso, o § 1.º dispõe que as ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição ao exercício deste só serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída uma das preferências ou vantagens arroladas. São elas:

- I – direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:
  - a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e
  - b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou
- II – direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou
- III – direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Nesse aspecto, a reforma procura tornar mais atraente ao mercado a aquisição de ações preferenciais definindo critérios mais rígidos para que essa vantagem não seja apenas teórica.

No mesmo sentido, o § 2.º do art. 17 impõe que quaisquer outras vantagens aos acionistas sem direito a voto ou com voto restrito deverão constar no estatuto “com precisão e minúcia”.

Sob outro prisma, verifica-se também uma forma de equilíbrio de poder, uma vez que esses acionistas, quando se encontram tolhidos do direito de voto ou com voto limitado, necessitam de um incentivo para compensar a perda desse poder político atrelado a essas ações.

A garantia de um dividendo mínimo diferenciado, como preceitua o inciso I do § 1.º do art. 17, é um bom exemplo de como se pode estimular esse equilíbrio. Até porque, como já exposto, existem acionistas que realmente não têm interesse em participar dos negócios da companhia, mas apenas de obter o retorno de seus investimentos, e, nesse caso, quanto maior o estímulo assegurado por Lei para tal, maior será a quantidade de investidores envolvidos nesse tipo de ação.

### 3.4 As ações possíveis contra o abuso do controlador

Como visto anteriormente, o art. 117 da Lei 6.404/1976 preconiza a responsabilização do acionista controlador pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. Ademais, prevê no seu § 1.º em caráter exemplificativo algumas modalidades desse abuso.

Essa previsão genérica de haver ressarcimento foi considerada, à época da edição da Lei Societária, um avanço no sentido de que o Decreto-lei 2.627 não havia feito referência a esse tipo de responsabilização. Todavia, essa inovação também recebeu críticas da doutrina.

Uma delas foi que não houve previsão de como instrumentalizar a ação de responsabilidade em relação à pessoa natural que pratica o abuso do poder de controle.

Não havendo essa referência, algumas opções se apresentam como meio de instrumentalizar a ação de reparação, entre elas: (i) ação de ressarcimento com base no art. 927<sup>244</sup> do Código Civil, combinado com a previsão geral do art. 117; (ii) aplicação analógica do art. 246 da Lei Societária, que prevê a referida ação para as sociedades controladoras; e (iii) aplicação das regras para responsabilização dos administradores contidas no art. 159 da mesma Lei.

Entre essas três opções, analisando as peculiaridades trazidas pela figura do controlador e o poder-dever manejado pelo legislador em relação a essa posição, parece mais adequada a aplicação analógica do art. 246, que assim dispõe:

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

§ 1.º A ação para haver reparação cabe:

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

<sup>244</sup> “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”. Destaque-se ainda os artigos 186 e 187:

“Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”.

Como a Lei Societária prevê prerrogativas expressas àquele que fizer jus à condição de acionista controlador, quando este abusa de seu poder também comete ato ilícito com base no enquadramento deste artigo, pois excede direitos previstos em lei quando, por exemplo, desvirtua o objeto social da companhia para seus próprios interesses.



b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente.  
§ 2.º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.

A redação desse artigo se mostra muito coerente por desde logo não mencionar a necessidade de autorização<sup>245</sup> da assembleia geral para o ajuizamento da ação, o que evita uma situação de contradição entre os interesses do controlador e as decisões da assembleia, que veremos adiante.

O art. 246 fixa em sua alínea *a* um *quórum* mínimo para que essa ação seja utilizada por acionista ou grupo de acionistas que detenham ao menos 5% do capital social. Em outras palavras, exige uma representatividade para que tal ação seja movida considerando os riscos de sua repercussão. Além disso, verifica-se em sua alínea *b* que é facultado a qualquer acionista promover a ação desde que preste caução pelas custas e honorários.

O fato de o acionista controlador ser responsabilizado por ação própria não o isenta da responsabilização autônoma dos atos que pratica quando acumula a função de administrador nos termos do § 3.º<sup>246</sup> do art. 117 da Lei Societária. Nesse sentido, Nelson Eizirik<sup>247</sup> afirma que, “se o acionista controlador exercer cargo de administrador ou membro do conselho fiscal da companhia, terá, adicionalmente, os deveres e responsabilidades próprios do cargo definidos em outros artigos da Lei das S.A.”.

---

<sup>245</sup> Nesse sentido, cumpre destacar as observações de José Alexandre Tavares Guerreiro: “Cabe observar sutil diferença entre a legitimação dos acionistas para ajuizar a ação social destinada a promover a responsabilidade dos administradores e para ajuizar a ação social destinada a promover a responsabilidade da sociedade controladora. No primeiro caso se a assembleia geral deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem cinco por cento, pelo menos, do capital social (art. 159, § 4.º). Já no segundo caso dispensa-se a prévia manifestação da assembleia por motivos facilmente compreensíveis: sendo a assembleia dominada pela sociedade controladora, nenhum sentido teria aguardar-se eventual manifestação da assembleia favorável ao ajuizamento de ação reparatória contra a sociedade controladora” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979. v. 2, p. 711).

<sup>246</sup> “Art. 117. [...] § 3.º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.”

<sup>247</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*: arts. 1.º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1, p. 699.

Desse modo, serão aplicadas ao controlador-administrador as disposições previstas no art. 159, possibilitando três<sup>248</sup> modalidades diferentes de ação da responsabilidade.

A primeira, contida no *caput* do art. 159, é chamada ação *ut universe*, em que a Lei das S.A. preceitua que: “Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio”. Portanto, caberá à própria companhia deliberar se dará andamento ou não à ação de responsabilidade, o que traz uma contradição em especial na hipótese de o administrador ser também o acionista controlador. Nas palavras de Ana Beatriz Marigone e Carolina Tavares Guerreiro.<sup>249</sup>

O problema da ação *ut universe* é que sua proposição deve ser aprovada em assembleia geral. E quem detém o poder de preponderar nas deliberações sociais da companhia? Justamente o acionista controlador, que teoricamente seria o causador do dano em casos de abuso de poder de controle. Ainda que para deliberação específica se apliquem as regras do conflito de interesses e proibição de voto tratadas acima, a posição dos acionistas minoritários é bastante frágil. Por essa razão, Adamek sustenta que a ação social *ut universi* não representa um instrumento efetivo de proteção da minoria.

Existe uma segunda modalidade de ação social denominada *ut singuli* estabelecida no art. 159 da Lei das S.A., em seu § 3.º, que dispõe que qualquer acionista poderá promover a ação prevista no *caput* desde que esta “não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia geral”.

O acionista, nesse caso, propõe a ação visando reparar o prejuízo causado para a companhia, não lhe sendo imputada qualquer vantagem direta pelo resultado. Por conseguinte, não se verificam grandes estímulos para se custear uma ação judicial, que pode ser cara e morosa, ou mesmo uma arbitragem, possivelmente custosa. Nesse sentido, Marcelo von Adamek<sup>250</sup> entende que “nem sempre é fácil encontrar acionistas que, sem mirar qualquer ganho adicional, esteja disposto a custear o processo”.

<sup>248</sup> MARGONI, Ana Beatriz Alves; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. Exercício abusivo do poder de controle e o dever de reparar o dano. *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 488-489.

<sup>249</sup> *Ibidem*. p. 489.

<sup>250</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. *A responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 369.

A terceira modalidade de ação social é a ação *ut singuli*,<sup>251</sup> prevista no § 4.º do art. 159, em que a ação é proposta em nome da companhia por acionistas que representam pelo menos 5% do capital social, em caso de rejeição pela assembleia geral. Ela permite que, independentemente de prazo, os acionistas minoritários busquem o ressarcimento em prol da sociedade. Evidentemente que sempre há um risco no ajuizamento dessas ações, mas o § 5.º do art. 159 prevê que os “resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas essa deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados”.

Além dessas ações, o Ministério Público possui legitimidade para atuar nos casos em que os danos causados pelo acionista controlador atingiram interesses difusos e coletivos. Essa questão será abordada com mais detalhe no tópico seguinte.

#### 3.4.1 A legitimidade para intentar as ações de responsabilidade.

A legitimidade originária para as ações de responsabilidade é atribuída pela Lei das S.A. à companhia e instrumentalizada pela ação de seus diretores. Nesse sentido, o art. 144 confere-lhes a competência para representar perante terceiros e conduzir os negócios sociais. O mesmo vale a para a representação em juízo nos termos do art. 75, VIII,<sup>252</sup> do Código de Processo Civil.

Portanto, a regra geral é de que os diretores da companhia devem representá-la em ações judiciais, incluindo os casos de ações de ressarcimento por danos causados em abuso de poder do controlador.

Todavia, como já tratado, existe uma influência direta do acionista controlador sobre a diretoria, afinal, por via de regra, ele os elegeu e pode demitir qualquer um de seus membros *ad nutum*, de modo que, mesmo sendo um dever

---

<sup>251</sup> MARGONI, Ana Beatriz Alves; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. Exercício abusivo do poder de controle e o dever de reparar o dano. *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 491.

<sup>252</sup> “Art. 75. Serão representados em juízo, ativa e passivamente: [...] VIII – a pessoa jurídica, por quem os respectivos atos constitutivos designarem ou, não havendo essa designação, por seus diretores”.

dos administradores se insurgir contra ações que violem do interesse da companhia, na prática muitas vezes isso não acontece.

E, ciente dessa realidade, a Lei 6.404/1976 contempla as hipóteses de legitimação extraordinária, no caso de abuso de poder de controle, no art. 246, e, no caso da responsabilização dos administradores, no art. 159, §§ 3.º e 4.º.

No tocante à substituição processual prevista no art. 246, § 1.º, *a e b*, existe a outorga legal para a representação à companhia sempre condicionada aos requisitos já aludidos (de quórum na primeira alínea e de caução na segunda).

Modesto Carvalhosa,<sup>253</sup> em posição minoritária na doutrina, sustenta que nos termos do art. 246 os acionistas minoritários atuariam como um “órgão especial da sociedade”, possuidor de legitimidade originária e exclusiva para promover ações de responsabilidade com o intuito de ressarcir aos donos da companhia.

Contudo, não é isso que a Lei Societária preceitua. O fato de a lei não exigir a autorização prévia da assembleia geral não implica o reconhecimento de que se trate uma legitimação ordinária.<sup>254</sup>

Ademais, a própria sistemática da Lei Societária demonstra que a legitimação ordinária é exclusiva da companhia, e, nos casos em que há inércia desta por meio de seus representantes (ou como no caso do art. 246 em que se pode intuir que a deliberação favorável à ação social não ocorreria), é que se propõe uma segunda via, supletiva e extraordinária, por meio da substituição processual.

---

<sup>253</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 4, t. II, p. 71.

<sup>254</sup> No mesmo sentido entende a doutrina processual, destacando-se a posição de Dinamarco: “A conclusão do presente capítulo é que os sócios minoritários, autorizados pelo art. 246, §1º, da Lei das Sociedades Anônimas a estar em juízo para postular a condenação da sociedade controladora por danos causados à companhia (LSA, arts. 117 e 246, *caput*) ali figuram como típicos substitutos processuais e não como representantes desta. Alinho a seguir os tópicos do raciocínio em que se funda tal conclusão, fazendo-o em proposições bastante simples e objetivas e sem me pejar de passar pelo óbvio: a) pelo disposto no art. 12, inc. IV, do Código de Processo Civil, é aos sujeitos designados em estatuto, ou subsidiariamente aos diretores, que compete a representação da sociedade em juízo; b) os minoritários, como tais, não têm estatutariamente qualquer poder de representação – o que seria mesmo um absurdo, pois a nenhuma assembleia ocorreria essa aberração consistente em dar poderes dessa ordem a todos os acionistas, ou a um número muito grande deles, em total dispersão do comando da companhia; c) não tendo poderes de representação, não têm também os deveres do administrador, sendo-lhes simplesmente facultado o exercício do direito de ação; d) a ação para a qual são legitimados é pontualmente indicada em lei (LSA, art. 246, § 1.º), não tendo eles qualificação para estar em juízo por todo e qualquer direito ou interesse da companhia; e) exercerão o direito de ação, segundo sua vontade incensurável e sem obrigatoriedade alguma, sempre que forem suficientemente motivados pela valorização da própria companhia e de sua participação acionária, bem como pela promessa de prêmio instituído no art. 246, § 2.º, da Lei Acionária; f) não se sujeitam a sanção alguma pelo não exercício desse direito de ação” (DINAMARCO, Cândido Rangel. *Processo civil empresarial*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 622-624). O artigo referido hoje é representado pelo art. 75, VIII, do Código Processual Civil vigente.

Em que pese o foco deste trabalho ser nas formas de coibir o abuso de poder de controle elencadas na Lei das S.A., faz-se importante uma menção à legitimidade de o Ministério Público atuar, por meio de ação civil pública, na repressão aos abusos cometidos por acionistas controladores.

A ação civil pública é regulada pela Lei 7.347/1985 e tutela a defesa do meio ambiente, dos direitos do consumidor, de bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico, ou, ainda, qualquer outro interesse difuso ou coletivo.

Quando o abuso por parte do controlador de uma grande sociedade anônima gera danos que afetam todo o mercado e causam prejuízos a toda a coletividade, a ponto de serem considerados transindividuais, admite-se o manejo da ação civil pública por parte do Ministério Público, ou de entidades de classe devidamente representadas, para proteger seu direito coletivo.

Hugo Nigro Mazzilli<sup>255</sup> defende a legitimação para o ajuizamento desse tipo de ação justamente nessas circunstâncias, em que o dano transcende os interesses individuais, mesmo que haja interesse concorrente de legitimados, por exemplo, no caso dos acionistas minoritários. Nas palavras do autor:

De nossa parte identificamos na ação civil pública ou coletiva a legitimação extraordinária ou a substituição processual, o que não ocorre nas hipóteses em que o titular da pretensão aja apenas na defesa do próprio interesse. Na ação civil pública ou coletiva, embora em nome próprio, os legitimados ativos, ainda que ajam de forma autônoma e, às vezes, também defendem interesses próprios, na verdade estão a defender em juízo mais que meros interesses próprios: zelam também por interesses transindividuais, de todo o grupo, classe ou categoria de pessoas, os quais não estariam legitimados a defender a não ser por expressa autorização legal. Daí por que esse fenômeno configura preponderantemente a legitimação extraordinária, ainda que, em parte, alguns legitimados ativos possam, na ação civil pública ou coletiva, também estar a defender interesse próprio.

A atuação do Ministério Público em ações dessa natureza já resultou em alguns casos importantes em que se verificou a efetiva punição a abusos graves praticados por acionista controlador.

---

<sup>255</sup> MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo: meio ambiente, consumidor e outros interesses difusos e coletivos*. 12. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Saraiva, 2000. p. 53.

Um exemplo disso foi a ação civil pública contra a empresa Agro Comércio e Representação de Avestruz Ltda. (conhecida como Avestruz Master) em razão de práticas abusivas.

Os acusados prejudicaram milhares de investidores mediante a oferta de negócio referente à venda da *commodity* avestruz no território nacional, contudo a estrutura negocial prometida na verdade era inexistente.

Em decorrência dos fatos apurados nessa ação, foram promovidas ações criminais nos Estados de São Paulo e Goiás.

No julgamento ocorrido,<sup>256</sup> que ratificou a sentença proferida pela 11.<sup>a</sup> Vara Federal da Justiça Federal do Estado de Goiás, as consequências do crime praticado foram consideradas de imensa gravidade não somente pelo abalo à credibilidade do Sistema Financeiro Nacional, mas também em razão dos prejuízos econômicos causados a milhares de investidores. Foram mais de 50 mil pessoas lesadas, com prejuízos de mais de um bilhão de reais.

No julgado referido, restou evidenciada a prática abusiva, conforme trecho que se colaciona:

Enfim, pela evolução dos fatos observados, verifica-se que a empresa não tinha interesse em regularizar suas operações, ou seja, interromper a promessa ou a expectativa de rentabilidade dos investidores. Pelo contrário. A Avestruz Master agiu, por intermédio dos denunciados, reiteradamente, de forma contrária ao declarado e assumido perante a CVM, demonstrando má-fé e evidente dolo no comportamento da sua administração e buscando, por diversas ocasiões, dissimular o caráter irregular da forma de captação de recursos de terceiros.

[...]

Além disso, propagandeando, falsamente, a adequação às determinações da CVM, e a higidez financeira da empresa, tudo com o escopo de conferir credibilidade ao negócio, a Avestruz Master, além de atrair novos investidores, induziu aqueles que nela já investiam.

Com efeito, apesar de noticiar a sua comercialidade, inclusive, em determinado período, com um certificado de garantia de mercado, assegurando, assim, disponibilidade para comercialização das aves, constatou-se que a empresa não teria ingressado no mercado internacional e o mercado interno era quase inexistente (depoimento do próprio Jerson Maciel).

Em decorrência dessas ações, três pessoas foram condenadas a mais de 38 anos de prisão. Foi fixado o valor do dano em 100 milhões de reais a ser reparado pelos sentenciados. Efetivamente, um dos poucos bons exemplos encontrados em

---

<sup>256</sup> TRF 1.<sup>a</sup> Região, Apelação Criminal 0003828-05.2006.4.01.3500/2006.35.00.003838-0/GO, Rel. Hilton Queiroz, j. 15.02.2005.

que as sanções guardam correspondência com o dano provocado e o risco social gerado.

O problema é justamente a ausência de parâmetros. De um lado, verificam-se um ou outro julgado trazendo uma sanção emblemática e, de outro, muitos casos em que a sanção é mínima e por vezes nem sequer é dada procedência ao pleito. Esse assunto será debatido no item 3.7 que trata dos problemas instrumentais das ações contra o acionista controlador pela via judicial no Brasil.

Outro ponto a ser discutido em relação à legitimidade é a posição defendida por Calixto Salomão Filho do sentido de que, em determinados casos, os diretores podem se insurgir contra o acionista controlador em defesa dos acionistas minoritários e até mesmo dos trabalhadores da companhia.

Nesse sentido, o autor afirma que, em alguns casos, em que, por exemplo, a ação do controlador desnatura totalmente o interesse social, (e seu feixe de interesses resguardado pelo parágrafo único do art. 116), sendo lícita a oposição contra as ações do controlador. De acordo com o autor:

A casuística relativa à concreta periclitación do interesse social através de uma alienação de controle é muito expressiva. Imagine-se o caso de tentativa de aquisição de controle proveniente de pessoas cuja ligação ao nome da empresa pode ser negativo do ponto de vista comercial. A tentativa do crime organizado de adquirir poderio financeiro através da aquisição de controle é realidade de nossos dias. As consequências, danosas para a reputação da sociedade perante o mercado, são também inegáveis. Não seria lícito aos administradores pôr em moto técnicas de defesa?

Trata-se de uma posição relevante, pois representa parte da doutrina que vem desenvolvendo novas ideias que partem das premissas que tomam a companhia como um feixe de interesses.<sup>257</sup>

Feitas essas considerações em relação aos legitimados para promover ações contra ações abusivas dos controladores, passamos a verificar outro instrumento importante nesse sentido: a vedação ao voto assemblar em conflito de interesses.

---

<sup>257</sup> Essa visão da empresa como um feixe de interesses passou a ter maior repercussão acadêmica após o trabalho seminal de Ronald Coase, *The Nature of The Firm*. Nessa obra, a firma já era estudada como um feixe de diversos interesses que poderiam ser utilizados como forma de reduzir os custos de transação.

### 3.4.2 A restrição ao voto em conflito de interesses

O art. 115 da Lei das S.A. determina no seu *caput* o dever de todo acionista de “exercer o direito a voto no interesse da companhia”. E no § 1.º desse mesmo artigo é vedado o voto em conflito de interesse ao dispor que:

Art. 115. ...

[...]

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

Nesse parágrafo, o legislador destacou três situações bem evidentes de conflito de interesse: (i) que tange a avaliação dos próprios bens que concorrem para a formação do capital social; (ii) na deliberação que aprova suas contas na condição de administrador; (iii) em qualquer outra situação que lhe traga benefício particular, para, em seguida, com a expressão “em que tiver interesse conflitante com o da companhia”, elastecer o alcance da norma com uma quarta figura cabível para qualquer situação de interesse conflitante.

É importante frisar que, dentro do escopo de voto abusivo, é menos polêmica a questão relacionada ao *caput* e às três primeiras hipóteses do § 1.º do art. 115. Nesses casos, Erasmo Valadão Azevedo e Novaes França,<sup>258</sup> acompanhado da maioria da doutrina, considera que o controle sobre voto relativo a essas questões é feito *ex ante*. Ou seja, nem se admite uma avaliação de seu resultado. E o voto proferido nessas condições seria nulo.

A polêmica cinge-se à figura do voto em interesse conflitante com o da companhia.

Esse é um ponto de grande controvérsia tanto na doutrina quanto na jurisprudência.

---

<sup>258</sup> VALADÃO, Erasmo de Azevedo e Novaes França. *Conflitos de interesse nas Assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993. p. 86-97.



Partindo da interpretação literal do § 1.º, infere-se que o acionista “não poderá votar” e, por conseguinte, surgiu a corrente que entende que o controle acerca de qualquer conflito deve se realizar *ex ante* (conflito formal).

Segundo essa corrente doutrinária, para ocorrer o conflito de interesses não há necessidade de interesse oposto, basta que haja interesse duplo: figurar em ambas as partes de um contrato, por exemplo, traz duplicidade de interesses, ainda que o contrato seja celebrado em condições equitativas.

Outra corrente analisa o § 1.º com o § 4.º do mesmo artigo que dispõe que:

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

Por um pressuposto lógico (ao menos, aparente), não faria sentido a lei prever a anulabilidade do voto em interesse conflitante e a sua responsabilização por danos causados, bem como o dever de transferir para a companhia a vantagem que lhe foi auferida se o acionista fosse proibido de votar.

Portanto, os seguidores dessa corrente fundamentam sua posição em uma interpretação sistemática da Lei das S.A. e sustentam a tese de que o conflito é um fenômeno cuja verificação se dá *a posteriori* da manifestação do voto pelo acionista.

Nesse caso, se, por exemplo, após a votação em assembleia, se verificar que o exercício do voto proferido foi contrário ao interesse social, seu voto deixará de ser computado para a aprovação da respectiva deliberação. Se tal voto tiver sido decisivo para a formação da maioria, então a deliberação será anulável. Assim, a análise de eventual conflito de interesses ocorreria caso a caso por um exame *ex post*. Outro argumento que se apresenta em relação a essa corrente se refere à presunção geral de boa-fé dos acionistas.

Também há uma posição híbrida de Fábio Konder Comparato<sup>259</sup> no sentido de que, excetuando-se os casos expressos na norma, deve-se realizar uma interpretação do conflito de interesses avaliando se ele ocorre da forma evidente (transparente *a priori*), ressaltando que, nos demais casos, não se aplica o impedimento de voto. Nas palavras do referido autor:

---

<sup>259</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 91.

A lei brasileira, como a italiana, proíbe seja dado em assembléia geral um voto conflitante com o interesse da companhia. Indaga-se, portanto, se a mesa diretora dos trabalhos da assembleia estaria autorizada a não computar esse voto na deliberação. Parece evidente que sim, quando se trata de uma das situações de conflito aberto de interesses, relacionadas no § 1.º do art. 115: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para a formação do capital, aprovação de contas do votante como administrador ou concessão de vantagens pessoais. Trata-se, afinal, de mera aplicação do princípio *nemo iudex in causa* própria.

Tirante esses casos expressamente indicados na norma, para que haja impedimento do voto é mister que o conflito de interesses transpareça *a priori* da própria relação ou negócio sobre que se vai deliberar, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista. Não transparecendo preliminarmente o conflito de interesses, nem por isso deixa de valer a proibição do voto, a qual continua a se dirigir ao votante e que pode, em qualquer hipótese, ser invocada por outros acionistas presentes na assembléia.

A despeito da posição acima referida, a maioria dos debates se concentra nas interpretações de antagonismo mais acentuado, de onde surgiu o confronto entre as posições denominadas conflito de interesses formal e material (ou substancial). Pode-se sintetizar que a diferença entre elas reside no momento de verificação do conflito e na restrição do direito do acionista de votar.

Além disso, é importante mencionar como a doutrina trata o conceito de benefício particular, pois, em alguns casos importantes julgados pela CVM, essa questão foi tratada no bojo do conflito de interesses.

Para Erasmo Valadão de Azevedo e Novaes França o benefício particular obtido pelo acionista é necessariamente uma vantagem lícita. Isso é, trata-se de benefício que poderia gerar uma desigualdade entre os acionistas por trazer uma bonificação lícita diferenciada ao votante.

Nesse sentido, segundo o autor, não existe ilicitude no objeto de votação, mas, tão somente, na participação de acionista que se favoreceria da decisão de participar de voto que lhe poderia conferir um benefício particular.

Por sua vez, Modesto Carvalhosa adota entendimento diametralmente oposto.<sup>260</sup> Segundo ele, o benefício particular decorre de obtenção de vantagem

<sup>260</sup> Acerca do exercício de voto em benefício particular assevera Carvalhosa: “A terceira tipificação – benefício particular – reporta-se ao direito penal, em seu art. 177, § 2.º, do Código Penal, ao declarar como delituosa a conduta do ‘acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembleia geral’.

O voto dado para alcançar benefício particular é, como nos demais três casos, absolutamente nulo, em face do princípio de igualdade de direitos dos acionistas e da prevalência do interesse social. Diferentemente, no entanto, dos dois primeiros tipos (laudo e contas) e do quarto tipo (interesse conflitante), cuja nulidade não necessariamente pressupõe o ilícito, pois podem o laudo e as contas

necessariamente ilícita, que nem sequer poderia ser objeto de deliberação por parte da assembleia.

Diante dessas posições, podem-se observar fortes argumentos de ambos os lados e de autores consagrados com visões antagônicas, de modo que não se pode desprezar a complexidade desse tema que reflete no âmbito das decisões da CVM a respeito dessa matéria.

Nesse sentido, serão retratados resumidamente alguns dos principais casos em que esse debate foi abordado.

O primeiro caso selecionado foi o Inquérito Administrativo CVM TA/RJ2001/4977, também conhecido como “caso TIM”, em que a CVM realizou a análise se a companhia Tele Celular Sul Participações S.A. (“TCS”), controladora da companhia CTMR Celular S.A. (“CTMR”), seria ou não proibida de votar em uma deliberação em assembleia da CTMR acerca da celebração de um contrato de licenciamento de marca entre a CTMR e sua controladora indireta, a Telecom Itália Mobile (“TIM”).

No julgamento ocorrido em 19 de dezembro de 2001, prevaleceu o entendimento pelo conflito formal,<sup>261</sup> pois entendeu-se que a companhia TCS estaria

---

estarem corretas e o contrato equitativo”. O autor ainda diferencia o benefício particular do interesse conflitante por outra característica ao afirmar que, no primeiro caso, “o impedimento se instaura pelo critério comparativo de vantagens que, numa mesma operação abrangendo os demais acionistas, terá ou teria o acionista interessado. Assim, o que caracteriza o benefício particular é a comparação do resultado ou dos efeitos de uma mesma operação, de um lado favorável ao acionista interessado, e de outro, prejudicial aos demais acionistas. Assim, nas operações que trazem benefício particular a determinado acionista, todos os demais acionistas, ou pelo mesmo da mesma classe, participam. Daí, no entanto, resultam benefícios para um e prejuízos para os demais acionistas. O negócio jurídico respectivo é o mesmo e único, *v.g.*, na incorporação de sociedades art. 223 ou na incorporação de ações art. 252 na cisão e na fusão.

Insistia-se que o benefício particular decorre de um único negócio jurídico abrangendo todos os acionistas. [...] Desse modo, o que caracteriza a diferença entre benefício particular (terceira tipificação) e o interesse conflitante (quarta tipificação) é que, naquele, os prejudicados sempre serão os demais acionistas, e não, necessariamente, a companhia, na medida, *v.g.*, em que a relação desequilibrada de troca de ações (arts. 223 e 252) não afeta o patrimônio da incorporadora, não lhe causando dano, portanto, o benefício particular do acionista interessado ilicitamente obtido trata-se, com efeito, de um dano direto aos demais acionistas, mesmo que dele possa não resultar qualquer prejuízo à companhia, mesmo que indiretamente” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*: arts. 75 a 157. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 496 e 516-517).

<sup>261</sup> Para contextualizar o cerne do julgamento, segue trecho da declaração de voto vencedor da Relatora Norma Jonssen Parente: “Na presente hipótese, é inquestionável, a meu ver, que o benefício do controlador decorre do próprio contrato por figurar ele nos dois lados, razão pela qual deveria abster-se de votar independentemente de o contrato ser ou não equitativo. Trata-se de negociação consigo próprio. 11. Ao referir-se a deliberações que puderem beneficiar o acionista, a lei não pressupõe que o acionista está contratando com a companhia contra o interesse social. Por outro lado, o conflito de interesses não pressupõe que os interesses sejam opostos, mas que o acionista tenha duplo interesse. 12. O conflito de interesses, na verdade, se estabelece na medida em que o acionista não apenas tem interesse direto no negócio da companhia, mas também interesse próprio no negócio que independe de sua condição de acionista por figurar na contraparte do negócio. Não

em posição de interesse conflitante, independentemente de o contrato ser ou não equitativo. A companhia encontrava-se em duas partes do mesmo contrato com posições opostas, mesmo que indiretamente, por ser controladora da companhia CTMR em um polo e controlada da TIM em outro.

No ano seguinte, aconteceu o julgamento do Inquérito Administrativo CVM TA/RJ2002/1153 – “caso Previ” –, em que se analisou se as companhias Previ e Sistel, proprietárias de ações da empresa Tele Norte Leste Participações S.A. (“TNLP”), poderiam ter votado em assembleia geral dessa empresa em que se deliberou pela contratação da empresa Telemar, controladora da TNPL e concessionárias controladas por ela.

O fundamento da vedação foi o fato de Previ e Sistel, acionistas da TNPL, figurarem como acionistas indiretas nas concessionárias e, ademais, possuírem participação indireta na companhia Telemar. Logo, as companhias Previ e Sistel teriam interesse conflitante na celebração desse contrato.

No julgamento desse inquérito, ocorrido em 6 de novembro de 2002, decidiu-se pela absolvição das acionistas da TNLP, com fundamento no fato de que o conflito de interesses deve ser aferido *a posteriori*.<sup>262</sup> O voto vencedor foi calcado no

---

precisa o conflito ser divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para o outro. A lei emprega a palavra conflito em sentido lato abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Inquérito Administrativo CVM n.º TA/RJ2001/4977. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf)>. Acesso em: 15 mar. 2017).

<sup>262</sup> Segue trecho da declaração de voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, que se baseou, entre outros argumentos, em pareceres de Lamy e Bulhões acerca do caso em debate: “No caso específico, ainda se tem o privilégio de contar com a opinião dos coautores do anteprojeto que resultou na Lei n.º 6.404/76, os ilustres juristas Drs. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Os pareceres da lavra destes eminentes juristas, apresentados pelos Defendentes, deixam claro seu entendimento de que o conflito deve ser examinado *ex post*, *a posteriori*, e buscando-se averiguar se é um conflito, como dito, estridente, colidente e inconciliável. Ouça-se, então, a voz da lei, pelas palavras de seus coautores. José Luiz Bulhões Pedreira: ‘Se o acionista tem interesse conflitante com o da companhia mas vota efetivamente no interesse desta, e não em outro interesse extra social, o exercício do voto é regular e válido. Esse regime da lei explica-se porque a existência do conflito de interesses potencial autoriza a suspeita, mas não a certeza, da violação da norma legal que prescreve ao acionista o dever de votar no interesse da companhia, e não em interesse extra social oposto ao da companhia. O ato ilícito consiste em votar em interesse contrário ao da companhia, e não em votar tendo um interesse extra social’ (fls. 282/283). Alfredo Lamy Filho: ‘Não nos parece, por todo o exposto, subsistam dúvidas de que o § 1.º do art. 115 – até por ser parágrafo que explicita hipóteses do *caput* – há que ser entendido e aplicado no sentido de que ‘o interesse conflitante’, a ser examinado e caracterizado em cada caso, e não no mero aspecto formal (como num contrato bilateral) supõe o exame da causa (‘com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas’) ou de ‘obter para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus’ (fls. 309). [...] Como dito, a meu ver, para entender que haveria proibição de voto e que, portanto, o voto proferido teria sido ilegal, a CVM deveria ter comprovado que efetivamente o interesse social havia sido sacrificado, e isso com vantagem de estar falando já após os fatos. 91. Tal prova não foi feita; dela não se desincumbiu a CVM, nem procurou fazê-lo; limitou-se a CVM ao terreno fácil da formalidade, afastando-se da

princípio de presunção de boa-fé dos investidores e na premissa de o direito de voto ser o principal direito de um acionista, sendo acompanhado pela maioria com os argumentos no sentido de que não restou cabalmente demonstrado o interesse conflitante no caso examinado por falta de comprovação de benefício particular em relação às acusadas.

A CVM, ao tratar de casos de operações de incorporação e da incorporação de ações, em que são atribuídos valores diferentes para as ações de propriedade de controladores e minoritários e para ações de espécies e classes distintas, determinou, por meio do Parecer de Orientação CVM 34,<sup>263</sup> de 18 de agosto de 2006, que as controladoras não poderiam ter votado.

Essa proibição foi pautada no reconhecimento de um benefício particular, e essa orientação passou a ser o novo elemento para o reiterado debate entre conflito formal e material nos julgamentos que se seguiram.

Da leitura do parecer nota-se que a vedação foi para um caso específico de benefício particular, contudo, em muitos debates, adota-se esse elemento para tratar de conflito de interesses (ainda que o art. 115 trace uma distinção entre eles).

No ano de 2010, aconteceu o julgamento do Processo CVM RJ 2009/5811 – “caso Duratex” –, em que foi declarado o impedimento<sup>264</sup> de voto pelo fato de a

---

substância, que penso ser essencial, razão pela qual não vejo fundamento jurídico para decidir contra os Defendentes”. No mesmo sentido foram os votos do Presidente Leonardo Luiz Cantidiano e do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Inquérito Administrativo CVM n.º TA/RJ2002/1153. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf)>. Acesso em: 12 nov. 2016).

<sup>263</sup> Posteriormente, o parecer de orientação n.º 35 regulou de forma complementar ao seu antecessor os deveres fiduciários dos administradores em processos de fusão e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, reforçando a incidência dos deveres fiduciários nessas operações. Como destaca João Ricardo de Azevedo Ribeiro, esse parecer reconhece que no art. 264 da Lei Societária foi criado um regime especial para esse tipo de operação, em que, por via de regra, o controlador poderá votar, o que impõe que a atuação dos administradores nas referidas negociações ocorra de maneira independente. Para tanto, a CVM recomendou que essas operações sejam negociadas por um comitê independente que submeterá suas recomendações ao conselho de orientação e ainda que a operação seja condicionada ao voto da maioria dos acionistas não controladores, incluindo os titulares de direito a ações sem direito a voto (RIBEIRO, João Ricardo de Azevedo. *Notas sobre a relação de substituição em operações de incorporação envolvendo companhias abertas*. In: ROVAI, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (Coord.). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. São Paulo: Elsevier, 2010. p. 142-143).

<sup>264</sup> Acerca desse processo, segue trecho da declaração de voto do Diretor Otavio Yazbek pelo impedimento em relação à operação discutida: “Se, na alienação de controle, o acionista permanece na mesma empresa, que apenas terá novo acionista controlador, na incorporação ele será ‘transplantado’ para uma nova sociedade, em conjunto com todos os demais acionistas. O valor da parcela a ser transplantada (e do aumento de capital na incorporadora) será definido a partir da correspondente avaliação patrimonial e, a rigor, distribuído conforme as proporções detidas. No presente caso se está aventando justamente a possibilidade de repartir-se o patrimônio entre os

diferença entre a relação de substituição de ações de minoritários e do controlador na situação de incorporação da companhia ter sido considerada benefício particular.

A consequência foi a possibilidade de convocação de assembleia especial para o exercício de voto dos acionistas preferenciais para decidir acerca da operação, caso todos os acionistas com direito a voto estivessem impedidos.

Posteriormente, ocorreu o julgamento do Processo CVM RJ 2009/13179 – “caso Tractebel” –, em que a companhia Tractebel realizou uma consulta questionando a viabilidade de acionista deliberar sobre contrato em que figurava nos dois polos (partes relacionadas). A companhia representada pelo conselho de administração constituiria um comitê formado por administradores independentes que ficariam encarregados dessa transação.

Em decisão de larga vantagem, o colegiado da CVM decidiu que a situação se tratava de claro conflito de interesses<sup>265</sup> e aplicou o impedimento contido no § 1.º do art. 115 da Lei Societária.

---

acionistas de forma distinta daquela que era a sua distribuição originariamente, na sociedade incorporada. 9. Entendo, na mesma linha do que entende o Diretor Eli Loria, não ser possível essa verdadeira ‘redistribuição’ de patrimônio entre controlador e minoritários. Quando se está tratando de alienação de controle propriamente dita, as posições do controlador e dos minoritários são naturalmente distintas – política e economicamente – e assim serão apreçadas. Na incorporação, pela própria natureza da operação, não há como fazer diferenciações desta ordem – as posições majoritárias e minoritárias serão transferidas para a nova sociedade, mantidas as proporções. Vale destacar que, por motivos de ordem lógica, essa proporcionalidade não vigora, nos mesmos termos, quando há diferentes espécies de ações, não havendo como adotar uma mesma racionalidade para a definição das relações de troca de ações ordinárias e de ações preferenciais. 10. De qualquer maneira, creio ser importante deixar registrado que não me parece razoável, nesse tipo de arranjo, falar em um verdadeiro ‘prêmio de controle’, mesmo porque, pela operação descrita, este prêmio seria, em última instância, pago às expensas dos demais acionistas. [...] Daí por que, embora considere, nos termos do voto do Diretor Marcos Pinto, haver benefício privado na operação proposta, acompanho o voto do Diretor Eli Loria, entendendo que tal operação não pode sequer ser realizada nos termos em que apresentada a esta autarquia” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Processo CVM n.º RJ 2009/5811. Disponível em: <<http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/5f4edc37eb4aad739f7bf41d349bd720.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2017).

<sup>265</sup> Acerca desse julgado, transcreve-se trecho do voto vencedor, cuja declaração foi proferida pelo Diretor-Relator Alexandro Broedel Lopes: “[...] A Tractebel propõe que seja criado, pelo Conselho de Administração da companhia, um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas (‘Comitê’), composto exclusivamente por administradores, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia. 72. Porém, como visto, o conflito de interesses que gera maior preocupação é aquele entre o controlador e o minoritário. E a proposta da companhia, da maneira como foi feita, não prevê a mitigação direta desse conflito, sendo que só a presença de membros da administração da companhia, ainda que independentes, não assegurará a proteção aos minoritários, com relação à negociação dos termos do contrato a ser firmado com o controlador. 73. A solução proposta pode, potencialmente, mitigar o conflito de interesses. Deve ser considerada, ainda, um ato de governança válido, até porque em linha com o que dispõe o Parecer CVM n.º 35. 74. Deve-se frisar, porém, que o próprio Parecer CVM n.º 35 deixa expresso que a sua aplicação é direcionada, especificamente, para a hipótese do artigo 264 da Lei n.º 6.404, de 1976, que ‘criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou

Após essa decisão, Calixto Salomão Filho destacou um tópico em sua obra, *O novo direito societário*, denominado “A recente evolução e as esperanças”, elogiando a postura da CVM nas suas decisões à época e a aplicação mais abrangente da regra do impedimento de voto em situações de conflito de interesses:

Os termos da consulta da Tractebel e a sua decisão demonstram que o elogiável movimento verificado no âmbito da CVM e acima descrito inaugura novos fundamentos não apenas para os casos especificamente tratados nos normativos e decisões. É de se esperar que CVM mantenha-se nessa corajosa linha.

Posteriormente, ocorreu o julgamento do Processo CVM 2013/10913 conhecido como “caso Oi”, em que se discutia sobre a possibilidade ou não de os controladores da companhia Oi votarem na assembleia que deliberou sobre a avaliação do valor dos ativos da Portugal Telecom para subscrição de aumento de capital e a emissão e integralização de debêntures conversíveis em ações.

Caso fosse estabelecido o aumento de capital previsto, debatia-se o impedimento no voto dos controladores por decidir a respeito de interesse particular.

No julgamento, em decisão dividida,<sup>266</sup> a CVM entendeu pela inoccorrência de vedação de voto em face da não verificação de benefício particular sob a

---

sociedades sob controle comum’, caso em que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto. Portanto, a situação prevista no Parecer não excepciona, em absoluto, a previsão do parágrafo 1.º do artigo 115, ora em análise [21]. 75. Assim, não obstante os esforços empreendidos, entendo que o Comitê proposto pela Tractebel não elimina, de maneira efetiva, o problema do conflito de interesses, razão pela qual não vejo a medida como suficiente para superar a proibição de voto prevista no parágrafo 1.º do artigo 115 da Lei 6.404/76. [...] No caso em análise, a solução proposta pela Tractebel não soluciona o problema do conflito de interesses. O mecanismo por eles proposto (eleição de um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas) claramente não elimina o risco de conflito *ex ante*. Entendo, portanto, na análise deste caso concreto, que o tratamento adequado, tendo em vista nossa legislação societária e o alinhamento de interesses entre minoritários e controladores, é a abstenção do voto” (BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. Processo CVM n.º RJ 2009/13179. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoies/anexos/0007/7190-4.pdf>>. Acesso em: 8 jan. 2017).

<sup>266</sup> Referida decisão foi bastante debatida, conforme se verifica em trecho de voto, que comenta a posição de diretores da CVM em comparação com Caso Tractebel: “Será que é papel do regulador ficar decidindo quem vota e quem não vota em diferentes reorganizações societárias, arbitrando conflitos entre acionistas caso a caso, avaliando se há ou não benefício particular indireto, podendo inclusive colocar em risco o próprio interesse da companhia? Podemos imaginar facilmente situações em que o acionista controlador também poderia começar a alegar que determinado minoritário não pode votar, por ter um benefício indireto, tal como aqui arguido. 52. Observo também que, mesmo que aplicássemos, no caso em tela, o entendimento de Comparato tal como mencionado pelos Diretores Alexandro Broedel e Otávio Yazbek e a Presidente Maria Helena Santana no caso Tractebel, a interdição de voto teria que ser decorrente de um benefício particular gritante, claramente perceptível a priori. Não me parece ser este o caso da Oi. Evidentemente é função da CVM proteger os investidores do mercado de capitais contra atos ilegais dos administradores e dos acionistas controladores das companhias abertas (art. 4.º, inciso IV, ‘b’, da Lei n.º 6.385/1976). Contudo, se há

fundamentação de que, ao final daquela operação, acionistas controladores e minoritários sofreriam diluição acionária na mesma proporção. Em outras palavras, segundo o colegiado, nesse caso não restou caracterizado um tratamento diferenciado entre controlador e minoritário.

Esse precedente foi considerado negativo por parte relevante do mercado, um retrocesso em matéria de proteção ao investidor.

Traçado esse breve panorama de alguns julgados selecionados, pode-se concluir que a sinalização para o mercado é de que não existe um critério efetivo aplicado pela CVM. Mesmo nesses casos reputados como paradigmáticos, verificou-se que todas as decisões foram divididas (sem unanimidade), muitas posições pautadas em pareceres de grandes juristas adotando teses opostas.

Em suma, tal situação gera insegurança e imprevisibilidade, desestimula investimentos e torna-se um ambiente propício para o abuso do controlador que prefere “apostar” na chance de ter a deliberação futuramente aprovada.

---

ilegalidade, esta deve ser apurada no devido processo administrativo sancionador e quiçá judicial. 54. Aliás, no caso em tela, se há algum prejuízo claro para a companhia (receber ativos sobrevalorizados) ou para os investidores (diluição injustificada), este seria decorrente do valor dos ativos a serem aportados pela Portugal Telecom no capital da Oi. Seria necessário apontar erro no Laudo de Avaliação que teria acarretado uma valorização dos ativos acima de seus valores reais de recuperação. Por óbvio, caso ficasse comprovado que os acionistas controladores estavam cientes de erros eventualmente existentes ou de premissas sabidamente falsas utilizadas ou manifestamente equivocadas na preparação do Laudo, caberia a sua responsabilização por abuso de poder tanto administrativa quanto no âmbito civil nos termos do art. 115 da Lei 6.404/1976. 55. Não há nada nos autos ou nos recursos que questione o Laudo preparado pelo Banco Santander. Aliás, a única manifestação sobre o Laudo de uma entidade foi a da consultoria de voto Glass Lewis que teria dito ‘não ver grandes motivos para questionar o Laudo apresentado pelo Santander para os ativos da Portugal Telecom que serão aportados no aumento de capital’. [...] O conceito de benefício particular e quais acionistas devem se abster de votar quando confrontados com o benefício particular ainda é fonte de controvérsia nesta CVM. Na interpretação tradicional, o benefício particular é caracterizado por uma ruptura lícita da igualdade entre os acionistas em vista da concessão de uma liberalidade por parte da companhia. Além desta situação clássica, o Parecer de Orientação CVM n.º 34 entendeu que o benefício particular também ocorre quando a relação de troca em operações de reorganização societária for fixada de forma distinta para acionistas titulares de ações de espécies ou classes diferentes, ou mesmo para ações integrantes do bloco do controle e ações com direito a voto dos demais acionistas minoritários, tal como nos casos Tele Norte Leste e Duratex. 72. Este voto em nada muda este entendimento. 73. Conforme discutido acima, o aumento de capital que ocorrerá como parte da reorganização societária diluirá todos os acionistas da Oi indistintamente e, portanto, não há que se falar em benefício particular. 74. Caso haja erro no Laudo de Avaliação (sobrepço dos ativos líquidos a serem aportados pela Portugal Telecom) ou ainda reste comprovado que os acionistas controladores estavam cientes de erros eventualmente existentes, premissas sabidamente falsas ou manifestamente equivocadas na preparação do Laudo, caberá a responsabilização dos acionistas controladores por abuso de poder tanto na esfera administrativa quanto no âmbito civil nos termos do art. 117 da Lei n.º 6.404/1976. 75. Por todo o exposto, voto pela possibilidade de voto dos acionistas controladores da Oi, exceto a Portugal Telecom na assembleia convocada pela Companhia para o dia 27.03.2014” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS RJ2013/10913. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/9012-2.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2014).



A essa situação parece não bastar o tratamento dado pelo órgão administrativo. Se a complexidade que gerou essa dualidade de posição tão forte decorre da interpretação da Lei Societária, seria necessária uma mudança legislativa para deixar mais objetiva a definição do que pretende o Estado Legislador em relação à questão do conflito de interesses.

Tecidas essas considerações, passamos a tratar de outro meio de defesa ante os abusos cometidos pelo acionista controlador: o acordo de acionistas.

### 3.4.3 O acordo de acionistas como meio de defesa

Para tratar das possibilidades de defesa ante o abuso do controlador por meio de acordo de acionistas é preciso preliminarmente apresentar seu conceito. Para Nelson Eizirik,<sup>267</sup> o acordo de acionistas pode ser definido da seguinte forma:

O acordo de acionistas pode ser definido como um contrato celebrado entre acionistas da companhia para compor seus interesses individuais e para estabelecer normas sobre a sociedade da qual participam, de forma a harmonizar os seus interesses societários e implementar o próprio interesse social.

Segundo Fábio Ulhoa Coelho,<sup>268</sup> o acordo de acionistas permite aos interessados “contratar sobre quaisquer assuntos relativos aos interesses comuns que os unem, havendo, a rigor, um único tema excluído do campo de contratação válida: a venda de voto”.

Os acordos de defesa possuem como escopo a proteção dos interesses de acionistas minoritários que se organizam nesse sentido. São avenças que visam construir a chamada minoria qualificada, que atua de forma coesa e ativa para exercer sua representatividade na sociedade. As cláusulas nesse tipo de acordo, por via de regra, buscam proteger os minoritários contra possíveis abusos do controlador.

---

<sup>267</sup> EIZIRIK, Nelson. Acordo de acionistas. Arquivamento na sede social. Vinculação dos administradores de sociedade controlada. *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 129, p. 45, 2003.

<sup>268</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 315-316.

E a forma de os minoritários se protegerem é a busca por acesso à informação e representação na companhia.

Essa finalidade é alcançada com acordos celebrados para a obtenção de votos suficientes a atender os quóruns fixados no estatuto social ou nas participações acionárias exigidas pela legislação, para exercer certos direitos, em que os convenientes, sozinhos, não conseguiriam.

Por conseguinte, são construídas alianças no sentido de oportunizar a esses convenientes o exercício desses direitos e meios de se fazer representar nos órgãos de administração da companhia.

Nesse sentido, os minoritários unidos podem conseguir poder de representação utilizando-se da avença firmada para alcançar os quóruns do art. 141<sup>269</sup> e parágrafos e assim obter um representante no conselho de administração e eleger um suplente, além de possibilitar a escolha de um membro do conselho fiscal.

Outra prerrogativa importante que pode ser alcançada por meio de acordos de defesa é o poder de fiscalização. Ao atingir o quórum exigido no art. 105, os convenientes terão a possibilidade de examinar todos os livros da companhia mediante autorização judicial.

Trata-se de instrumento importante no chamado “jogo societário” até para inibir potenciais condutas abusivas do acionista controlador que, ciente de que existe uma minoria qualificada, pode refrear suas ambições em relação a eventual abuso, sabendo que existem atores capazes de fiscalizar as suas ações.

Outra função importante do acordo de acionistas como meio de defesa é assegurar os quóruns que possibilitam suprir o absentéismo dos administradores. Por exemplo, se os administradores não se manifestarem de forma fundamentada no prazo de oito dias sobre pedido de convocação para assembleia geral, essa avença poderá ser utilizada para alcançar o montante de 5% do capital votante e invocar a prerrogativa do art. 123, c, da Lei Societária.

Nesse mesmo sentido, os convenientes podem alcançar os quóruns relacionados à ação social em face dos administradores (art. 159, § 4.º) e da ação em virtude do abuso da sociedade controladora (art. 246, § 1.º, a); no primeiro caso, quando a deliberação assemblear decidir não promover a ação; e no segundo,

---

<sup>269</sup> Conforme abordado no item 3.3 *supra*.

mesmo sem a necessidade de assembleia e de prestar caução, em função da participação acionária amealhada.

### 3.5 A realidade do Poder Judiciário e a migração para a arbitragem

No Poder Judiciário, o instrumento que permite aos acionistas a reparação em nome da companhia é a ação de responsabilidade visando ressarcir perdas e danos. Como já aludido, em que pese a própria companhia possuir a legitimidade originária para tal medida, tratando-se de abuso de controle, qualquer controlador (presume-se aqui que exerça efetivamente o disposto no art. 116) com o mínimo de habilidade obstará deliberação em assembleia para viabilizar tal ação.

Posto isso, verificando uma série de casos concretos, podemos constatar atualmente a existência de três problemas relacionados a esse tipo de ação: (i) a dificuldade de acesso por parte do interessado em função das limitações impostas pelo art. 246 da Lei das Sociedades por Ações; (ii) a morosidade do Poder Judiciário que acaba por desestimular o manejo dessa ação; e (iii) a falta de critérios objetivos de responsabilização em face da ausência de maior especialização dos julgadores.

Como verificado anteriormente,<sup>270</sup> o art. 246 condiciona que o acionista tenha acesso à possibilidade de reparação somente se ele possuir no mínimo 5% da participação acionária, ou prestar a caução.

Portanto, caso o acionista não possua os 5% que a Lei Societária determina, só lhe resta a prestação de caução, e, dependendo do perfil do investidor, é muito mais cômodo<sup>271</sup> alienar aquelas ações do que se arriscar na busca da reparação judicial.

Ademais, cumpre frisar que, ao menos na prática,<sup>272</sup> não se verifica regra processual que equilibre o poder de fato do controlador à situação de sujeição em

---

<sup>270</sup> Vide item 3.4 *supra*.

<sup>271</sup> Com base nos problemas expostos (em relação à insegurança, imprevisibilidade e morosidade), não é preciso que um investidor que almeja seu lucro em curto prazo submeta-se a uma análise mais apurada para logo notar que é melhor alienar suas ações e minimizar o prejuízo, do que passar pelas agruras da Justiça brasileira.

<sup>272</sup> Aqui se deve fazer a ressalva de que o § 1.º do art. 373 do novo Código de Processo Civil (Lei 13.105/2015 com vigência a partir de 16 de março de 2016) entrou em vigor em momento histórico quando a grande maioria das ações ligadas às sociedades anônimas já havia migrado para as cortes arbitrais. Daí decorre a dificuldade de aferir na prática se a norma colecionada teria eficácia em

que se encontra o acionista minoritário, particularmente no que concerne à produção probatória. O contrário observa-se, por exemplo, no Direito do Consumidor ao investir, por exemplo, em um produto fornecido por um banco.

A sujeição do minoritário nesse caso é totalmente ignorada. O acionista nessa situação possui extrema dificuldade de acesso à documentação e a informações a respeito da Companhia e, além disso, para ver seu pleito reconhecido, deve provar os fatos constitutivos de seus direitos nos termos do art. 373,<sup>273</sup> I, do Código de Processo Civil.

Todas essas barreiras desestimulam e tornam cada vez mais rara a ação indireta de responsabilidade no Brasil, pois, além de ser necessário arcar com o valor referente à caução, não há nenhuma garantia de resultado, e a esse quadro se soma o problema (incontroverso) da demora na tramitação de uma ação judicial.

A questão da morosidade nos processos judiciais já é problema conhecido por todos e foi abordada das mais variadas formas, por pesquisadores,<sup>274</sup> pela doutrina e até mesmo pela imprensa.

Do ponto de vista do direito societário, essa morosidade representa uma forte sinalização negativa para o mercado.

Como salientado pela doutrina,<sup>275</sup> os acionistas possuem diversos perfis diferentes, entre eles, parte do sistema se sustenta com os investimentos do acionista especulador.

---

equilibrar a assimetria informacional entre controlador e minoritários no bojo de uma disputa judicial sobre o tema.

<sup>273</sup> Dispõe o art. 373. “O ônus da prova incumbe:

I – ao autor, quanto ao fato constitutivo de seu direito”. Esse artigo espelha o art. 333, I, disposto no Código de Processo Civil de 1973.

A novidade, que se aplicada poderia mitigar a dificuldade de acesso à prova por parte dos minoritários, se encontra no § 1.º do art. 273 do CPC de 2015 que preceitua:

“§ 1.º Nos casos previstos em lei ou diante de peculiaridades da causa relacionadas à impossibilidade ou à excessiva dificuldade de cumprir o encargo nos termos do *caput* ou à maior facilidade de obtenção da prova do fato contrário, poderá o juiz atribuir o ônus da prova de modo diverso, desde que o faça por decisão fundamentada, caso em que deverá dar à parte a oportunidade de se desincumbir do ônus que lhe foi atribuído”.

<sup>274</sup> No intuito de analisar esse fenômeno, o Centro Brasileiro de Estudos e Pesquisas Judiciais (CEBEPEJ), composto pelos professores Kazuo Watanabe, Ada Pellegrini Grinover e Maria Tereza Sadek, realizou uma ampla pesquisa feita na Justiça de São Paulo em parceria com a Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas. Nesse estudo, aferiu-se que um processo de rito ordinário, por exemplo, teria que ser concluído, de acordo com a legislação processual, em 209 dias. Após a conclusão da pesquisa, apurou-se que a média de duração desses processos nos cartórios, contudo, é de 872 dias. De acordo com o CEBEPEJ, são os ritos burocráticos previstos na própria legislação que impedem que os prazos sejam cumpridos. Foi ainda apurado um tempo médio de dois anos e três meses para uma sentença monocrática. Em casos mais complexos, essa média se eleva, podendo até quadruplicar o prazo para obtenção de uma decisão de mérito.

Na hipótese de um *player* de mercado, que procura recuperar seu ativo rapidamente, ao se deparar com a realidade brasileira, sentirá um grande desestímulo de investir nesse mercado. Caso ocorra uma situação de abuso do controlador que prejudique o valor de suas ações, ele se verá obrigado a caucionar um valor em juízo, arcar com os custos processuais para aguardar anos por uma sentença de mérito, e mais um longo tempo pelo julgamento de eventuais recursos até conseguir essa reparação, que nem é certa.

Os custos dessa morosidade são maiores do que ele simplesmente alienar essas ações, ainda que de forma deficitária, e usar seu tempo e dinheiro em outros investimentos.

Também não se pode deixar de considerar os investidores de longo prazo. Embora no Brasil não se tenha a tradição de investimento com caráter previdenciário, como no verifica nos EUA, existem fundos de pensão que apostam nesse tipo de investimento.

Outro ponto importante é a condenação de perdas e danos não possuir abrangência suficiente de ressarcir determinados danos provocados à própria companhia, cuja imagem pode levar décadas para ser recuperada no mercado.

Além disso, dependendo do estrago causado, muitos anos serão necessários para se recuperar a confiabilidade de investidores na estrutura de governança da companhia.

Outra questão que deve ser analisada é a dificuldade de se estabelecerem critérios objetivos para o julgamento das demandas, e esse problema já data de décadas, sendo anterior à edição da atual Lei Societária.

Apenas para ilustrar esse fato, segue trecho de julgado em ação de *habeas corpus* perante o Superior Tribunal de Justiça em que se discutia ilicitude praticada

---

<sup>275</sup> Vide item 3.3 *supra*, em que são destacadas classificações clássicas acerca dos tipos de acionistas. Acerca do tema, Rubens Requião assevera: “[...] Com efeito, em nosso mercado identificamos exatamente, hoje em dia, essas espécies de acionistas, classificados conforme suas pretensões: o acionista-rendeiro das ações apenas uma renda permanente, objetivando em sua carteira acionária a constituição de um patrimônio rentável. As ações, para ele, nada mais são do que ‘papéis de renda variável’, em contraposição às letras de câmbio financeiras ou aos títulos da dívida pública, que são ‘papéis de renda fixa’. O acionista-especulador mais se preocupa com os pregões da bolsa, onde pretende lucros imediatos, pouco se importando com usufruir dividendos ou direitos, pois visa apenas os resultados de sua especulação. O acionista-empresário não se preocupa senão com a prosperidade da empresa que lhe dá poder e, sobretudo, influência social. Este último é o gênio de empresa moderna, e pretende manter, a todo o custo, a posição de controle, vale dizer, de domínio da companhia” (REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2, p. 118).

pelo acionista controlador concernente à adulteração em dados na avaliação do ativo da companhia. Na decisão,<sup>276</sup> que entendeu pela ausência de ilicitude, o Ministro Relator Assis de Toledo manifestou-se da seguinte forma:

[...] a reavaliação do ativo, ainda que por critério pouco usual (art. 183, parágrafo 4, da Lei 6.404/76), não constitui de si mesma alteração da verdade capaz de caracterizar o núcleo do tipo do art. 177, parágrafo 1, *i*, do CP, fato atípico penal que, **por não ultrapassar os limites da zona cinzenta que separa o direito civil ou comercial do direito penal, deve ser objeto de deslinde no juízo cível**, onde os possíveis prejudicados encontrarão a prestação jurisdicional adequada. Recurso de HC provido para trancamento da ação penal. (destaque nosso).

Essa dificuldade na análise de critérios na chamada “zona cinzenta”, a fim de aferir a melhor solução para determinados temas, passa também pelo fato de a matéria societária ser extremamente dinâmica e com características bem específicas. Um ponto importante a ser abordado é justamente o grau de especialização do julgador em relação às situações de mercado.

Em junho de 2012, foi instalada pelo Tribunal de Justiça de São Paulo a Câmara Reservada de Direito Empresarial,<sup>277</sup> formada por uma turma especializada, aprovada no ano anterior à sua instalação e composta originalmente pelos Desembargadores Manoel de Queiroz Pereira Calças, Romeu Ricupero, José Reynaldo Peixoto de Souza, Ricardo José Negrão Nogueira e Enio Santarelli Zuliani.

O colegiado especializado funciona na Subseção I da Seção de Direito Privado, julgando matérias relacionadas ao Direito Empresarial, dispostas nos arts. 966 a 1.195 do Código Civil, da Lei de Propriedade Industrial (Lei 9.279/1996), da Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/1976) e questões envolvendo juízo arbitral sobre litígios conexos com a matéria da competência da câmara reservada.

A Câmara especializada foi criada em razão da grande demanda de recursos distribuídos envolvendo as matérias que devem ser apreciadas pelo colegiado. Segundo estatísticas, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo recebeu, de janeiro a dezembro de 2011, 2.509 recursos relacionados ao Direito Empresarial, concorrência desleal, Leis das Sociedades por Ações e Propriedade Industrial.

---

<sup>276</sup> STJ, 5.<sup>a</sup> Turma, RHC 505/SP, Recurso Ordinário em *Habeas Corpus* 1990/0000795-0, Rel. Min. Assis Toledo, j. 16.04.1990.

<sup>277</sup> TJSP. Assessoria de imprensa. TJSP instala Câmara Reservada de Direito Empresarial. *Portal Jus Brasil*. Disponível em: <<http://tj-sp.jusbrasil.com.br/noticias/2758345/tjsp-instala-camara-reservada-de-direito-empresarial>>. Acesso em: 15 jun. 2015.

A especialização nesse caso é louvável, particularmente pela qualidade da composição (de julgadores) formada. Muitos desses desembargadores já fomentaram importantes precedentes nas Câmaras de Direito Privado em julgados acerca do abuso do poder de controle. Um exemplo é o precedente invocado pelo Relator Cesar Ciampolini, ao apreciar o Recurso de Apelação 9209787-04.2009.8.26.0000,<sup>278</sup> julgado em 30 de outubro de 2012, cuja ementa se transcreve a seguir:

Sociedade anônima. Venda de cotas de sociedade controlada viciada por abuso de poder da maioria, em detrimento da minoria. Nulidade do negócio que se declara. Arts. 117, § 1.º, a, da Lei 6.404/76 e 331 e 334 do Código Comercial. *Contrato consigo mesmo*. Venda de valioso imóvel não precedida de idônea e independente avaliação e, pior, feita por valor inferior ao contábil e venal (de lançamento tributário municipal). Elevadas quantias ditas pagas em moeda corrente (em valores presentes, R\$ 850.000,00 ou R\$ 1.400.000,00, conforme o índice de correção que se utilize). *Indício veemente de fraude, visto que isto não acontece nunca no mundo dos negócios lícitos* (CPC, art. 335). Ratificação impossível, em se tratando de nulidade absoluta. Ainda que assim não fosse, a ratificação deveria ter sido objeto da ordem do dia da assembleia dita convalidadora pela defesa. Precedente do Desembargador Ênio Santarelli Zuliani: “Ratificar não é uma correção que se faz de forma implícita”. Declaração de nulidade do ato jurídico. Recurso provido para este fim. Condenação das rés a pagar à autora, sócia minoritária, as perdas e danos (lucros cessantes) apuradas pelo laudo pericial. Recurso provido também para tanto.

Nesse julgado, foi aferida a exata dimensão da natureza abusiva da operação ocorrida e a sanção aplicada corretamente. A decisão considerou que a operação foi realizada de forma fraudulenta, em prejuízo dos acionistas minoritários, determinando a anulação do negócio, bem como a condenação em perdas e danos, e ainda lucros cessantes.

Esses investimentos, no entanto, vêm se ampliando: no mês de dezembro de 2017 ocorreu a implementação de duas varas de origem especializadas em matéria comercial no Foro Central da Capital paulistana, bem como a instalação de uma terceira vara de Falência e Recuperação Judicial a partir de dezembro de 2017.<sup>279</sup>

Em que pesem as iniciativas adotadas pelo Tribunal de Justiça de São Paulo nos últimos anos, o quadro geral de acesso à Justiça e de obtenção de resultados

<sup>278</sup> TJSP, 10.<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Apelação 9209787042009826 SP/9209787-04.2009.8.26.0000, Rel. Cesar Ciampolini, j. 30.10.2012, *DJ* 31.10.2012.

<sup>279</sup> PIMENTA, Guilherme. TJSP instala duas varas empresariais em dezembro. *Justiça. Portal Jota*. Disponível em: <<https://jota.info/justica/tj-sp-instala-duas-varas-empresariais-em-dezembro-06102017>>. Acesso em: 29 out. 2017.

efetivos no âmbito de ações relativas à quebra de deveres do controlador ainda se mostra complicado.

E muitas dessas dificuldades são um sinal para o mercado, o qual, ante a ausência de segurança e previsibilidade, prefere investir seus recursos em outros países.

Em virtude disso, grande parte das discussões societárias hoje é direcionada às câmaras arbitrais<sup>280</sup>, que, apesar de estarem longe da perfeição, garantem ao menos uma previsibilidade quanto ao tempo da lide, parâmetros de rito definidos pelas partes, bem como julgadores altamente especializados nas questões debatidas.

Ocorre que esse acesso ainda é limitado pelos custos da arbitragem<sup>281</sup> no Brasil, de modo que os pequenos investidores dependem diretamente de decisões definidas pelo Poder Judiciário.

### 3.6 O Novo Mercado, o dualismo regulatório e a atuação da CVM

---

<sup>280</sup> Segundo artigo publicado pelo portal Revista da Doutrina TRF-4, em pesquisa realizada junto à Câmara de Comércio Internacional (CCI) no ano de 2012 o Brasil já figurava como o 4º país do mundo com o maior número de procedimentos arbitrais instaurados. Não bastasse isso, foram apurados dados em que, levando em consideração apenas as seis principais câmaras brasileiras iniciaram-se entre os anos de 2010 e 2015 mais de mil procedimentos arbitrais, com movimentação de R\$ 38 bilhões. Evidentemente que essas ações, via de regra, de situações empresariais mais complexas deixaram de ser submetidas ao Poder Judiciário, de modo que o crescimento da atuação arbitral demonstra uma diminuição do ajuizamento de ações dessa natureza junto ao Poder Público. NUNES, Caio de Faro. Revista da Doutrina TRF4. A arbitragem aos olhos do Judiciário brasileiro. Disponível em: <[http://www.revistadoutrina.trf4.jus.br/index.htm?http://www.revistadoutrina.trf4.jus.br/artigos/edicao072/Caio\\_Nunes.html](http://www.revistadoutrina.trf4.jus.br/index.htm?http://www.revistadoutrina.trf4.jus.br/artigos/edicao072/Caio_Nunes.html)>. Acesso em: 28.jun.2018.

<sup>281</sup> Atualmente, existe uma corrente refutando essa desvantagem da arbitragem em termos de custos: o contraponto seria que, como os debates envolvem companhias de capital aberto, para ter chance de êxito seria necessária a contratação de advogados altamente especializados, de bancas de renome etc. Assim, como o processo judicial pode durar décadas (até em função dos recursos cabíveis), o resultado final pode ser mais custoso do que no procedimento arbitral em que se tem uma única instância (geralmente, mais célere que o Poder Judiciário). Como adverte Luis Loria Flaks: “Lembre-se, no entanto, que a justiça estatal também não é barata, muito pelo contrário. É possível, inclusive, que uma disputa judicial supere os custos de uma arbitragem na solução de determinado conflito. Nas palavras de Cândido Rangel Dinamarco: “[...] o custo do processo e a miserabilidade das pessoas que ocupam, apesar de não preencherem todo o espaço, lugar de muito destaque nas preocupações acerca da universalidade da tutela jurisdicional. A justiça é cara e da brasileira pode-se dizer o que com sarcástico humor britânico fora dito: *is open to all, like the Ritz Hotel*” (FLAKS, Luis Loria. A arbitragem na reforma da Lei das S.A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 131, p. 117, 2003).



Antes mesmo da edição da Lei 6.404/1976 já havia o interesse estatal no sentido de regular o mercado de capitais no Brasil. Como exposto no item 1.1.1 do capítulo inicial, após o chamado *boom* de 1971, vários esforços foram despendidos no sentido de tornar mais hígido o mercado de ações e de fomentar o investimento da poupança popular nesse segmento.

Nesse contexto ocorreu a edição da Lei 6.385/1976 que disciplinou o sistema de distribuição de valores mobiliários e ainda delimitou a atuação das entidades administradoras de mercados organizados.

Além disso, promoveu a criação do órgão administrativo competente para fiscalizar e regulamentar as companhias abertas e o mercado de capitais brasileiro. A CVM nascia com a missão de fiscalizar e regulamentar um mercado que se encontrava desacreditado naquele momento. Contudo, aquela legislação recém-nascida não estava suficientemente aparelhada para produzir resultados.

Assim, como salientou Nelson Eizirik,<sup>282</sup> diferente do que ocorreu com a Lei 6.404/1976, que trazia muitas inovações e possui um caráter de completude, a Lei 6.385/1976 carecia de uma série de aprimoramentos que possibilitassem sua efetiva instrumentalização,<sup>283</sup> o que passou a ocorrer com a reforma legislativa decorrente da edição da Lei 9.457/1997.

A partir da edição dessa norma, foi possível instituir uma estruturação ainda que tímida em relação às práticas de mercado, em especial com a atribuição à CVM de efetivos poderes disciplinares, permitindo a impetração de inquéritos administrativos e ainda uma série de sanções mediante a ocorrência de condutas lesivas ao mercado de capitais brasileiro.

Em que pesem essas alterações, de modo geral, a evolução legislativa brasileira não logrou êxito<sup>284</sup> no sentido de restringir a obtenção de benefícios privados por parte do controlador. Além disso, verificaram-se alguns retrocessos na

---

<sup>282</sup> EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 5-11.

<sup>283</sup> Nesse sentido, a Lei 9.457/1997 implementou no inciso V do art. 9.º da Lei 6.386/1976 o poder de a CVM “apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”. Esse dispositivo, mesmo sendo posteriormente refinado pela Lei 10.303/2001, foi importante instrumento de ação para a CVM em termos de coibir abusos no mercado de capitais. Outro ponto que se destaca foi a inclusão de sanções no art. 11 da Lei regulatória do mercado de capitais, recentemente alterado pela Lei 13.506/2017. A análise acerca das inovações trazidas pela Lei 13.506/2017 será abordada mais adiante neste capítulo.

<sup>284</sup> Nesse ponto, o contexto refere-se à legislação estatal de maneira isolada. Será abordada mais adiante uma comparação dos efeitos dessas normas com a atuação complementar das normas administrativas da CVM e ainda da autorregulação no Novo Mercado.

própria Lei 9.457/1997, que tirou dos acionistas minoritários dissidentes o direito de retirada em caso de cisão da companhia, bem como excluiu a imposição de oferta pública obrigatória referente às ações ordinárias de minoritários em operações de transferência de controle.

Essas alterações (em prejuízo das minorias acionárias) asseguraram uma série de benefícios privados ao Estado na condição de controlador no contexto das diversas operações de desestatização ocorridas na década de 1990.

A Lei 10.303 de 2001 estabelece uma série de proteções aos acionistas minoritários,<sup>285</sup> entre elas, a reinserção parcial do *tag along* (art. 254-A); a possibilidade de maior participação das minorias em cargos eletivos (art. 141); a redução do limite permitido para a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ao patamar de 50% do capital social total. Todavia, mesmo com avanços em termos de governança corporativa, referida norma não trouxe avanços suficientes para coibir todas as possibilidades de obtenção de benefícios privados decorrentes do controle e os conflitos de interesse entre controlador e companhia.

Muitas questões importantes nesse sentido e que constavam dos debates legislativos foram vetadas pelo Poder Executivo. Nitidamente existe uma resistência a grandes alterações na estrutura de distribuição de poder na sociedade anônima.

Por conta disso, a Lei 6.404/1976, tão elogiada pelo seu alcance e sua visão vanguardista, acabou se revelando defasada, uma vez que, como se verifica nos dias atuais, os agentes econômicos buscam, de forma recorrente, meios diferentes de obter mais vantagens, muitas vezes procurando brechas legais para aplicar uma nova tentativa de manobra, pouco se importando se a conduta será considerada abusiva.

E como as reformas legislativas, por via de regra, são muitos mais estanques do que a edição de normas administrativas, a regulação do mercado de capitais exercido pela CVM funciona como uma segunda via, uma rede de segurança, mais flexível e ágil para abarcar determinadas condutas novas do mercado que possam se revelar abusivas e que dependem de regulação.

Além dos enunciados da CVM e da fiscalização administrativa da CVM, o Brasil apresentou uma segunda via regulatória produzida pelos próprios atores que compõem o mercado de capitais: a autorregulação por meio do Novo Mercado, que

---

<sup>285</sup> Como visto no item 3.3 *supra*.

consiste basicamente em certo seguimento de listagem de ações sujeitas à negociação em bolsa emitidas por companhias que se comprometem voluntariamente a adotar determinadas práticas de governança ainda mais rígidas do que aquelas exigidas pela lei societária e pelas normas da CVM.

A ideia do Novo Mercado<sup>286</sup> surgiu após um período de declínio no interesse pelo mercado de ações durante a década de 1990, e, na véspera de um novo século, foi realizada uma série de estudos com o intuito de modernizar e tornar mais atraente a estrutura do mercado de capitais para os investidores. De um desses estudos, intitulado “Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro”,<sup>287</sup> constatou-se a necessidade de melhorar o nível de governança corporativa nas companhias e estimular um meio de normatização que gerasse maior adesão dos participantes.

Foi assim que surgiram os níveis de listagem do Novo Mercado facultando o ingresso aos que se voluntariassem, sem nenhuma restrição imposta para as companhias que não se interessassem pela nova listagem.

Eduardo Secchi Munhoz aponta que, somente após a implementação da autorregulação promovida com o surgimento do Novo Mercado, tornou-se efetivamente possível o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Segundo ele, a Lei 6.404/1976 falhou no sentido de promover a proteção necessária aos investidores que ensejaria tal desenvolvimento, porém, por outra via, também permitiu e possibilitou que os agentes econômicos se organizassem em promoção desse sistema de autorregulação. De acordo com o autor:<sup>288</sup>

Quanto ao Novo Mercado, é interessante observar que, se o modelo da Lei das S.A. propiciou a consolidação de um sistema de capital concentrado com elevados benefícios privados para o controlador, por outro lado, foi estruturada de forma a permitir que as entidades do mercado tivessem a liberdade necessária para construir um modelo de proteção adequado aos investidores, por via da autorregulação.

[...]

---

<sup>286</sup> Os segmentos de listagem do Novo Mercado são públicos e acessíveis pelo Portal da BMF Bovespa a todos os investidores e potenciais companhias que se interessem em migrar para essa estrutura. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em: 1.º jul. 2017.

<sup>287</sup> MB Associados. Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais brasileiro. Bovespa, 2000. Disponível em: <[http://www2.bmf.com.br/cimconteudo/w\\_livros/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimconteudo/w_livros/mercado_capitais_desafios.pdf)>. Acesso em: 24 fev. 2017.

<sup>288</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 93-94.

Assim, a fonte de legitimidade das regras provenientes da autorregulação é, sem dúvida alguma, a Lei das S.A., que estabeleceu a estrutura básica da companhia e conferiu aos agentes privados a liberdade necessária para encontrar as regras mais adequadas para seu crescimento e expansão.

Nesse aspecto, não há dúvidas de que a Lei das S.A. e da Lei do Mercado de Capitais foram fundamentais para permitir a iniciativa da autorregulação e o conseqüente florescimento do mercado de capitais no Brasil, a partir da primeira metade do século XXI. Se falhou em estimular ativamente a formação de companhias com regras de proteção adequadas aos investidores, a Lei das S.A. foi extremamente feliz ao conferir aos empresários e as entidades de mercado a liberdade necessária para encontrar o modelo adequado de captação de investimentos no momento que as condições econômicas do país tornaram-se favoráveis.

A estrutura do Novo Mercado foi estudada com profundidade por Ronald Gilson, Henry Hansmann e Mariana Pargendler em seu artigo *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the United States, and the European Union*,<sup>289</sup> em que os autores discorrem acerca da dificuldade de se promoverem mudanças legislativas importantes por conta das restrições impostas por grupos econômicos (que eles chamam de “elites”) que possuem poder econômico para financiar a obstrução a essas mudanças (por meio de *lobbys*, capturas, etc.).

Para contornar essa situação, os autores pesquisaram em diversos países situações em que a autorregulação de mercado pode ser implementada, segundo eles, de uma forma vantajosa até mesmo para as chamadas “elites”, uma vez que eles reduziriam seus custos ao tentar conter mudanças legislativas e ainda sofreriam pouco impacto em suas posições já consolidadas, pois, a autorregulação, como ocorre no caso do Novo Mercado, só atinge aqueles que se voluntariam.

Por meio dessa pesquisa também se concluiu que um dos êxitos na experiência do Novo Mercado foi a capacidade de flexibilização para atração de voluntários, isto é, foram criados segmentos de gradativo comprometimento: o Novo Mercado em que as regras de governança são mais rígidas,<sup>290</sup> a listagem nível 2 em

---

<sup>289</sup> GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the United States, and the European Union*. *Stanford Law Review*, v. 63, p. 487, 2011.

<sup>290</sup> A listagem Novo Mercado impõe as seguintes condições: “O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%); Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&F Bovespa, a empresa deverá fazer oferta pública de aquisição, para recomprar as ações de todos os acionistas pelo valor econômico, no mínimo; O conselho de administração deve ser composto por pelo menos cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes, com mandato máximo de dois anos; A empresa também se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*); Divulgação de dados

que essas imposições se abrandam, a listagem nível 1 em que se exigem ainda menos adequações. Assim, uma companhia poderá ter a liberdade de “migrar” para esses segmentos começando pelo nível de exigência que demandar menos alterações para depois adaptar-se a eventuais regras mais rígidas.

Essa abertura de opções foi a responsável pelo gradativo ingresso voluntário de companhias nesses segmentos ao longo dos últimos 17 anos.

A evolução relativamente rápida do Novo Mercado também foi motivada por fatores alheios a essa iniciativa.

A respeito desse tema, Eduardo Secchi Munhoz apresenta duas constatações importantes sobre o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, em especial a partir dos anos de 2004: (i) a primeira é a de que não bastaria uma legislação adequada sem que o ambiente macroeconômico fosse favorável e que a estabilização da economia nacional<sup>291</sup> e a abertura para o mercado estrangeiro foram componentes essenciais para a evolução desse mercado; e (ii) que um fator externo teve papel relevante nesse processo, que foi a edição da SOX<sup>292</sup> nos Estados Unidos da América, que culminou com um aumento nos custos de transação para as companhias brasileiras manterem seus investimentos em ADRs<sup>293</sup> no mercado norte-americano, o que praticamente forçou essas empresas a buscar um novo meio de captação de recursos por meio do ingresso e da promoção de melhorias no mercado de capitais brasileiro.

---

financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente; A empresa deve disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito; Necessária divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da empresa pelos diretores, executivos e acionistas controladores”.

<sup>291</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 94.

<sup>292</sup> Assevera Munhoz: “Um fato externo veio, então, contribuir decisivamente para o mercado de capitais brasileiro: a edição da Sarbanes-Oxley Act (SOX) de 30 de julho de 2002. Em resposta a uma sucessão de escândalos corporativos, dentre os quais se destaca o da Enron, que levou ao fim de uma das principais auditorias do mundo (a Arthur Andersen), foi editado o SOX nos Estados Unidos aumentando substancialmente as exigências de transparência nas informações, os deveres e responsabilidade dos administradores e os requisitos de fiscalização e de auditoria aplicáveis às companhias com títulos negociados naquele país. As exigências da SOX elevaram sobremaneira os custos para as companhias abertas, inclusive, as brasileiras que emitiam ADRs negociados na bolsa de Nova York. Com isso, o *cross-listing* deixou de ser para as companhias brasileiras uma saída fácil para contornar a debilidade do mercado de capitais interno. Era imperioso encontrar uma solução dentro de casa. E a resposta foi encontrada, como referido, no Novo Mercado, criado apenas 2 anos antes do SOX” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 92-93).

<sup>293</sup> Abreviação para os Recibos Depositários Americanos (tradução livre de *American Depositary Receipt*).

Outro fator que não poder ser desprezado, foi a introdução de modelos de práticas corporativas mais eficientes no Brasil a partir do início do Século XXI. A implementação de regimes de governança corporativa<sup>294</sup> no Brasil se consolidou a partir de estudos realizados no ano de 2001 pelo do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)<sup>295</sup> e pela empresa de consultoria McKinsey & Company. No mês de junho do ano seguinte, a CVM editou uma cartilha acerca das boas práticas de governança corporativa<sup>296</sup>, indicando para o mercado a importância da implementação de determinadas medidas que agregariam valor às companhias.

Ainda nesse passo, a globalização da economia e a imposição de certos padrões negociais também contribuiu para que as empresas brasileiras fossem estimuladas a adotar as práticas referidas.

Nessa mesma esteira, também se desenvolveram os mecanismos de *compliance*<sup>297</sup>, que contribuíram para uma maior conscientização das companhias

---

<sup>294</sup> Segundo o IBGC, a governança corporativa surgiu como um mecanismo de superação do conflito de agência (vide item 2.3.4 *supra*) com a criação de regras objetivas que inibam determinados comportamentos motivados por um interesse das partes disfuncional em relação à sua atuação regular seja como acionista, seja como administrador. Sua aplicação em uma estrutura de capital concentrado como a que ocorre no Brasil é fundamental para estabelecer um “conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos administradores esteja sempre alinhado com o melhor interesse da empresa”. (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC – Origens da Governança – Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/governanca/origens-da-governanca>>. Acesso em: 30.mai.2018. Ainda sobre o tema cf. LOBO, Jorge, Princípios de Governança Corporativa, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeira 142, São Paulo: RDM, p.141-154.

<sup>295</sup> Em que pese o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa ter surgido em 27 de novembro de 1995 (à época denominado Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), foi em 1999 que ele ganhou a atual denominação e foi na conjuntura econômica e social que surgiu a partir dos anos seguintes que foi possível efetivamente difundir e implementar os princípios da governança corporativa no mercado brasileiro, contando com uma participação mais ativa da CVM nesse processo.

<sup>296</sup> A governança corporativa foi conceituada pela CVM como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”. (Comissão de Valores Mobiliários – CVM – Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf> >. Acesso em: 02.jun.2018).

<sup>297</sup> O sentido de *compliance*, extraído da expressão literal significa estar “em conformidade” com as normas, abarcando em sentido amplo, as disposições do estatuto social da companhia, as regulamentações administrativas e leis vigentes no país, e até normas estrangeiras afetas a atividade da empresa. O *compliance* que para parte relevante dos estudiosos é um dos pilares da governança corporativa adquiriu autonomia tanto em termos de estudo doutrinário quanto de aplicação prática. O escopo do *compliance* é garantir que as leis e regulamentações impostas à atividade empresarial serão rigorosamente cumpridas. Tanto as leis e normas administrativas relacionadas aos funcionários quanto aquelas que regem toda a atuação do setor. Para tanto, existem mecanismos para promoção de alterações nas diretrizes internas das companhias visando alcançar esse objetivo. Um segundo desdobramento do *compliance* refere-se aos estudos dos impactos negativos do descumprimento de normas, como por exemplo, o dano à marca e imagem da empresa. O mesmo se aplica para os reflexos positivos, como no caso da obtenção de certificações nacionais e internacionais de

em relação ao custo/perda de valor resultante do descumprimento da legislação vigente.

Como se verificou, além da aplicação de elementos do dualismo regulatório identificados pela doutrina<sup>298</sup>, uma conjunção de diversos outros fatores teve papel importante no desenvolvimento do Novo Mercado.

Essas constatações não desvalorizam a iniciativa dos envolvidos de procurar soluções diferentes para estimular os agentes econômicos no sentido de estes se envolverem de modo mais comprometido com práticas que tragam maior segurança (e, conseqüentemente, maior apelo) para a captação de investimentos.

Em relação ao fenômeno da autorregulação, pode-se mencionar também a pesquisa de Elinor Ostrom<sup>299</sup> ao tratar dos bens comuns. Ao longo de anos de estudo, ela nos ofereceu uma série de experiências empíricas em que os agentes envolvidos trabalham de forma cooperativa, como no caso dos pescadores do mar do Norte brasileiro, respeitando diferentes interesses.

Nesse contexto, pode-se aferir empiricamente que, quando os agentes se encontram envolvidos<sup>300</sup> no debate a respeito das regras a cumprir e das sanções decorrentes do descumprimento, tanto o *compliance* se mostra mais efetivo como a resistência em suportar as sanções preestabelecidas se apresentam menores.

Com base nesses estudos e na experiência do Novo Mercado, verifica-se, por conta da autorregulação, um ambiente de transparência<sup>301</sup> menos propício a abusos, uma vez que o próprio conjunto que compõe aquele mercado exerce uma “dupla vigilância” em relação aos seus participantes.

---

regularidade. Com base nesses estudos, pode se mensurar a importância do investimento para assegurar o cumprimento das leis e o conseqüente valor agregado decorrente. Sobre o tema cf. PAULA, Marco Aurélio Borges de; CASTRO, Rodrigo Pironti Aguirre de (Coord.). *Compliance, gestão de riscos e combate à corrupção: integridade para o desenvolvimento*. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

<sup>298</sup> GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the United States, and the European Union*. *Stanford Law Review*, v. 63, p. 487, 2011.

<sup>299</sup> OSTROM, Elinor. *Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems*. *Prize Lecture*, Dec. 8, 2009.

<sup>300</sup> Nesse mesmo contexto, também se destacam os estímulos comuns (como eventuais ganhos decorrentes da reputação de determinado segmento de mercado) que contribuem para a colaboração dos indivíduos. Sobre o tema, cf. AXELROD, Robert M. *The evolution of cooperation*. New York: Basic Books, 2006.

<sup>301</sup> Não se pode deixar de reiterar a importância do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) no curso desse processo, promovendo cursos, campanhas, orientando os acionistas, administradores e investidores; e participando ativamente dos debates no escopo de fomentar a higidez no mercado de capitais brasileiro.

Dessa maneira, se um agente econômico praticar abusos capazes de impor um risco à imagem do Novo Mercado e ameace o sistema, certamente ele será punido duramente e, dependendo da gravidade da situação, até mesmo excluído desse segmento.

Érica Gorga dedicou-se a uma pesquisa empírica<sup>302</sup> sobre o crescimento do Novo Mercado questionando se sua rápida evolução indicaria que o mercado estaria se direcionando para uma mudança estrutural: migrando da elevada concentração acionária para a situação de dispersão.<sup>303</sup>

Por meio dessa pesquisa ela constatou que, dos três segmentos de listagem criados com a iniciativa do Novo Mercado, a grande maioria das empresas que integram a listagem Novo Mercado (em que a Governança Corporativa se mostra mais rígida) é composta por empresas novas, entrantes no mercado.

Por outro lado, nessa pesquisa pode-se aferir que as companhias mais tradicionais (já consolidadas) optaram por se manter fora desse mercado ou adotar a listagem Nível 1, que demanda menores alterações em termos de governança. A autora elencou algumas justificativas para isso: (i) essas empresas possuem acesso à captação de recursos que as tornam independentes desse tipo de mudança, seja por financiamentos obtidos no BNDES (possivelmente obtida, segundo a autora, pela influência dessas companhias, muitas controladas por famílias tradicionais) e em outros bancos, (ii) por já possuírem reserva de recursos; (iii) pelo interesse da

---

<sup>302</sup> GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*, Apr. 2008. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 10 jul. 2017.

<sup>303</sup> Na posição de Calixto Salomão Filho, a pesquisa de Gorga acerca de um movimento para a dispersão acionária aponta justamente no sentido contrário ao afirmar que: “Mesmo um artigo a princípio direcionado a demonstrar a existência de capital disperso no Brasil termina por ajudar a provar o contrário [...] a pesquisa demonstra que até mesmo no Novo Mercado (formado principalmente por companhias que precisam de Bolsa de Valores e do mercado de capitais para se financiarem – o que não é o caso da maioria das companhias *blue chip* no Brasil – e que então deveriam estar mais dispostas a adotar uma estrutura dispersa), sessenta e cinco das noventa e duas companhias listadas parecerem à primeira vista não contar com um acionista controlador (‘the largest shareholder owns, on average, 26, 23% of the shares’). Ocorre que esse número cai para quarenta e cinco quando os acordos de acionistas são considerados. Isto é apenas 48,8% do total do Novo Mercado, e muito menos se considerarmos todas as companhias abertas. Na verdade, se tomarmos em conta todas as companhias abertas, o número de companhias com capital disperso não seria muito diferente daquele encontrado pela pesquisa de 2007 supramencionada. Portanto, o que provavelmente aconteceu foi que a maioria das companhias que participavam do mercado comum da Bovespa e que já contava com capital disperso ou pretendiam ver seu controle diluído migrou para o Novo Mercado. A mudança introduzida pelo Novo Mercado não diz respeito, portanto, à realidade econômica brasileira, mas ao seu ambiente jurídico e ético”. (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. rev. e ampl. 2.<sup>a</sup> tiragem. São Paulo: Malheiros, 2015. nota 21 do Capítulo III, p. 72-73).



manutenção do poder na forma concentrada mantendo-se a facilidade de obtenção de benefícios particulares<sup>304-305</sup> por parte do controlador.

Parte da doutrina estrangeira dedicou-se à análise de casos de controle concentrado, destacando-se nesse sentido as pesquisas de Ronald J. Gilson<sup>306</sup>.

O autor, em parceria com Jeffrey N. Gordon, traça interessante comparativo<sup>307</sup> entre as estruturas de capital concentrado e disperso<sup>308</sup> e as

<sup>304</sup> Benefícios particulares seriam todos aqueles extraídos pelo controlador em detrimento da companhia valendo-se da sua condição. Tais benefícios podem ser patrimoniais ou não.

<sup>305</sup> Érica Gorga aponta que existe farta doutrina no sentido de que o capital na maioria dos países do mundo ainda é bastante concentrado em função de questões estruturais e culturais e que nesses mercados a característica principal é a possibilidade de extração de benefícios particulares por parte do controlador, em menor ou em maior grau de acordo com determinados fatores, por exemplo, a legislação e a aplicação prática das sanções (*enforcement*) no País (GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*, Apr. 2008. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 10 jul. 2017). Sobre a doutrina referida por Gorga, cf. 1. Mara Faccio & Larry H.P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 65 J. FIN. ECON. 365 (2002). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=286053>>. Acesso em: 10 out 2017 (a referida autora menciona que na Europa Continental a propriedade de companhias por grupos familiares ainda é extremamente relevante – 44,2 % das companhias analisadas). 2. Stijn Claessens, Simeon Djankov & Larry H.P. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations*, 58 J. FIN. ECON. 81, 92-93 (2000). Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=206448>>. Acesso em: 23 nov. 2017. Segundo Gorga, esse artigo demonstra que mais de dois terços das empresas públicas do Leste Asiático possuem acionistas controladores, a maioria dos quais representa empresas familiares. 3. Gilson, *Controlling Family Shareholders*, vide nota *infra*. 4. LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the world. *Harvard Institute of Economic Research Paper* n. 1840, Aug. 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=103130>>. Acesso em: 23 set. 2017.

<sup>306</sup> O autor escreveu artigos importantes analisando as estruturas de capital concentrado de países onde essa estrutura predomina. Cf. 1. GILSON, Ronald J. *Controlling Family Shareholders in Developing Countries: Anchoring Relational Exchange. Columbia Law and Economics Working Paper* n. 311, Jan. 1, 2007; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* n. 333; ECGI – *Law Working Paper* n. 79/2007; *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper* n. 10. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=957895>>. Acesso em: 12 jul. 2017. 2. GILSON, Ronald J.; SCHWARTZ, Alan. Corporate Control and Credible Commitment. *Columbia Law and Economics Research Paper* n. 436, Nov. 19, 2014; *Stanford Law and Economics Olin Research Paper* n. 438; *Yale Law & Economics Research Paper* n. 461; ECGI – *Law Working Paper* n. 216. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2182781>>. Acesso em: 28 set. 2016.

<sup>307</sup> GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. *Controlling Controlling Shareholders. Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 228, Jun. 2003; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, n. 262. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em: 9 jul. 2017.

<sup>308</sup> Érica Gorga constata que a estrutura de capital disperso evidenciada nos Estados Unidos e no Reino Unido traz vantagens e desvantagens em termos de pesquisa: a vantagem seria que são dois exemplos consolidados de um gênero a ser pesquisado. E as desvantagens são que a pesquisa efetiva acerca desse fenômeno só ocorreu muito depois dessa consolidação. Portanto, torna-se difícil precisar os fatores que viabilizaram essa mudança drástica de estrutura do capital concentrado para o capital disperso. A autora discorre ainda acerca da divergência doutrinária entre Rafael La porta, Florencio Lopez de Silanes e Andrei Shleifer (que defendem a estrutura legal como fator decisivo para viabilizar a dispersão) e Jonh C. Coffe Jr. (que acredita que a regulação não é o único fator determinante, devendo considerar também outros, como o desenvolvimento histórico, cultural etc.). (GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*, Apr. 2008. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1121037>>.

motivações (inclusive sob o viés dos acionistas minoritários) que justificariam a manutenção dessa estrutura de governança.

De um lado, os autores analisam os custos de agência decorrentes da separação entre propriedade acionária e controle; de outro, comparativamente, examinam da mesma forma as vantagens e as desvantagens da existência de um controlador centralizado, extraindo benefícios particulares, e em que medida essa situação poderia ser mais vantajosa aos minoritários.

Além disso, essa pesquisa identifica pontos de convergência entre essas duas estruturas verificando estímulos e desestímulos para a adoção de uma forma de organização em vez de outra.<sup>309</sup>

Em que pese uma parte do estudo ser direcionada à incidência de regras da legislação norte-americana, as reflexões trazidas agregam bastante ao debate quanto a determinados vieses. Por exemplo, para quem se posiciona no sentido de que o capital disperso necessariamente seja mais vantajoso certamente se apresentam novas perspectivas.<sup>310</sup>

---

Acesso em: 10 jul. 2017). Sobre o debate referido, cf.: 1. 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* n. 182, Dec. 2000. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=254097>>. Acesso em: 12 nov. 2017. 2. LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Investor Protection and Corporate Governance*, Jun. 1999. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=183908>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

<sup>309</sup> De acordo com os autores: "There is, however, a point of tangency between these facets. Because there are costs associated with holding a concentrated position and with exercising the monitoring function, some private benefits of control may be necessary to induce a party to play that role. Thus, from the point of view of public shareholders, the two facets of the agency problem present a tradeoff. The presence of a controlling shareholder reduces the managerial agency problem, but at the cost of the private benefits agency problem. Non-controlling shareholders will prefer the presence of a controlling shareholder so long as the benefits from reduction in managerial agency costs are greater than the costs of private benefits of control". GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. *Controlling Controlling Shareholders*. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 228, Jun. 2003; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, n. 262. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em: 9 jul. 2017. Tradução livre: Existe, todavia, um ponto de tangência entre essas duas facetas. Em razão da existência de custos associados tanto ao controle concentrado, quanto ao monitoramento de função, os benefícios privados de controle podem ser o critério necessário para influenciar os agentes em que papel eles irão atuar. Portanto, do ponto de vista dos acionistas essas duas facetas apresentam vantagens e desvantagens. A presença de um acionista controlador reduz os custos de agência no que tange à administração, mas ao custo da extração de benefícios particulares pelo controlador. Acionistas minoritários irão preferir a presença de um controlador conquanto os benefícios da redução dos custos de agência superarem aqueles decorrentes da extração de benefícios privados por parte do controlador.

<sup>310</sup> No Brasil, Calixto Salomão Filho defende a estrutura de diluição do controle. Segundo ele, "a diluição de controle, como toda diluição de poder, acaba por permitir um melhor equilíbrio entre os vários interesses envolvidos pelas grandes companhias" (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. rev. e ampl. 2.ª tiragem. São Paulo: Malheiros, 2015. p. 81). Nos Estados Unidos, Lynn A. Stout defende que a estrutura de capital diluído, gerenciada por administradores profissionais, favorece as condições de governança para evitar abusos (STOUT, Lynn A. *The Mythical Benefits of Shareholder Control*. *Virginia Law Review*, 2006; UCLA School of Law, *Law-Econ*

Érica Gorga abarca essas discussões em sua pesquisa *supra* e ainda traça importante paralelo entre os resultados obtidos e o trabalho de Lucian Bebchuk e Mark Roe, denominado *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*,<sup>311</sup> em que os autores demonstram que muitos fatores influenciam a organização do mercado: culturais, sociais, forma de desenvolvimento histórico, nível de desenvolvimento econômico. Portanto, pode-se concluir que a resistência a uma alteração estrutural está arraigada a uma série de elementos.

No caso do Novo Mercado, restou patente a resistência das companhias mais consolidadas a mudanças mais radicais, mantendo assim a *path dependence*, em vez de buscar uma mudança que, além de implicar em riscos, tira da “zona de conforto” um determinado grupo de companhias (e seus controladores) habituado a certa rotina e que possui independência suficiente para se manter na posição desejada.

Por conseguinte, constata-se que existem duas realidades diferentes no Mercado de Capitais brasileiro e que o crescimento da adesão a segmentos de listagem de maior governança, se não aponta uma transição completa<sup>312</sup> para esse modelo, reforça sua viabilidade e sustentabilidade (já se passaram 15 anos desde que se iniciaram em 2003 as ondas de adesão, e o Novo Mercado se mantém institucionalmente estável, mesmo após severos impactos na economia a partir de 2015).

Todavia, como já exposto, nem todas as companhias que negociam no mercado de valores mobiliários possui interesse em se submeter à regulação do Novo Mercado. Nesse sentido, mostra-se importante um exame das regras gerais

---

*Research Paper* n. 06-19. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=929530>>. Acesso em: 11 jul. 2017). Todavia, não se pode generalizar essa conclusão, uma vez que existem outros fatores que influenciam nessa questão. Ronald Gilson, com outros pesquisadores, demonstrou que existe a possibilidade de boa governança em estruturas de capital concentrado como ocorre com os países nórdicos (como a Suécia e a Dinamarca) (GILSON, Ronald J.; LEKVALL, Per; HANSEN, Jesper Lau; LØNFELDT, Carsten; AIRAKSINEN, Manne; BERGLUND, Tom; VON WEYMARN, Tom; KNUDSEN, Gudmund; NORVIK, Harald; SKOG, Rolf; SJÖMAN, Erik. *The Nordic Corporate Governance Model*, Dec. 1, 2014. *Nordic & European Company Law Working Paper* n. 14-12. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2534331>>. Acesso em: 10 dez. 2017).

<sup>311</sup> BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. *Stanford Law Review*, v. 52, p. 127-170, Oct. 1, 1999; Columbia Law School, *Center for Studies in Law & Economics Paper*, n. 131, Nov. 1999. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=202748>>. Acesso em: 10 out. 2017.

<sup>312</sup> GORGA, Érica. *Corporate Control & Governance after a Decade from “Novo Mercado”: Changes in Ownership Structures and Shareholder Power in Brazil*. *Yale Law & Economics Research Paper* n. 502, Jul. 29, 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2473832>>. Acesso em: 15 jul. 2017.

que a CVM estipulou às companhias, bem como seus instrumentos de sanção em relação aos casos de descumprimento.

Portanto, devem-se destacar algumas instruções normativas editadas pela CVM que tiveram o propósito de combater o abuso do poder de controle direta ou indiretamente, ao promover uma maior transparência nas relações de mercado.

A primeira delas foi a Instrução CVM 323,<sup>313</sup> de 19 de janeiro de 2000, que define as hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave,

---

<sup>313</sup> Dispõe a instrução referida: “Art. 1.º São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM: I – a denegação, sob qualquer forma, do direito de voto atribuído, com exclusividade, por lei, pelo estatuto ou por edital de privatização, aos titulares de ações preferenciais ou aos acionistas minoritários, por parte de acionista controlador que detenha ações da mesma espécie e classe das votantes; II – a realização de qualquer ato de reestruturação societária, no interesse exclusivo do acionista controlador; III – a alienação de bens do ativo, a constituição de ônus reais, a prestação de garantias, bem como a cessação, a transferência ou a alienação, total ou parcial, de atividades empresariais, lucrativas ou potencialmente lucrativas, no interesse preponderante do acionista controlador; IV – a obtenção de recursos através de endividamento ou por meio de aumento de capital, com o posterior empréstimo desses recursos, no todo ou em parte, para sociedades sem qualquer vínculo societário com a companhia, ou que sejam coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, em condições de juros ou prazos desfavoráveis relativamente às prevalecentes no mercado, ou em condições incompatíveis com a rentabilidade média dos ativos da companhia; V – a celebração de contratos de prestação de serviços, inclusive de gerência e de assistência técnica, com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado; VI – a utilização gratuita, ou em condições privilegiadas, de forma direta ou indireta, pelo acionista controlador ou por pessoa por ele autorizada, de quaisquer recursos, serviços ou bens de propriedade da companhia ou de sociedades por ela controladas, direta ou indiretamente; VII – a utilização de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, como intermediárias na compra e venda de produtos ou serviços prestados junto aos fornecedores e clientes da companhia, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado; VIII – a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrazoadas, inclusive mediante a incorporação, sob qualquer modalidade, de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, ou da fixação do preço de emissão das ações em valores substancialmente elevados em relação à cotação de bolsa ou de mercado de balcão organizado; IX – a promoção de alteração do estatuto da companhia, para a inclusão do valor econômico como critério de determinação do valor de reembolso das ações dos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia geral, e a adoção, nos doze meses posteriores à dita alteração estatutária, de decisão assemblear que enseje o direito de retirada, sendo o valor do reembolso menor ao que teriam direito os acionistas dissidentes se considerado o critério anterior; X – a obstaculização, por qualquer modo, direta ou indiretamente, à realização da assembleia geral convocada por iniciativa do conselho fiscal ou de acionistas não controladores; XI – a promoção de grupamento de ações que resulte em eliminação de acionistas, sem que lhes seja assegurada, pelo acionista controlador, a faculdade de permanecerem integrando o quadro acionário com, pelo menos, uma unidade nova de capital, caso esses acionistas tenham manifestado tal intenção no prazo estabelecido na assembleia geral que deliberou o grupamento; XII – a instituição de plano de opção de compra de ações, para administradores ou empregados da companhia, inclusive com a utilização de ações adquiridas para manutenção em tesouraria, deixando a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários; XIII – a compra ou a venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia, de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas; XIV – a compra ou a venda de valores mobiliários em mercado, ou privadamente, pelo acionista controlador ou pessoas a ele ligadas, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, com vistas à promoção, pelo acionista controlador, do cancelamento do registro de companhia aberta; XV – a aprovação, por parte do

apresentando um rol exemplificativo de condutas consideradas caracterizadoras do abuso do poder de controle.

Logo, existe uma sinalização para o mercado de que, se determinadas ações arroladas forem praticadas, serão consideradas abusivas por parte da autoridade administrativa sancionadora.

Entre as diversas modalidades elencadas, cumpre destacar algumas, como a que considera abusiva a “obstaculização, por qualquer modo, direta ou indiretamente, à realização da assembleia geral convocada por iniciativa do conselho fiscal ou de acionistas não controladores”. Trata-se de enunciado que protege de forma explícita a participação dos acionistas minoritários e do conselho fiscal nas atividades decisórias da companhia, desde que atendendo aos demais requisitos legais para tanto.

Verifica-se ainda que muitas das condutas contidas nos incisos do art. 1.º da referida instrução pautaram-se em casos recorrentes na jurisprudência administrativa da CVM, como aqueles em que se realiza determinada operação no interesse preponderante do acionista controlador ou de outras empresas ligadas ao seu patrimônio.

Outro ponto importante do Enunciado CVM 323<sup>314</sup> é que seu art. 2.º caracteriza como infração grave “para os efeitos do art. 11, § 3.º, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a prática das condutas referidas no art. 1.º desta Instrução”, novamente sinalizando claramente para o mercado que a prática das condutas elencadas ou “outras condutas assim entendidas pela CVM”, como consta do art. 1.º, serão punidas de forma severa dentro dos limites da lei em função de sua gravidade.

Além disso, outra forma importante de reduzir as práticas abusivas dos acionistas controladores é aumentar o grau de informação acerca das operações realizadas no mercado, em especial aquelas de maior vulto, que, potencialmente, poderiam trazer mais prejuízos.

---

acionista controlador, da constituição de reserva de lucros que não atenda aos pressupostos para essa constituição, assim como a retenção de lucros sem que haja um orçamento que, circunstanciadamente, justifique essa retenção” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. CVM – Instrução CVM PAS 323. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst323.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2017).

<sup>314</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução CVM n.º 323. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst323.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2017.

Nesse sentido, foi editada a Instrução CVM 552/2014,<sup>315</sup> que determinou aplicação de maior grau de informação, realizando alterações na Instrução CVM 480-2009 e em seu anexo 30-XXXIII, que se refere à comunicação sobre transações.

Uma das mudanças mais importantes é a aplicação de efetivos critérios objetivos obrigando a companhia a informar os dados da transação nos seguintes casos: transações ou conjunto de transações correlatas que superem cinquenta milhões de reais ou 1% do ativo total emissor.

Também foram impostos critérios subjetivos obrigando a companhia a prestar informações em função da característica da transação ou em virtude da natureza e extensão do interesse das partes relacionadas.

Além das instruções normativas e outras regras, como portarias e recomendações, a CVM possui poder para imposição de sanções para reprimir à prática de abuso de poder de controle previstas na legislação.

O inciso IV, *b*, do art. 4.º da Lei 6.385/1976 dispõe que, com o Conselho Monetário Nacional, a CVM deve “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: [...] b) os atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários”.

Para tanto, existe um instrumental de poderes previsto no art. 9.º, em especial nos incisos V e VI, que confere à autarquia a possibilidade de “apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”. Ademais, depois de realizada essa apuração, verificando-se infrações, a lei possibilita “aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal”.

Outrossim, o § 1.º do art. 9.º traz outros instrumentos importantes que podem ser utilizados na repressão de condutas abusivas praticadas pelo acionista controlador, direcionando a sua companhia a incorrer em situações de anormalidade no mercado. Referidos instrumentos são os seguintes:

---

<sup>315</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução CVM n.º 552/2014. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 480/09 e altera dispositivos das Instruções 358/02 e 481/09. Publicada no *DOU* de 13.10.14. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst552.html>>. Acesso em: 10 nov. 2015.

Art. 9.º [...] [...]

§ 1.º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:

I – suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores;

II – suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei;

III – divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;

IV – proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

Os dispositivos referidos *supra* não são instrumentos de *enforcement* desprezíveis, por exemplo, a suspensão da negociação de um determinado valor mobiliário dentro de determinada conjuntura pode representar um prejuízo bilionário para a companhia. O problema nesse caso está nas situações em que os demais acionistas sofrem prejuízos em razão de sanção decorrente da conduta exclusiva do controlador.

Nesse sentido, o inciso V da norma, que prevê a proibição da prática de determinados atos por participante do mercado, e que, se interpretada de maneira ampla, poderia permitir imposições restritivas específicas ao acionista controlador, mitigando, assim, a ocorrência de danos aos acionistas que não participaram e/ou até mesmo se opuseram a determinada ação temerária intentada pelo controlador.

No tocante às penas aplicáveis mencionadas no inciso V do art. 9.º, elas se encontram dispostas no art. 11 da Lei 6.385/1976 nos seguintes termos:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I – advertência;

II – multa;

III – (Revogado – Redação dada pela Lei n.º 13.506, de 2017.);

IV – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

V – suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII – proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII – proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários e dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

§ 1.º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores:

I – R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais);

II – o dobro do valor da emissão ou da operação irregular;

III – 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou

IV – o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.

§ 2.º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1.º deste artigo.

§ 3.º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do *caput* deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência.

[...]

§ 13. Adicionalmente às penalidades previstas no *caput* deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários poderá proibir os acusados de contratar, por até de 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta.

É importante destacar que, recentemente (em 13 de novembro de 2017), a Lei 13.506 foi promulgada alterando uma série de dispositivos na Lei 6.385/1976, nitidamente ampliando a diversidade de sanções a serem aplicadas.



O art. 11 recebeu mudanças que ampliaram o leque de sanções a serem aplicadas. Nesse sentido, o inciso VI agora prevê a “inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei”.

O § 13, do artigo *supra*, por sua vez, possibilita a autarquia de proibir os acusados de realizar contratações que tenham “por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta”, pelo prazo de até cinco anos, o que, dependendo do objeto social da companhia, poderia até inviabilizar sua atividade.

Trata-se de um plano de sanções bem extenso, o qual, se bem trabalhado na prática, pode intimidar os agentes do mercado no sentido de evitar as práticas abusivas que culminariam com essas sanções.

No caso das multas elencadas *supra*, a Lei 13.506/2017 trouxe outras inovações. No § 1º do art. 11 foram ampliadas as opções de aplicação de multa, não podendo exceder o valor maior entre as seguintes opções: (i) 50 milhões de reais; (ii) “o dobro do valor da emissão ou da operação irregular”; (iii) “3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito”; e (iv) “o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito”.

Ainda que existam limitações, as sanções previstas possuem um alcance bem significativo, podendo representar três vezes o valor da vantagem econômica indevida obtida ou mesmo o dobro dos prejuízos causados. Tratando-se de grandes companhias, são valores potencialmente exorbitantes.

Não bastasse isso, o § 2.º do art. 11 possibilita aplicação das penas elencadas no § 1.º até em triplo para o caso de reincidência. Com certeza, é uma margem de opção maior para a CVM atuar.

Por seu turno, o § 3.º limita as sanções previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do *caput* do art. 11, as quais somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da CVM, ou nos casos de reincidência.

Como já exposto<sup>316</sup> por força do art. 2.º da Instrução CVM 323, todas as ocorrências de abusos de poder de controle contidas ou análogas às previstas na referida resolução são consideradas infração grave.

---

<sup>316</sup> Vide item 3.6 *supra*.

No tocante aos crimes praticados, foram realizadas mudanças importantes em relação à prática de *insider trading*. O *caput* do art. 27-D passou a ter a seguinte redação:

Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários

A pena de reclusão (de um a cinco anos) e a aplicação de multa de até três vezes o montante da vantagem obtida foram mantidas, mas o § 1.º passou a prever que incorre na mesma pena para aquele que “repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor”.

Com essas alterações, a prática de *insider trading* pode ser imputada àquele que divulga essas informações independentemente do dever de sigilo (exigido na redação anterior), o que estende a tipificação para terceiros que não possuem os deveres típicos de sigilo.

Tanto é verdade que no § 2.º desse artigo foi preconizado um aumento de pena de um terço “se o agente comete o crime previsto no *caput* deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”.

Essa mudança é bem significativa no sentido de impedir que aqueles profissionais que possuam dever de sigilo utilizem de terceiros para divulgar informações sigilosas. O chamado *tipper*<sup>317</sup>, antes inimputável nesse contexto normativo, agora está ao alcance das autoridades.

Ademais, o parágrafo único do art. 27-F prevê que, em casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo.

Ante esse ferramental analisado, ao menos aparentemente a CVM se mostra munida de instrumentos capazes de coibir diversificadas formas de abuso praticadas no mercado de capital, incluindo aquelas decorrentes do exercício do poder de controle. Cumpre verificar se na prática o manejo desses instrumentos tem se mostrado eficiente, o que será tratado no item seguinte.

---

<sup>317</sup> Como bem destacou a matéria do portal Capital Aberto sobre o tema (FREOA, Ricardo; MOURA, Alessandra Zequi Salybe de; VIEIRA, Diego Henrique Paixão. Extensão do *Insider. Stocche Forbes*. Governança. Edição de 17.12.2017. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/canais/stocche-forbes/extensao-do-insider/#.WIETNVWnG1s>>. Acesso em: 20 dez. 2017).

### 3.6.1 A eficiência dos instrumentos sancionatórios utilizados pela CVM

Como demonstrado, a CVM dispõe de uma série de instrumentos sancionatórios que lhe permitem, mediante sua aplicação, influenciar e coibir futuras condutas abusivas praticadas por agentes do mercado e, para o estudo em exame, mais propriamente os acionistas controladores. Em que pese a existência de alguns casos em que se verificou uma punição compatível com o dano causado ou com o risco ao qual a situação expôs o mercado, existe um movimento no sentido de criticar as sanções aplicadas pela autarquia, entendendo que elas se revelam insuficientes.

Nesse sentido, pode-se destacar o caso objeto do Processo Administrativo Sancionador (PAS)<sup>318</sup> CVM RJ 2012/4062, em que se examinou a operação de fechamento de capital do portal UOL (Universo Online S.A.), em que o acionista João Alves Queiroz Filho votou, infringindo o disposto nos arts. 4.º-A, *caput*, § 4.º, da Lei 6.404/1976, combinado com os incisos III e VI da Instrução CVM 361/2002. O voto estava eivado de irregularidades, pois mostrou-se decisivo para decidir qual seria a empresa que realizaria a avaliação do valor das ações em relação ao fechamento de capital da companhia.

A referida avaliação foi benéfica para o acionista João Alves Queiroz Filho, que votou de acordo com seus próprios interesses. Em decorrência dessa prática, ele foi condenado ao pagamento de 500 mil reais.

Entretanto, segundo informa a Associação de Investidores do Mercado de Capitais (AMEC), esse valor é inferior a 0,05% do total do prejuízo que os acionistas minoritários tiveram com a operação, em função do que eles eventualmente poderiam auferir se a instituição que avaliaria as ações no fechamento fosse outra.

Diante de uma condenação tão desproporcional ao prejuízo, mesmo levando-se em conta a parcialidade da posição da AMEC, constata-se uma sinalização para o mercado no sentido de que infringir compensa. Nesse sentido, em determinados casos, seria viável calcular o *trade off* em relação à prática do abuso e

---

<sup>318</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Resultado de julgamento. CVM PAS RJ 2012/4062. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131217-4.html>>. Acesso em: 20 maio 2017.

o custo da sanção, como se isso se tratasse de algo normal, de uma mera operação de mercado, o que se mostra uma perspectiva bastante temerária.

Em razão desse mesmo caso, foi publicado o artigo intitulado *Quanto custa uma infração?*,<sup>319</sup> pela revista *Valor Econômico* (republicado no *site* do Insper), questionando a necessidade de endurecimento de sanções da CVM. O texto em questão ressalta que, no caso do fechamento de capital da companhia Universo Online S.A., a CVM aplicou a sanção no limite que lhe era possível.<sup>320</sup>

Outro ponto bastante discutido são os critérios de julgamento para responsabilização do controlador. Em especial, naqueles casos em que há evidências de que os administradores agiram como *longamano* do acionista controlador, mas ao final da apuração somente os administradores são punidos.

Foi o que ocorreu na decisão do Procedimento Administrativo Sancionador (PAS) RJ 2001/11949,<sup>321</sup> em que se apuravam o desvio de recursos de companhias incentivadas por benefício de terceiros e a existência de lançamentos contábeis fictícios ou baseados em documentação inidônea, caracterizando infração ao disposto no art. 153, bem como à alínea *a* do art. 154 da Lei 6.404/1976, e ainda o abuso de poder de controle, conforme caracterizado na alínea *c* do § 1.º do art. 117 da Lei 6.404/1976.

O órgão administrativo entendeu que os fatos descritos nos autos foram comprovados no sentido de terem ocorrido irregularidades na administração de

---

<sup>319</sup> CAPITAL ABERTO. Quanto custa uma infração, 1.º mar. 2014, republicada no setor Notícias portal do Insper. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/noticias/quanto-custa-uma-infracao/>>. Acesso em: 4 abr. 2017.

<sup>320</sup> Como se verifica do tópico do artigo referido intitulado “Está na lei”: “Ainda que quisesse aplicar uma multa maior, a CVM não teria essa prerrogativa. De acordo com a Lei 6.385, a autarquia tem três opções de cálculo: pode cobrar 50% do valor de uma operação ou emissão irregular; três vezes o montante da vantagem econômica obtida em decorrência do ilícito; ou se limitar a uma penalidade fixada em R\$ 500 mil. No caso do UOL, por se tratar de uma situação de impedimento de voto, não havia como caracterizar a primeira hipótese, nem como calcular objetivamente uma vantagem econômica. Isso a levou à terceira opção. O valor é o mesmo desde 1997, quando a Lei 6.385 foi reformada para, entre outros motivos, se alinhar à desindexação da economia promovida após a chegada do Plano Real, em 1994. Até então, a penalidade era calculada em Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), uma modalidade de título público que pagava remuneração corrigida pela inflação. Se os R\$ 500 mil tivessem acompanhado a evolução dos preços nos últimos 16 anos, o valor atual da multa seria bem maior. De acordo com os cálculos do professor de finanças Alexandre Chaia, do Insper, o IGP-M acumulou alta de 382% desde maio de 1997, quando a lei foi alterada. Sendo assim, se corrigida, a multa máxima aplicável pela CVM seria de R\$ 1,9 milhão. Pelo IPCA, a sanção giraria em torno de R\$ 1,4 milhão. A desatualização monetária se tornou, assim, um importante redutor da pena” (CAPITAL ABERTO. Quanto custa uma infração, 1.º mar. 2014, republicada no setor Notícias portal do Insper. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/noticias/quanto-custa-uma-infracao/>>. Acesso em: 4 abr. 2017.

<sup>321</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS RJ 2001/11949. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/anexos/sancionador/2005/20051206\\_PAS\\_RJ200111949.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/anexos/sancionador/2005/20051206_PAS_RJ200111949.pdf)>. Acesso em: 1.º jul. 2016.

sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, tais como subscrições e integralizações de aumentos de capital fictícios, utilização de notas fiscais inidôneas, lançamentos contábeis fictícios e aplicação indevida de recursos destinados ao projeto incentivado, entre outras.

Após a análise das provas e argumentos, o órgão colegiado da autarquia deliberou pela absolvição de diversas pessoas físicas e jurídicas – incluindo os controladores – por falta de provas, bem como pela condenação de alguns diretores por violação aos arts. 153 e 154, § 2.º, *a*, da Lei 6.404/1976.

O destaque desse julgamento foram os argumentos de defesa de alguns membros do Conselho de Administração, que alegaram que em nenhuma hipótese poderiam ser responsabilizados pelas ações dos diretores, pois os elegeram atendendo os anseios dos controladores.

Essa foi a defesa de Cláudio Jorge Berardo Carneiro da Cunha, membro do Conselho de Administração da Fazenda Alto Bonito S.A. (Fabosa), uma das empresas envolvidas. Ele alegou que teria exercido o cargo de membro do Conselho de Administração apenas no período de 15 de outubro de 1993 a 21 de novembro de 1994, de modo que, entre as inúmeras irregularidades que lhe foram imputadas, o único ato que efetivamente praticou foi a eleição da diretoria executiva em 27 de outubro de 1993, escolhendo diretores ligados aos acionistas majoritários e simplesmente referendados pelos conselheiros.

O que se discute nesse caso é o fato de os controladores terem sido absolvidos por falta de provas e os diretores condenados. Contudo, nos próprios autos, os membros do Conselho de Administração afirmaram que o controlador decidiu sobre a escolha dos diretores.

Com base nessas afirmações, não seria dever do controlador, no sentido de orientar a atuação dos órgãos da sociedade (art. 116, *b*), um acompanhamento das ações daqueles que elegeu (para evitar a incidência no art. 117, *b*) e, conseqüentemente, dever dos membros do Conselho de Administração de fiscalizar os diretores que nomearam?

Para Calixto Salomão Filho, a resposta aparenta ser positiva, uma vez que ele se posiciona<sup>322</sup> sobre o tema de seguinte maneira:

---

<sup>322</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. Deveres fiduciários do controlador. In: \_\_\_\_\_. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 198-199.

De outro lado, ao controlador devem ser aplicáveis todos os deveres fiduciários aplicados ao administrador. Não há dúvidas que tais regras devem ser aplicadas também ao controlador for força do princípio geral previsto no artigo 116, parágrafo único, da lei societária. 12. Não só da lei, mas também da pura lógica, decorre tal conclusão. Imagine-se, a título exemplificativo, a proibição de aproveitamento em benefício de oportunidades negociais da sociedade (art. 155 da lei societária). Muito incongruente seria a lei que vedasse oportunidade de aproveitamento pelo administrador, mas não pelo controlador, sobretudo em uma realidade societária de tal concentração de poderes e pouco despendia de capital [...].

Como se depreende do trecho *supra*, Calixto Salomão Filho<sup>323</sup> entende que no mesmo grau em que o diretor deve ser corresponsabilizado pelos atos praticados em solidariedade com o controlador (conforme dispõe o § 2.º do art. 117 da Lei Societária), a recíproca deve ser verdadeira.

Em outras palavras, na hipótese de o controlador possuir, por força de Lei, os mesmos deveres fiduciários dos diretores, se provado seu envolvimento em algum ato irregular realizado pelos diretores, o controlador deveria também ser responsabilizado.

Retomando a questão sobre um posicionamento por mudanças em relação ao endurecimento de sanções por parte da CVM, o seu presidente, Leonardo Pereira, em função dos casos graves envolvendo companhias abertas como a Oi e o Grupo X, concedeu entrevista no ano de 2015 pedindo reformas e sanções mais pesadas. Ele afirma que a instituição (CVM) se encontra tolhida de maior poder de ação em função das limitações do art. 11 da Lei 6.385/1976, ao afirmar que: “A atividade sancionadora não existe para ser justiceira, mas é preciso ter penas que desencorajem práticas erradas”.

No fim de 2014, a autarquia enviou proposta ao governo para desenvolver um projeto de lei para elevar a capacidade de sanção da CVM entre outros órgãos reguladores. Segundo o presidente da CVM, à época: “Não estaríamos falando em atualizar o valor das penas se não acreditássemos que são baixos [...]”. Mesmo com a alteração na presidência da autarquia, ainda existe uma corrente pleiteando a majoração das penas contidas no art. 11 da Lei 6.385/1976.

---

<sup>323</sup> O autor ainda cita (em nota de rodapé de n. 12) os Processos da CVM RJ 2005/1443 e CVM RJ 2004/5494, em que os controladores foram responsabilizados, em correlação à atuação típica de administrador (SALOMÃO FILHO, Calixto. Deveres fiduciários do controlador. In: \_\_\_\_\_. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 198-199).

Por conta dessas manifestações, foi editada em 2017 a Medida Provisória 784, de 7 de junho de 2017, que ampliou as opções de sanção a serem aplicadas.

Referida medida, todavia, não se converteu em Lei ordinária e perdeu sua vigência. Seus principais dispositivos foram tratados posteriormente, pela edição da Lei 13.506 de 13 de novembro de 2017. E, ao passar pelo crivo do Poder Legislativo, o limite para aplicação de multas foi drasticamente atenuado em comparação com a medida provisória referida: o inciso I do § 1.º do art. 11 foi alterado com redução do teto aplicável de quinhentos milhões para cinquenta milhões.

Entretanto, ainda pode-se destacar uma evolução nas opções conferidas pela CVM para coibir as condutas abusivas decorrentes da atualização de Lei 6.385/1976.

Outra questão bastante debatida é a profusão de termos de compromisso<sup>324</sup> firmados entre o infrator e a autarquia, em que aquele que praticou atos de abuso efetua o pagamento de uma multa e se compromete a cessar a prática a ele imputada e a reparar os prejuízos.

Em teoria, se esse tipo de medida tornasse a mitigação pelos prejuízos causados mais célere e ainda houvesse eficácia no sentido de reverter os valores

---

<sup>324</sup> As Leis 9.457/1997, 10.303/2001 e o Decreto 3.995/2001, alteraram a Lei 6.385/1976, o que possibilitou a CVM celebrar compromissos para ajustamento de conduta nos seguintes termos:

“Art. 11. [...]”

§ 5.º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a:

I – cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II – corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

§ 6.º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

§ 7.º O termo de compromisso deverá ser publicado no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários, com discriminação do prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial.

§ 8.º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis.

§ 9.º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

§ 10. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5.º a 9.º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários”. A redação do §§ 5.º e 7.º foi dada pela Lei 13.506/2017.

das multas em prol da prevenção de novas situações abusivas, não haveria fundamento algum para questionamentos sobre sua aplicação.<sup>325</sup>

Na prática, porém, o que se nota é que muitos desses termos são assinados<sup>326</sup> e a consequência imediata é o não prosseguimento do processo

---

<sup>325</sup> Até porque todo órgão de regulação possui recursos limitados e a celebração de ajustes que venham a prevenir novos abusos e reparar (ainda que parcialmente) os danos cometidos é salutar. A deliberação CVM 390/2001 permite a apresentação de proposta de celebração de termo de compromisso ainda na fase de investigação preliminar, o que, dependendo das circunstâncias do caso, pode se mostrar eficaz e economizar recursos para a Administração Pública.

<sup>326</sup> Um contraponto que pode ser apresentado em relação a essa crítica é a percepção de que muitos termos de compromisso são firmados em casos onde a autoridade administrativa possui informações de que existe uma situação abusiva, todavia não possui provas suficientes para obter uma condenação. Nesse passo, é instaurado o processo administrativo, para, em seguida, se firmar o termo de compromisso. Nesse contexto, o termo de compromisso seria uma alternativa viável em relação ao risco de um processo ser instaurado e ocorrer a absolvição. Com base nas informações publicadas pode se deduzir que foi o que ocorreu no PAS CVM nº16/2008, também conhecido como “Caso Aracruz”. Sobre a instauração do processo referido cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 16/2008. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20120904\\_R1/20120904\\_D11.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20120904_R1/20120904_D11.html)>. Acesso em: 26 jun. 2018. Nesse processo, os administradores da empresa Aracruz Celulose S.A. foram acusados de celebrar contratos de derivativos cujo risco era extremamente agressivo sem possuir o conhecimento técnico para tanto. Além disso, as práticas ocorreram violando o dever de diligência, pois, as negociações e os riscos envolvidos ultrapassaram os limites fixados pela política financeira da companhia, gerando um prejuízo de R\$ 4,2 bilhões decorrente da exposição a derivativos cambiais de alto risco no ano de 2008. Segundo a CVM, após a apuração de inúmeros prejuízos, o diretor financeiro Isac Roffé Zagury foi acusado de “(i) não ter informado, nas Notas Explicativas das Informações Trimestrais de Junho de 2008, o risco existente nas operações de Sell Target Forward – STF, deixando de evidenciar o valor de mercado destes derivativos, bem como os critérios e premissas adotados para seu cálculo (infração ao disposto no parágrafo único do art. 1º da Instrução CVM nº 235/95); e (ii) não ter observado o cuidado e a diligência necessários na contratação do STF, com a consequente extrapolação do limite de exposição estabelecido pela Política Financeira aprovada pelo Conselho de Administração (infração ao disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/76)”. Além dele, também foram acusados outros membros do Conselho de Administração, do Comitê Financeiro, porque não terem atuado com a devida diligência, pois deixaram de “obter, analisar criticamente e investigar” o cumprimento da política financeira da companhia e ainda os membros do Comitê de Auditoria, que também teriam tido acesso a dados que mostravam a evolução na contratação dos derivativos e se omitiram. Após uma longa negociação que durou cerca de 6 anos, em 04.09.12 o Colegiado da CVM e o Ministério Público Federal (MPF) “deliberaram a celebração de Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta com o Diretor Presidente, membros do Conselho de Administração e membros de Comitês criados pelo Conselho de Administração da Aracruz Celulose S.A. para o encerramento, em relação a tais pessoas, de procedimentos administrativo e civil público”. No total foram dezessete acusados e destes apenas o diretor financeiro não celebrou acordo, sendo que quinze deles pagaram a quantia de R\$ 800 mil e o então presidente da Aracruz, Carlos Augusto Aguiar, se comprometeu a pagar R\$ 1,2 milhão. O total desse acordo soma R\$ 13,2 milhões. Posteriormente, em 09.07.2013, o diretor financeiro Isac Roffé Zagury também firmou termo de compromisso com a CVM para o pagamento de R\$ 1,5 milhão. Sobre esse último acordo firmado cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 16/2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos\\_compromisso/anexos/0001/20130709\\_TC\\_16-2008.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/termos_compromisso/anexos/0001/20130709_TC_16-2008.pdf)>. Acesso em: 1º jul. 2018. A situação de abuso foi muito similar àquela abordada no item 2.3.3 com relação ao “Caso Sadia”. Ambos os casos apontaram prejuízos financeiros decorrentes de transações mal sucedidas com derivativos, praticadas de modo contrário às próprias disposições da companhia. Todavia, diferentemente do que ocorreu neste último, onde foram amealhadas provas mais robustas do ocorrido, em relação à companhia Aracruz haviam alguns pontos das alegações de abuso sem os elementos de ligação suficientes para uma condenação. Assim, o termo de compromisso foi usado para frear a situação abusiva dentro dos limites disponíveis à autoridade administrativa naquele momento.



sancionador. No entanto, não existe uma fiscalização efetiva em relação às condutas posteriores dos signatários de esse termo ser ajustado, bem como sobre a execução das multas impostas.<sup>327</sup>

Não obstante, as multas pagas<sup>328</sup> têm sua destinação voltada para o Tesouro Nacional, isto é, na prática não se revertem diretamente para a autarquia.

Em outras palavras, o valor amealhado com essas multas não é direcionado para possibilitar à CVM novos investimentos para coibir abusos, ou para financiar campanhas em prol de boas práticas no mercado de capitais.

Isso não significa que esse tipo de solução referente a determinadas circunstâncias de abuso seja desprezível, pelo contrário, diante do volume de situações de abuso que vêm ocorrendo, talvez a aplicação desse tipo de conduta seja uma forma de viabilizar uma maior extensão de atuação da CVM em razão da limitação de seus recursos.<sup>329</sup>

O que se discute são a quantidade e os critérios para a aplicação dessa medida, justamente para a celebração desses termos não ser vulgarizada, nem perder sua eficiência.

Há determinados casos que são emblemáticos e que, por mais que a parte que cometeu a infração se disponha a mitigar o abuso, do ponto de vista de sinalização para o mercado, é mais importante prosseguir com o processo sancionador do que firmar o ajustamento. Esse é um ponto que, na prática, precisa ser mais bem ajustado.

---

<sup>327</sup> Em matéria sobre o tema foi apontado que, “segundo dados do Tribunal de Contas da União (TCU), de R\$ 1,149 bilhão aplicado em multa pela CVM de 2008 a 2012, só R\$ 19,4 milhões foram realmente pagos, o que representa 1,69% do total. Em parte dos casos, mesmo após todas as instâncias, as multas não são pagas porque a empresa simplesmente faliu ou falta patrimônio dos punidos para pagá-las (VILLAS BOAS, Bruno. Em cinco anos, CVM aplicou R\$ 1,149 bi em multas, mas arrecadou apenas R\$ 19,4 milhões. *Economia. O Globo*. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/em-cinco-anos-cvm-aplicou-1149-bi-em-multas-mas-arrecadou- apenas-194-milhoes-9350355#ixzz52gE2dP4t>>. Acesso em: 13 nov. 2017).

<sup>328</sup> A regulamentação acerca do pagamento das multas encontra-se na Instrução CVM 452 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Regulamentos. Instrução CVM n.º 452. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst452.html>>. Acesso em: 28 out. 2017).

<sup>329</sup> Tanto é verdade que a Lei 13.506/2017 acresceu ao art. 9.º da Lei 6.385/1976 o § 4.º que dispõe: Art. 9.º [...]

§ 4.º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos.

Ainda no tocante a mecanismos para coibir abusos no mercado, não se pode deixar de mencionar a iniciativa da Brasil, Bolsa, Balcão (B3) em tornar o ambiente negocial mais seguro em especial nos segmentos listados no Novo Mercado. No dia 2 de janeiro de 2018 entrou em vigor o “Novo Regulamento”<sup>330</sup> do Novo Mercado.

Tanto o ingresso de novas companhias, como a manutenção das atuais nesse segmento, ficam condicionados à adequação nesse novo regulamento. Para as companhias já listadas será conferido um prazo para adaptação de determinadas cláusulas do estatuto social até a assembleia geral ordinária (AGO) de 2018. As mudanças trazem regras mais rígidas de transparência,<sup>331</sup> algumas imposições até de caráter estrutural<sup>332</sup> em termos de Governança Corporativa que passarão a valer a partir da AGO de 2021.

Outrossim, por força da Instrução CVM 586,<sup>333</sup> de 8 de junho de 2017, passará a ser exigida a apresentação de informe sobre o Código Brasileiro de

---

<sup>330</sup> Aprovado por unanimidade pelo colegiado da CVM em reunião no dia 5 de setembro de 2017.

<sup>331</sup> Entre elas: realização de comunicação acerca da participação acionária dos acionistas controladores e pessoas vinculadas a ser feita em até dez dias a contar do término de cada mês, independentemente de movimentação ocorrida durante o período coberto por tal manifestação; divulgação de situação de acúmulo de cargo de presidente do Conselho e diretor-presidente (ou principal executivo da companhia) em razão de vacância, até o dia útil seguinte ao da verificação da situação de vacância; divulgação de renúncias ou substituições de membros do conselho de administração ou da diretoria estatutária deve ser realizada por meio de comunicado ao mercado ou fato relevante até o dia útil seguinte ao da situação de renúncia ou destituição; divulgação de fatos relevantes, distribuição de proventos e *press releases* de resultados deverão ser realizadas tanto em português quanto em inglês; imposição de que a apresentação pública de resultados deverá ocorrer no máximo em cinco dias úteis contados da divulgação das informações trimestrais e demonstrações financeiras; entre outras. Não se pode negar a iniciativa de melhorar os padrões de transparência do mercado com a imposição dessas novas regras (BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0975F0E0FCA015F2B4AB2447BB2>>. Acesso em: 20. nov. 2017).

<sup>332</sup> Por exemplo: Determinação da composição do conselho de administração com, pelo menos, 20% ou 2 (dois) conselheiros independentes (o que for maior), devendo ser acolhida a nova definição de conselheiro independente prevista no Novo Regulamento (neste sentido, a condição de conselheiro independente não deve ser somente atestada na assembleia que aprovar sua eleição, mas deve ser validada por meio de votação dentre os acionistas que comparecerem à assembleia); seja realizada implementação de avaliação do Conselho de Administração, da Diretoria e comitês (estatutários ou não), devendo a companhia divulgar o processo de avaliação na atualização do Formulário de Referência a ser realizada em 2021; determinação de implementação do comitê de auditoria e setor de auditoria interna e *compliance*, conforme os requisitos previstos no Novo Regulamento (BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0975F0E0FCA015F2B4AB2447BB2>>. Acesso em: 20 nov. 2017).

<sup>333</sup> Seguem alguns pontos de destaque da Instrução 586/2017 que alterou e acrescentou dispositivos à Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009:

“Art. 21. [...] XII – relatório elaborado pelo agente fiduciário de certificados de recebíveis imobiliários, quando aplicável, em até 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro;

Governança Corporativa – Companhias Abertas, o qual será aplicável a todas as companhias que possuam registro na CVM na categoria A, com o seguinte cronograma: (i) a partir de 1.º de janeiro de 2018, para as companhias que, na data de publicação da Instrução CVM 586/2017, possuíam ações incluídas no IBrX-100 ou Ibovespa; e (ii) a partir de 1.º de janeiro de 2019, para todos os demais emissores registrados na categoria A.

### **3.7 A discussão acerca do *enforcement* em relação a grandes casos de abuso de poder de controle envolvendo corrupção e o dano ao erário público**

Outro ponto que vem sendo abordado pela doutrina refere-se à necessidade do aumento do *enforcement* nos casos de abuso do poder de controle, em especial naquelas situações de grandes abusos cometidos concomitantemente com crimes graves (envolvendo a corrupção dos agentes públicos).

---

XIII – mapas sintéticos finais de votação relativos à assembleia geral ordinária, na forma estabelecida por norma específica; e

XIV – informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas. [...] Art. 24. O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24. § 3.º O emissor registrado na categoria A deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência, em até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos:

[...] I – alteração de administrador, de membro do conselho fiscal, de membro de comitê estatutário ou de membro dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários, desde que tais comitês ou estruturas participem do processo de decisão dos órgãos de administração ou de gestão do emissor como consultores ou fiscais; [...]

Art. 25. O emissor deve entregar as demonstrações financeiras à CVM na data em que forem colocadas à disposição do público.

§ 1.º As demonstrações financeiras devem ser acompanhadas de:

[...] V – declaração dos diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras nos termos da lei ou do estatuto social de que reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância;

VI – declaração dos diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras nos termos da lei ou do estatuto social de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras; VII – relatório anual resumido, caso o emissor adote o comitê de auditoria estatutário previsto na regulamentação específica; VIII – em se tratando de securitizadora, demonstrações financeiras relativas a cada um dos patrimônios separados, por emissão de certificados de recebíveis em regime fiduciário; e IX – se houver, parecer ou relatório de comitê de auditoria que trate das demonstrações financeiras, ainda que tal comitê não seja estatutário” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução n.º 586/2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>>. Acesso em: 30 nov. 2017). Entre esses, verifica-se que o inciso V do § 1.º do art. 25 torna quase impossível em relação aos administradores eventual alegação de desconhecimento das ressalvas realizadas pelos auditores independentes.

O Professor Calixto Salomão Filho, em artigo intitulado *Respostas estruturais para a corrupção empresarial*,<sup>334</sup> defende sanções mais duras para os casos graves de corrupção, em especial envolvendo empresas que possuem recursos do Estado, como o que ocorreu com a companhia Petrobras.

O autor defende como solução para responder a esses abusos, a imposição de sanção que imponha a perda das ações do controlador, por meio de alienações das ações cujo valor seria considerado multa reparatória (em função da prática corruptora) convertida em proveito da Companhia nos seguintes termos:

O Brasil adentra o ano com denúncias de corrupção e sua necessária apuração monopolizando a agenda nacional. À parte a necessária punição criminal dos envolvidos, a discussão na esfera econômica tem se resumido a indenizações e multas, ou seja, compensações ou punições pecuniárias pelos malfeitos.

Ora, compensações são necessárias para reparar danos, mas na esfera econômica não são suficientes para transformar mentalidades e nem para corrigir condutas. Por uma razão simples. Seu valor sempre pode ser incluído no preço passado ou futuro dos produtos ou serviços vendidos pelas empresas envolvidas. Mesmo multas vultosas, de caráter punitivo, são de pouca eficácia se não direcionadas às condutas e às pessoas que são efetivamente beneficiárias finais dos ilícitos

É desarrazoada a prática empresarial, permitida pela lei das S.A., de diretorias não colegiadas. Mas não só. A extensão total dos danos causados é de difícil apuração e provavelmente não conseguirá ser ressarcida em sua totalidade. O problema não se resume ao valor ilegalmente pago para agentes públicos para conseguir garantir a contratação. Do ponto de vista das empresas corruptoras, referidos valores serviam para garantir as contratações, ou seja, para garantir verdadeiro monopólio em relação àquele determinado contrato.

Essa monopolização ilegítima, decorrente de corrupção, deve ter permitido em muitas ocasiões a cobrança de sobrepreço monopolístico nos contratos com as empresas públicas envolvidas. É preciso, portanto, cogitar não apenas das necessárias indenizações e multas, mas também de algumas mudanças estruturais que desestimulem empresas corruptoras e corrompidas a repetir as práticas.

[...]

A lei das S.A deu ao controlador poder de vida e morte sobre a sociedade. A isso se conjugam regras de responsabilidade. Segundo a lei é o controlador o responsável último pelas atividades sociais e pelos interesses envolvidos pela empresa, não só internos, mas também externos (artigo 116 da lei societária). Do ponto de vista prático isso importa não apenas responsabilidade, mas também garantia de credibilidade. Abalada a credibilidade empresarial, o controle deve ser modificado.

Trata-se, portanto, de imputar na esfera administrativa objetivamente os ilícitos ao beneficiário primeiro e último dos ilícitos praticados, ou seja, o

<sup>334</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, Respostas estruturais para a corrupção empresarial. *Valor Econômico*, 1.º abr. 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/3987284/respostas-estruturais-para-corrupcao-empresarial>>. Acesso em: 15 jun. 2015.

controlador da empresa. Tudo com amplo respaldo na lei das S.A. (artigos 116 e 117) e na própria lei anticorrupção, que prevê a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica (artigo 14, Lei 12.846/2.013). Assim, o controle da empresa deveria ser alienado e o valor de referida transferência de controle, ao invés de ser atribuído ao antigo controlador, seria integralmente aproveitado para pagamento da multa devida pela empresa pela prática corruptora. Dessa forma, a atividade produtiva fica preservada e os beneficiários últimos dos ilícitos sofrem as consequências dos proventos pecuniários obtidos.

Para operacionalizar a referida transferência, existem variados instrumentos, desde a pulverização do controle no mercado de capitais com introdução de gestão administrativa e profissional, até a venda pura e simples do controle em forma de leilão, conduzido por intermediários financeiros, com garantias a serem prestadas pelos novos controladores, no caso de empreiteiras de obras públicas, de capacidade técnica e continuidade de atuação na área econômica específica, além de garantias de emprego e exigência de adoção de regras de governança e *compliance* anticorrupção e concorrencial.

Além da possibilidade de instrumentalizar a expropriação<sup>335</sup> pela via da desconsideração da personalidade jurídica,<sup>336-337</sup> o autor propôs uma maior

<sup>335</sup> Utiliza-se o termo expropriação na acepção de modalidade de desapropriação forçada por lei, que consiste “no ato de privar o proprietário da coisa que lhe pertence, como das glebas de terra onde são cultivadas plantas psicotrópicas ou a exploração de trabalho escravo” (*Dicionário Houaiss*. Disponível em: <<http://houaiss.uol.com.br/busca.jhtm>>. Acesso em: 22 fev. 2016).

<sup>336</sup> O instituto da desconsideração da personalidade jurídica possibilita atingir o patrimônio da empresa devedora que, visando fraudar a execução, transfere seus recursos para a pessoa física do sócio; ou, de forma inversa, quando o sócio devedor aloca seus recursos na pessoa jurídica (por meio de abuso de personalidade ou confusão patrimonial). No momento em que esse tipo de fraude resta caracterizado, a Lei permite que a ficção jurídica que possibilita a separação patrimonial entre a empresa e o sócio seja desconsiderada por determinação do Poder Judiciário, atingindo a pessoa, ou a empresa (no caso da desconsideração inversa) de modo específico em relação às ações ou quotas referentes aquele devedor.

<sup>337</sup> Ainda sobre o tema, destaca-se trecho de acórdão paradigmático acerca da desconsideração inversa da personalidade jurídica (no chamado “caso CAO”), em que o Desembargador Manoel Pereira Calças traça importantes considerações acerca desse assunto: “Destaque-se, em primeiro lugar, que a teoria da desconsideração da personalidade jurídica – também chamada de doutrina do ‘Disregard of Legal Entity’ ou ‘lifting the corporate veil’ –, de origem inglesa e norte-americana, passou a ser estudada e, posteriormente, aplicada em nosso país, no final dos anos de 1960, a partir de uma conferência proferida pelo saudoso Prof. Rubens Requião, realizada na Universidade Federal do Paraná, que foi publicada na Revista dos Tribunais 410/12, sob o título ‘Abuso de Direito e Fraude Através da Personalidade Jurídica (*Disregard Doctrine*)’. No pioneiro trabalho nacional sobre o tema, relata o professor paranaense o célebre ‘case’ ‘Salomon vs. Salomon & Co. Ltd.’, julgado em Londres pela ‘House of Lords’ no ano de 1897, fazendo menção ao título ‘Il Superamento della Personalità Giuridica delle Società di Capitali nella Common Law e nella Civil Law’ e à tese do professor germânico Rolf Serick com a qual conquistou o título de ‘Privat-Dozent’ na Universidade de Tübingen, traduzida para o espanhol pelo Prof. José Puig Brutau sob o título ‘Aparencia y Realidade en las Sociedades Mercantiles El Abuso de Derecho por Meio de la Persona Jurídica’, publicações científicas que deram embasamento inicial aos estudos sobre o tema objeto deste recurso (R. Requião, Curso de Direito Comercial, 1º volume, Ed. Saraiva, 27ª edição, p. 392/394, RT 410/12). No mesmo trabalho são mencionados precedentes de Tribunais norte-americanos que também aplicaram a teoria, como os ‘cases’ ‘State vs. Standard Oil Co.’, julgado pela Suprema Corte do Estado de Ohio, Estados Unidos, em 1892, e ‘First Nacional Bank of Chicago vs. F.C. Trebein Company’. Impende ressaltar que a desconsideração da personalidade jurídica, inicialmente, foi criada pela jurisprudência e pela doutrina, ingressando, posteriormente, nos ordenamentos positivos.

participação dos órgãos administrativos tanto do ponto de vista quantitativo (órgãos colegiados) quanto qualitativo (maior participação de técnicos, de *stakeholders* que tenham interesse direto no desenvolvimento da Companhia), além de um aprimoramento nas regras de transparência.<sup>338</sup>

---

Nesse sentido, afirma o Prof. Fábio Ulhoa Coelho: 'A teoria é uma elaboração doutrinária recente. Pode-se considerar Rolf Serick o seu principal sistematizador, na tese de doutorado defendida perante a Universidade de Tübingen, em 1953. É certo que, antes dele, alguns outros autores já se haviam dedicado ao tema, como, por exemplo, Maurice Wormser, nos anos 1910 e 1920. Mas não se encontra claramente nos estudos precursores a motivação central de Serick de buscar definir, em especial a partir da jurisprudência norte-americana, os critérios gerais que autorizam o afastamento da autonomia das pessoas jurídicas (1955)' (Curso de Direito Comercial, Ed. Saraiva, 2.º volume, 2007, p. 37). Relativamente à desconsideração da personalidade jurídica em sentido inverso, quem, a nosso aviso, primeiramente tratou do tema foi o Prof. Fábio Konder Comparato, em sua clássica obra 'O Poder de Controle da Sociedade Anônima', no capítulo III, sob o título 'Confusão Patrimonial entre Titular do Controle e Sociedade Controlada. A Responsabilidade Externa 'Corporis'', leciona: '137. Aliás, essa desconsideração da personalidade jurídica não atua apenas no sentido da responsabilidade do controlador por dívidas da sociedade controlada, mas também em sentido inverso, ou seja, no da responsabilidade desta última por atos do seu controlador. A jurisprudência americana, por exemplo, já firmou o princípio de que os contratos celebrados pelo sócio único, ou pelo acionista largamente majoritário, em benefício da companhia, mesmo quando não foi a sociedade formalmente parte no negócio, obrigam o patrimônio social, uma vez demonstrada a confusão patrimonial de facto'. [...] Na mesma senda de entendimento, o Prof. Fábio Ulhoa Coelho, invocando lição de Suzanne Bastid, René David e François Luchaire (La personnalité morale et ses limites. Études de droit compare et de droit international public, Paris, 1960), sustenta que: 'A teoria da desconsideração visa coibir fraudes perpetradas através do uso da autonomia patrimonial da pessoa jurídica. Sua aplicação é especialmente indicada na hipótese em que a obrigação imputada à sociedade oculta uma ilicitude. Abstraída, assim, a pessoa da sociedade, pode-se atribuir a mesma obrigação ao sócio ou administrador (que, por assim dizer, se escondiam atrás dela), e, em decorrência, caracteriza-se o ilícito. Em síntese, a desconsideração é utilizada como instrumento para responsabilizar sócio por dívida formalmente imputada à sociedade. Também é possível, contudo, o inverso: desconsiderar a autonomia patrimonial da pessoa jurídica para responsabilizá-la por obrigação do sócio (Bastid-David-Luchaire, 1960:47). [...] Destaque-se, ainda, que no Direito positivo brasileiro a desconsideração da personalidade foi introduzida nos seguintes diplomas: Código de Defesa do Consumidor (artigo 28 da Lei 8.078/90); Lei Antitruste (artigo 18 da Lei 8.884/94; Lei do Meio Ambiente (artigo 4.º da Lei 9.605/98) e Código Civil de 2002 (artigo 50)".

<sup>338</sup> Nas palavras de Calixto Salomão Filho: "Outra mudança estrutural básica, essa aplicável a empresas corruptoras e corrompidas é que é preciso aumentar a participação de representantes de diferentes interesses envolvidos pelas empresas nos Conselhos de Administração e por vezes até nas diretorias. É ressabida a influência positiva que tais medidas trazem à estrutura societária e ao desempenho empresarial (existem exemplos históricos muito bem-sucedidos como o da Alemanha). Além disso, no caso de empresas públicas, a adoção da representação múltipla nos conselhos, com representantes qualificados de trabalhadores, consumidores, comunidade afetada pela atividade da empresa (atualmente nas estatais só há representação de trabalhadores) é capaz de diminuir a influência política, inclusive nas indicações de diretores pelos Conselhos de Administração. Não param aí as mudanças possíveis. Não só nos Conselhos de Administração, também nas diretorias devem ocorrer mudanças estruturais. É absolutamente desarrazoada a prática empresarial brasileira, permitida pela lei das S.A., de diretorias não colegiadas. Possibilita, em especial em empresas públicas e de economia mista, que diretores muitas vezes deliberem e executem unilateralmente contratos gigantescos, sem necessidade de discussão em um colegiado técnico e operativo. [...] A ampla discussão desses contratos em reuniões de diretoria, com atas a serem publicadas e, quando fosse o caso, com discussão também nos conselhos de administração, composto por membros técnicos, mas também por representantes de consumidores, trabalhadores e comunidade, tornaria as informações públicas e conseqüentemente traria luz às operações e à atividade das empresas. E como tantas vezes afirmado, em matéria empresarial, a luz é o melhor detergente" (SALOMÃO FILHO, Calixto, Respostas estruturais para a corrupção empresarial. *Valor Econômico*, 1.º abr. 2015.

Em artigo debatendo a questão da expropriação do controle em relação a casos graves em que são firmados acordos de leniência, Ana Frazão salienta a necessidade de novos instrumentos para tratar dessa questão.<sup>339</sup>

A delicadeza da questão decorre do fato de que, em casos assim, não estão em jogo apenas os interesses diretos do leniente, mas também todos os interesses que são atendidos pela atividade empresarial, incluindo o dos trabalhadores, consumidores, fornecedores, Estado e todos aqueles que dela se beneficiam.

[...]

Acresce-se que a lei não prevê, no sentido administrativo, sanções como a perda de bens ou direitos, as quais ficam restritas à responsabilização judicial, assim como igualmente não admite, pelo menos de forma expressa, a possibilidade de que o acordo de leniência possa ensejar a perda do controle por aquele que dele abusou ao praticar atos de corrupção.

Até em decorrência dessa falta de instrumentos legais, há outras soluções em discussão. Nessa esteira, alguns autores<sup>340</sup> (sem prejuízo de medidas em outras esferas) têm se posicionado no sentido de ser possível a expulsão do controlador pela via societária em caso de abuso do controlador. Henrique Barbosa da Cunha propõe alterar a legislação societária vigente<sup>341</sup> para possibilitar a expulsão do

---

Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/3987284/respostas-estruturais-para-corrupcao-empresarial>>. Acesso em: 15 jun. 2015).

<sup>339</sup> FRAZÃO, Ana. Os complexos impasses dos acordos de leniência. *Valor Econômico*, 9 ago. 2017. Disponível em: <[http://anafrazao.com.br/files/publicacoes/2017-08-09-Os\\_complexos\\_impasses\\_dos\\_acordos\\_de\\_leniencia.jpg](http://anafrazao.com.br/files/publicacoes/2017-08-09-Os_complexos_impasses_dos_acordos_de_leniencia.jpg)>. Acesso em: 10 dez. 2017.

<sup>340</sup> Defendem essa posição Renato Ventura Ribeiro (*Exclusão de sócios nas sociedades anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005) e Henrique Barbosa da Cunha (BARBOSA, Henrique Cunha. *A exclusão do acionista controlador nas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, 2009).

<sup>341</sup> Henrique Barbosa da Cunha chegou a realizar sugestão *de lege ferenda* esboçando o que seria o art. 117-A, que, segundo ele, deveria ser incorporado na Lei de Sociedades por Ações nos seguintes termos:

“Art. 117-A. Na hipótese de não cumprimento do objeto social, concorrência com a sociedade ou delegação irregular do controle pelo acionista controlador, bem como nas hipóteses de abuso de poder (art. 117, § 1.º), em que se ponha em risco a continuidade da empresa, poderá o acionista controlador ser excluído da sociedade, em processo judicial ou procedimento arbitral no qual se comprove quaisquer desses atos.

§ 1.º Terão legitimidade para propor a ação ou o procedimento de exclusão:

I – a companhia, mediante aprovação em assembléia geral extraordinária, pelo voto representante da metade, no mínimo, das ações com direito a voto, não computadas as ações do acionista controlador, que ficará impedido;

II – independentemente de deliberação em assembléia, o acionista ou grupo de acionistas que, não computados os votos do controlador, seja capaz de assumir o poder de controle.

a) No prazo de 48 (quarenta e oito) horas da propositura da exclusão, deverá o acionista ou grupo de acionistas requerente solicitar à Diretoria que averbe nos livros de Registro e Transferência de ações nominativas a inalienabilidade de suas ações, a qual deverá perdurar por todo o processo ou procedimento.

b) Os resultados da ação ou do procedimento reverterem-se em favor da companhia, que deverá ressarcir o acionista ou grupo de acionistas requerente, até o limite daqueles resultados, de todas as

controlador no caso de a atuação deste ameaçar a própria existência da empresa e a coletividade, no bojo dos interesses tutelados no art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A.

Nesse caso, o controlador não seria expropriado do valor proporcional às suas ações. Com a expulsão, suas ações seriam alienadas e posteriormente ele receberia seus haveres proporcionais, deduzidos de custos com o procedimento.

Essas propostas trazem a necessidade de algumas reflexões analisando suas vantagens e desvantagens, além de sua aplicabilidade.

No caso da perda das ações por parte do controlador, pode-se argumentar que o ordenamento jurídico brasileiro veda a expropriação de bens (art. 150, IV, da Constituição Federal), salvo em situações em que a exceção expressa a norma

---

despesas em que houverem incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados;

§ 2.º Durante o processo ou procedimento de exclusão é vedado ao acionista controlador deliberar acerca do resgate das ações dos minoritários requerentes, bem como qualquer medida que, de algum modo, interfira em sua tramitação regular, salvo se comprovadamente necessárias e mediante autorização prévia do órgão julgador da expulsão.

§ 3.º Transitada em julgado a decisão determinando a exclusão do acionista controlador, deverá a companhia proceder à apuração e pagamento de seus haveres que, salvo previsão estatutária anterior, observará o seguinte:

I – no caso de companhia aberta, o acionista excluído receberá por suas ações, no prazo de até 90 (noventa dias) dias, o valor da cotação em bolsa das ações da companhia à data do trânsito em julgado;

II – no caso de companhia fechada, o acionista excluído receberá por suas ações, no prazo de até 90 (noventa dias) dias, o valor apurado em balanço com base na situação patrimonial da sociedade à data do trânsito em julgado, aprovado em assembléia geral extraordinária, da qual será comunicado o excluído, que poderá comparecer para se manifestar, sem que isso implique em direito de voto.

§ 4.º Em quaisquer dos casos previstos no parágrafo anterior, dentro dos 90 (noventa dias), a companhia poderá deliberar acerca da origem e forma de levantamento do numerário relativo aos haveres apurados, que deverão ser pagos exclusivamente em dinheiro, em uma única parcela, salvo disposição estatutária diversa ou acordo com o excluído.

§ 5.º O trânsito em julgado da decisão que determinar a exclusão do acionista, desde logo lhe retira a qualidade de sócio da companhia. O controlador administrador perde também o cargo ocupado, devendo ser substituído, até a eleição de novo diretor, nos termos previstos no estatuto social.

§ 6.º O acionista excluído permanece respondendo, perante a sociedade, demais acionistas e terceiros, pelas obrigações anteriores à exclusão, por até 02 (dois) anos do trânsito em julgado da ação, ou pelos prazos previstos nas legislações especiais.

§ 7.º A sentença ou laudo arbitral que decretar a exclusão do acionista controlador deverá ter sua parte dispositiva publicada no diário oficial e em outro jornal de grande circulação determinado pelo estatuto da companhia, sendo cópia de seu inteiro teor arquivada perante o registro empresarial competente.

§ 8.º No caso de o pedido de exclusão ser julgado improcedente, poderá a companhia, nos 30 (trinta dias) subseqüentes ao trânsito em julgado, independentemente de previsão estatutária, convocar assembléia geral extraordinária para deliberar acerca da conveniência ou não do resgate das ações dos minoritários sucumbentes, o que poderá ser desde logo aprovado. Caso se decida pela não convocação da assembléia ou, convocada, não seja o resgate aprovado, deverá a Diretoria proceder de imediato à baixa da averbação de inalienabilidade daquelas ações” (BARBOSA, Henrique Cunha. *A exclusão do acionista controlador nas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, 2009. p. 129-131).



constitucional, como no caso de dano causado ao erário e do enriquecimento ilícito no exercício de cargo, emprego ou função da administração pública.

Um contraponto que se pode arguir, nos casos em que o abuso de controle ocorre concomitante a outros crimes, é que já existem normas que permitem a expropriação em caso de outros delitos, por exemplo, o parágrafo único do art. 243 da Constituição Federal,<sup>342</sup> que, após a Emenda Constitucional 98/2014, sofreu alteração para permitir o confisco de bens utilizados no tráfico de drogas.

Partindo para um argumento mais extremo, ocorreu decisão recente<sup>343</sup> em recurso com repercussão geral, em que o Plenário do Supremo Tribunal Federal decidiu, por maioria de votos, que os bens de um condenado por tráfico podem ser confiscados, ainda que estes não tenham sido adulterados nem sejam habitualmente utilizados para prática de um crime. A decisão reformou julgado da 5.<sup>a</sup> Câmara Criminal do Tribunal de Justiça do Paraná, que determinou a devolução de um automóvel a um réu flagrado com 88 kg de maconha no porta-malas.

Sem adentrar em qualquer debate ideológico, nem traçar comparações entre crimes (de tráfico de entorpecentes e daqueles praticados no meio empresarial), o que se constata é que já existe uma premissa legislativa permitindo a expropriação.

Nesse sentido, não se pode ignorar que o abuso praticado por grandes companhias decorrentes de práticas criminosas pode acarretar danos gravíssimos à sociedade.

Esse tipo de crime tem sido alvo em diversas esferas de atuação do poder público, com maior destaque à operação conduzida pela Polícia Judiciária e Ministério Público Federais conhecida como “Lava Jato”. Nesse sentido, sustenta-se alguma possibilidade da edição de uma norma nos termos aludidos por Calixto Salomão Filho, para casos excepcionais.

---

<sup>342</sup> “Art. 243. As propriedades rurais e urbanas de qualquer região do País onde forem localizadas culturas ilegais de plantas psicotrópicas ou a exploração de trabalho escravo na forma da lei serão expropriadas e destinadas à reforma agrária e a programas de habitação popular, sem qualquer indenização ao proprietário e sem prejuízo de outras sanções previstas em lei, observado, no que couber, o disposto no art. 5.º.

Parágrafo único. Todo e qualquer bem de valor econômico apreendido em decorrência do tráfico ilícito de entorpecentes e drogas afins e da exploração de trabalho escravo será confiscado e reverterá a fundo especial com destinação específica, na forma da lei.”

<sup>343</sup> STF, RE 638491, Plenário, Rel. Luiz Fux, j. 17.05.2017. Com essa decisão, foi aprovada tese de repercussão geral nos seguintes termos: “É possível o confisco de todo e qualquer bem de valor econômico apreendido em decorrência do tráfico de drogas, sem a necessidade de se perquirir habitualidade, reiteração do uso do bem para tal finalidade, a sua modificação para dificultar a descoberta do local ou do acondicionamento da droga, ou qualquer outro requisito, além daqueles previstos expressamente no artigo 243, parágrafo único, da Constituição Federal”.

Ainda assim, não se pode discutir essa questão sob o prisma legal desconsiderando a perspectiva de mercado. Uma norma tão rígida, de caráter geral e cogente, poderia afastar investidores e promover um enfraquecimento e até mesmo (dependendo muito do caso concreto e da qualidade da norma) gerar a insegurança jurídica causando prejuízos ao mercado de capitais brasileiro.

Em que pese ser essa ponderação pertinente, podem-se destacar dois contrapontos: (i) como nos ensina Natalino Irti, em um ambiente institucional hígido é o Direito que conforma o mercado<sup>344</sup>, não o contrário. E os agentes econômicos devem adaptar-se a essa regulação; (ii) a reação a essa medida (aplicação da expropriação ao controlador em determinados casos) não necessariamente será negativa. Ou, ao menos, não *ad eternum*.

Ainda que sua aplicação inicial traga algumas externalidades negativas, a longo prazo nada impede que a prática efetiva de expropriação em casos de corrupção envolvendo o acionista controlador venha a coibir tais situações, tornando o mercado mais seguro, atraindo novos *players* e proporcionando mais liquidez para o mercado de capitais.

No que concerne à sugestão de alteração na Lei Societária para permitir a expulsão do controlador, novamente existem argumentos favoráveis e ressalvas.

A ideia de esse mecanismo existir para casos graves de abuso em que a atuação de controlador leva à extinção da companhia e gera graves danos não traz aversão. O racional proporcionado por essa proposta é que em casos de abuso grave se preserva a empresa, afastando-se o acionista que praticou os ilícitos. Outro controlador assume a companhia e a instituição continua a sua atividade econômica separando o “joio do trigo” e assim reservando os acionistas minoritários e demais *stakeholders*. Todavia, a instrumentalização prática leva a uma série de ressalvas.

A primeira delas é a aplicação do princípio presunção de inocência (também chamado de não culpabilidade) consagrado no art. 5.º, LVII, da Constituição Federal. Se, na hipótese *supra* (referente à reforma na Lei Societária), os próprios acionistas puderem intentar o pedido de expulsão e, como consequência, o controlador ficar tolhido do exercício de seu poder, será imposta uma sanção antes mesmo de um processo. Faria mais sentido discutir a possibilidade de expulsão após o julgamento em definitivo por abuso de controle, em esfera judicial ou administrativa.

---

<sup>344</sup> IRTI, Natalino. Direito e mercado. *L'ordine giuridico Del mercato*. Tradução Rachel Sztajn. 4. ed. Roma: Laterza, 2001.

Outrossim, apesar de o escopo do trabalho ser voltado para o abuso do controlador, não se pode ignorar que, ao permitir que os demais acionistas intentassem referido procedimento, haveria uma grande margem para abuso de minoria. Muitas vezes, esse tipo de ação poderia ser utilizado para tumultuar as relações societárias com interesses distintos do interesse da companhia.

Também pode-se discutir que as leis no Brasil não são alteradas facilmente, conquanto uma mudança drástica na Lei Societária tornaria a possibilidade de expulsão em uma norma cogente rígida, acerca da qual não se podem prever com precisão os resultados práticos.

Uma solução intermediária, portanto, seria uma previsão genérica<sup>345</sup> no sentido de permitir à CVM a expulsão do acionista controlador (que não se confunde com a sua inabilitação), para que, em um segundo passo, se estabelecer na via administrativa um meio de essa questão se instrumentalizar.

A menor rigidez facilitaria uma adaptação por parte dos órgãos reguladores no sentido de adequar sua atuação à realidade fática. Novamente, deve se destacar que a reação do mercado em relação a tal mudança não pode ser desconsiderada. Em contrapartida, também não se pode deixar de reputar essa possibilidade apenas reagindo a uma eventual recepção negativa do mercado.

Nesse sentido, e até pelo fato de essa questão ainda não se encontrar positivada na legislação administrativa, Ana Frazão sugere uma posição intermediária, com a possibilidade de o controlador ainda reter os recursos oriundos de uma alienação compulsória.<sup>346</sup>

Reitere-se que a perda de controle não precisa ser necessariamente uma espécie de desapropriação, mas poderia ocorrer por outros meios, como a alienação compulsória, hipótese em que o controlador pelo menos teria direito ao valor pecuniário correspondente ao controle.

Outro ponto para que essa providência seja tomada pela Lei Anticorrupção se refere à abordagem. Como são previstas multas pesadas à empresa e existe forte possibilidade de persuasão pela realização de acordo de leniência, se a alteração do controle (seja por expropriação ou alienação compulsória) fosse uma

---

<sup>345</sup> Nesse caso, a referida inclusão parece mais adequada no art. 11 da Lei 6.385/1976.

<sup>346</sup> FRAZÃO, Ana. Os complexos impasses dos acordos de leniência. *Valor Econômico*, 9 ago. 2017. Disponível em: <[http://anafracao.com.br/files/publicacoes/2017-08-09-Os\\_complexos\\_impasses\\_dos\\_acordos\\_de\\_leniencia.jpg](http://anafracao.com.br/files/publicacoes/2017-08-09-Os_complexos_impasses_dos_acordos_de_leniencia.jpg)>. Acesso em: 10 dez. 2017.

solução negociada, e, portanto, mais célere, os ativos de empresa, em especial a tecnologia e o valor da marca, seriam preservados.

Se a expropriação ocorrer somente após uma condenação no âmbito da CVM, a morosidade do processo administrativo poderá trazer danos à preservação dos ativos acima referidos. Se o caso for tratado pela via judicial, a tendência será de uma demora ainda maior.

É importante salientar que a abertura ao debate a respeito desse tema de forma flexível facilita a viabilidade de uma alteração concreta na legislação, pois com certeza haverá oposição dos setores interessados. Ainda assim, não se podem deixar de considerar algumas vantagens práticas decorrentes dessa proposta, como salienta Ana Frazão.<sup>347</sup>

A perda do controle em casos de corrupção teria grandes vantagens para o endereçamento do problema, pois seria capaz de assegurar, ao mesmo tempo, a efetividade de dois importantes princípios: o da manutenção da empresa que prosseguiria com um novo controlador, e aquele segundo o qual ninguém pode se locupletar do seu ilícito. Com efeito, com a perda do controle, eventual flexibilização da obrigação de ressarcimento integral não traria benefício nenhum ao controlador delinquente.

Também não se pode ignorar o caráter sistemático do ordenamento jurídico, e, nesse contexto, poder-se-ia argumentar que seria mais técnico que essa norma ligada a um ilícito penal fosse tratada sob o viés da legislação especial.

O fato é que esse debate ganhou força com a proliferação de casos em que se verificam abusos do controlador atrelados a práticas delituosas e que se mostra necessário um encaminhamento desse debate para uma alteração legislativa que torne viável e, principalmente, lícita a possibilidade de expropriação do acionista controlador, culminando com a proteção da companhia.

Trata-se de questão complexa que demanda reflexão da doutrina, mas que deve ser reiterada, especialmente em prol da preservação das empresas, que representam muito mais do que eventuais atitudes nocivas praticadas pelo controlador e por determinados administradores.

Após essas considerações sobre as formas de coibir o abuso do poder controle, passamos às conclusões da pesquisa conduzida.

---

<sup>347</sup> Idem, *ibidem*.

## CONCLUSÕES

No presente trabalho, foi possível verificar que existia um interesse estatal no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, proporcionando, assim, a captação de poupança popular para o desenvolvimento empresarial por outro mecanismo distinto do mercado financeiro.

Para alcançar esse objetivo, após o fracasso ocorrido no chamado *boom* bolsista de 1971, formou-se uma comissão para modernizar a nossa legislação societária glosando elementos do direito continental europeu com as práticas de mercado consagradas da legislação norte-americana e inglesa. O fruto desse trabalho foi a Lei 6.404, de 1976, que trouxe uma série de inovações e instituiu a figura do acionista controlador atribuindo-lhe deveres fiduciários proporcionais aos poderes que detém.

Nesse sentido, vimos que Lamy e Bulhões, assim como os legisladores que debateram e chancelaram a Lei, fizeram a opção pela via da instituição da figura do controlador de modo a refletir a situação fática do País, de controle concentrado na grande maioria das companhias nos anos 1970.

Para parte da doutrina,<sup>348</sup> isso ocorreu porque não se entendia naquele momento histórico que houvesse maturidade em termos de desenvolvimento de mercado para se consagrar na legislação uma estrutura de capital difuso. Todavia, noutro passo, a Lei Societária, apesar de preconizar a figura do controlador, não previu óbices para o desenvolvimento de outras estruturas, como o desenvolvimento do Novo Mercado.

Além disso, a Lei 6.404/1976, segundo parte importante da doutrina examinada neste trabalho, possibilitou a aplicação do controle minoritário, por exemplo, ao prever que em segunda chamada para a realização da assembleia geral pode ocorrer a deliberação com qualquer quórum (art. 125).

No tocante às classificações do poder de controle, verificou-se que, apesar de um intenso debate doutrinário sobre a possibilidade de se conceituar o poder de controle, consolidou-se na doutrina nacional a posição de Comparato, no sentido de que o controle se define pelo exercício de um poder de fato, que pode ser realizado

---

<sup>348</sup> Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 54-55 e 93-94.

por meio dos instrumentos societários (controle interno) ou por meio de uma influência desvinculada do exercício de direitos dos acionistas (controle externo).

Nessa esteira, também se aferiu que a maioria da doutrina classificou as manifestações do controle da seguinte forma: (i) controle totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle minoritário; e (iv) controle gerencial.

Como visto, no Brasil, em função da manutenção da concentração de capital, a maioria das companhias ainda é controlada por meio do voto majoritário. Entretanto, com o surgimento das listagens do Novo Mercado, houve um aumento exponencial de companhias nesses segmentos de listagem em que se verificam estruturas de controle mais diluído.

Constatou-se ainda que o abuso do poder de controle caracteriza-se pela atuação do acionista controlador em violação de seus deveres fiduciários, no escopo de se beneficiar de modo ilegal. Após o exame do conceito de abuso do poder de controle, foram evidenciados casos concretos pertinentes àquelas ações contidas no rol exemplificativo do § 1.º do art. 117 da Lei Societária.

No bojo desse exame, verificaram-se julgados em que ocorreram sanções compatíveis com o abuso praticado e outros em que a sanção ficou aquém do que seria proporcional ao dano causado, e ainda outros em que sequer houve sanção. Também foram analisados julgados em que se demonstrou uma dificuldade do Poder Judiciário de apreciar questões da matéria societária.

No Capítulo 3 realizou-se um exame dos artigos da Lei 6.404/1976, destacando alguns pontos de evolução em termos de proteção aos minoritários no tocante à legislação prévia. Nesse passo, também foram analisadas algumas das mudanças legislativas posteriores e seu impacto no que concerne a coibir abusos por parte do controlador.

Pode-se constatar na análise desses artigos em cotejo com a jurisprudência levantada que, tanto o Poder Judiciário, quanto a CVM, lastreiam suas condenações em casos de abuso de controle pautados em normas que, até o advento da Lei 6.404, sequer existiam de forma positivada. Apenas para exemplificar com um caso recente, destaca-se a condenação de Eike Batista na prática de *insider trading*, que não era tipificada na legislação anterior.

Também se observou que a Lei 10.303/2001 ampliou as garantias dos acionistas minoritários com relação ao acesso à informação e às possibilidades de representação (por exemplo, com a utilização do voto múltiplo).

Evidentemente que existem pontos na Lei das S.A. que poderiam ser aperfeiçoados. Nesse sentido, destaca-se a previsão expressa para ação contra a sociedade controladora (art. 246) sem dispositivo correspondente à pessoa natural.

Nesse ponto, poderia haver procedimento semelhante ao do art. 246 dirigido a qualquer acionista controlador acrescido em um parágrafo ao final do art. 117, ou, ainda, com a inclusão de um parágrafo no próprio art. 246 esclarecendo que as disposições previstas naquele artigo aplicam-se às pessoas naturais que exercem o controle acionário.

Outro ponto que se mostra carecedor de uma definição é o art. 115 e o conflito (para parte de doutrina,<sup>349</sup> apenas aparente) entre o *caput* e seus §§ 1.º e 4.º.

Como demonstrado neste trabalho, a interpretação desse artigo traz divergência entre grandes juristas. E, sem entrar no mérito do debate, poderia o legislador se definir pelo conflito material, excluindo-se a hipótese de anulabilidade do § 4.º (interesse conflitante com o da companhia), ou criar duas regras explicitando em que casos o acionista não poderá votar e em que circunstância será admitido o voto, podendo ser anulado *a posteriori*, em hipóteses definidas em rol taxativo e objetivo.

No tocante à possibilidade de expropriação do controlador em casos de abuso envolvendo crimes de corrupção, considerando que o arcabouço legal atua de forma sistêmica na formatação de políticas públicas, e, ainda, que a prática de corrupção (prática de crime ao abusar do poder) se enquadra em uma espécie do gênero “abuso de poder de controle”, parece mais adequado que seu tratamento seja dado pela Lei 12.846/2013 (conhecida como Lei Anticorrupção) pelo critério de especialidade.

A Lei 6.404 elenca no art. 117, § 1.º, um rol exemplificativo de casos de abuso, sem prejuízo da aplicação concomitante da Lei Penal e de outras leis especiais. Assim sendo, parece mais adequada a solução preconizando a expropriação pela via da inclusão na Lei Anticorrupção de artigo nesse sentido.

No tocante à posição de Calixto Salomão Filho sobre da possibilidade de expropriação com base no art. 14 da Lei 12.846/2013, essa não se mostra a solução mais viável. Isso porque a previsão de desconsideração da pessoa jurídica não

---

<sup>349</sup> Vide item 3.4.2 *supra*.

parece ser fundamento para a aplicação imediata da pena de expropriação por duas razões: (i) após a imposição da pena de multa, a execução se dará de modo menos gravoso ao réu, isto é, se ele possuir bens (distintos de suas ações) para pagar a multa não haveria justificativa para aplicar o regime da desconsideração – que possui caráter supletivo apenas nos casos em que a parte não possui patrimônio para saldar a dívida; (ii) como não existe previsão expressa acerca da expropriação, dependendo do ponto de vista, ela pode ser considerada pena mais grave (em especial sob o prisma subjetivo do controlador-réu) e, aplicando os princípios do direito penal, não se admitiria analogia para piorar a condição do réu.

Em suma, esse instituto deveria ser acrescido de forma específica à lei especial,<sup>350</sup> após emenda constitucional que autorizasse de forma expressa a expropriação para esse caso, evitando-se assim a arguição da violação de preceitos constitucionais pela tentativa de elastecer uma norma cujas previsões de sanção são distintas.

Nesse sentido, afigura-se muito adequada a sugestão de Ana Frazão<sup>351</sup> para que a possibilidade de expropriação faça parte da negociação dos acordos de leniência<sup>352</sup> (mediante alteração legal).

Outro ponto a se destacar é que a Lei 12.846/2013 preceitua a “responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira”, portanto restrita às pessoas jurídicas.

No texto legislativo, menciona-se uma única vez no § 2.º do art. 4.º que:

As sociedades controladoras, controladas, coligadas ou, no âmbito do respectivo contrato, as consorciadas serão solidariamente responsáveis pela prática dos atos previstos nesta Lei, restringindo-se tal responsabilidade à obrigação de pagamento de multa e reparação integral do dano causado.

---

<sup>350</sup> A Lei 12.846/2013 se mostra a sede natural para essa alteração legislativa, pois, o abuso de poder discutido envolve o crime de corrupção. Como tratado *supra*, outro problema que se evita ao tratar dessa questão sem promover alterações na Lei Societária é a possibilidade de abuso de minoria, utilizando-se de instituto importante, de forma desnaturada (por exemplo, em casos em que sequer envolveria a prática de crimes).

<sup>351</sup> FRAZÃO, Ana. Os complexos impasses dos acordos de leniência. *Valor Econômico*, 9 ago. 2017. Disponível em: <[http://anafraza.com.br/files/publicacoes/2017-08-09-Os\\_complexos\\_impasses\\_dos\\_acordos\\_de\\_leniencia.jpg](http://anafraza.com.br/files/publicacoes/2017-08-09-Os_complexos_impasses_dos_acordos_de_leniencia.jpg)>. Acesso em: 10 dez. 2017.

<sup>352</sup> Vide item 3.7 *supra*.



Não destaca, porém, sanção específica adstrita à figura do controlador. Além disso, permanece o problema do controlador pessoa física, que é um reflexo da omissão da Lei Societária referida *supra*.

Ainda que a lei referida seja voltada para as pessoas jurídicas, deveria ocorrer uma construção normativa (ainda que pela via administrativa) no escopo de possibilitar um acordo (com os devidos ajustes), para a exclusão da pessoa natural respondendo processos decorrentes de abuso do poder de controle, e a consequente preservação da companhia.

Para ser aplicada, portanto, uma sanção específica para o controlador relacionada à perda de sua propriedade acionária, parece imprescindível uma reforma legislativa (mediante emenda constitucional) e que, de preferência, já contemple a figura de pessoas físicas na condição de controlador.

No tocante à Lei 6.404/1976, em que pese o fato de ela poder ser aperfeiçoada, não se podem ignorar sua relevância e amplitude no sentido de permitir que outras regulações atuem em complemento a suas disposições.

Outro ponto a ser destacado é que não se deve examinar a eficácia ou ineficácia de um conjunto de normas isoladamente. A edição da Lei 6.404/1976 ocorreu em um período de grande instabilidade econômica que durou décadas.

A inflação que acometia o mercado nacional só se estabilizou no final da década de 1990 e a efetiva abertura de mercado para investimentos estrangeiros seguiu nesse mesmo passo. Esses fatores demonstram por que as condições para o desenvolvimento do Novo Mercado eram mais propícias (e culminaram com seu desenvolvimento a partir do ano de 2003).

Ainda que existam alguns pontos na Lei das S.A. que mereçam reparo, qualquer mudança radical pode trazer mais problemas do que soluções. Até porque, como mostrou o presente trabalho, os órgãos de regulação, como a CVM e a própria Bolsa Brasil Balcão (B3), possuem regras supletivas para os casos específicos de abuso do poder de controle.

Referidas normas possuem uma maior maleabilidade no que tange às suas alterações, o que vai ao encontro do dinamismo exigido nesse mercado.

Existe um movimento dos responsáveis por essa fiscalização nesse sentido, que pode ser constatado pela edição do “Novo Regulamento”, que entrou em vigor no início do ano de 2018, e ainda da Lei 13.506/2017, que alterou dispositivos da Lei 6.385, aumentando a possibilidade de sanções a serem impostas e estendendo a

tipificação relativa ao delito de *insider trading* para terceiros envolvidos na conduta delituosa.

A atenção da CVM no sentido de implementar maior rigidez nessas normas em casos específicos e de acentuar as demais medidas para promover a maior transparência possível parece ser a solução mais acertada para se construir um cenário de repressão a abusos, sem afetar drasticamente a estabilidade das relações no mercado de capitais.

Ainda que esse arcabouço normativo possa evoluir, sem nenhuma pretensão de esgotar esse debate, foi possível identificar uma nítida evolução nas formas de coibir o abuso de poder de controle após o advento da Lei 6.404/1976. E a impressão ao final desta investigação, tanto em relação à análise da jurisprudência como das medidas administrativas que estão sendo tomadas para inibir condutas abusivas, revelou-se mais positiva do que a expectativa contida no projeto de pesquisa inicial.

## REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2010.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. São Paulo: Saraiva, 2009.

AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton: Princeton University Press, 2009.

ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei n.º 10.303, de 2001). In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n.º 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 373.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1999.

ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 104, p. 108-126, out.-dez. 1996.

ASSI, Marcos. Grandes fraudes da história: o caso Enron. Disponível em: <<http://www.marcosassi.com.br/grandes-fraudes-da-historia-o-caso-enron>>. Acesso em: 1.º jul. 2016.

ASSIS, Araken de. *Cumprimento da sentença*. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R.

Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

AXELROD, Robert M. *The evolution of cooperation*. New York: Basic Books, 2006.

BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

BARBOSA, Henrique Cunha. *A exclusão do acionista controlador nas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro, Elsevier, Campus, 2009.

\_\_\_\_\_. Responsabilidade de controladores e administradores: o “Caso Sadia” numa incursão “guerreiriana” para além do dever de diligência e da ação social. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Walfrido Jorge Warde Jr.; Carolina Dias Tavares Guerreiro. (Org.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BARRA, Paula. Vale diz ser “mera acionista” da Samarco e não é responsável por acidente em MG. *Infomoney*. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/vale/noticia/4397648/vale-diz-ser-mera-acionista-samarco-nao-responsavel-por-acidente>>. Acesso em: 14 nov. 2015.

BARRETO, Celso de Albuquerque. *Acordo de acionistas*. Rio de Janeiro: Forense, 1982.

BECHUCK, Lucian Arye. A rent-protection theory of corporate ownership and control. *Working Paper*, Cambridge, n. 7203, 1999.

\_\_\_\_\_. The myth of the shareholder franchise. *Virginia Law Review*, v. 93, p. 675, 2007.

\_\_\_\_\_ et al. Pay without performance: overview of the issues. *Journal of Corporation Law*, v. 30, p. 647, 2005.

\_\_\_\_\_ et al. The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, v. 78, p. 409, 2005.

\_\_\_\_\_; ROE, Mark J. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*, v. 52, p. 127-170, Oct. 1, 1999; Columbia Law School, *Center for Studies in Law & Economics Paper*, n. 131, Nov. 1999. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=202748>>. Acesso em: 10 out. 2017.

BERLE, Adolf Augustus. For whom corporate managers are trustees: a note. *Harvard Law Review*, v. 45, p. 1365, 1932.

\_\_\_\_\_. *The 20th Century Capitalist Revolution*. New York: Harcourt, Brace and Co, 1954.

\_\_\_\_\_; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *The Modern Corporation & Private Property*. New introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. New York: Ed. Revista, 1967.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. New introduction by Murray Weidenbaum & Mark Jensen. 10. ed. New Jersey: Transaction Publishers, 2009.

BERTOLDI, Marcelo Marco. *Acordo de acionistas*. São Paulo: RT, 2006.

\_\_\_\_\_. O poder de controle na Sociedade Anônima: alguns aspectos. *Revista de Direito Mercantil*, n. 118, p. 62-76, abr.-jun. 2000.

\_\_\_\_\_; KRAAKMAN, Reinier. *Delaware's takeover law: the uncertain search for hidden value*. Chicago: Northwestern University Law Review, 2002.

BLOK, Marcella. *Business Judgment Rule: a responsabilidade dos administradores das Sociedades Anônimas*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 12, n. 46, out.-dez. 2009.

\_\_\_\_\_. Conflito de interesses nas Sociedades Anônimas: critério de apuração formal ou substancial? *Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico*, São Paulo, v. 153/154, 2011.

BM&FBOVESPA. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0975F0E0FCA015F2B4AB2447BB2>>. Acesso em: 20. nov. 2017.

BOBBIO, Norberto. *O futuro da democracia*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

BOITEAUX, Fernando. *Responsabilidade civil do acionista controlador e da sociedade controladora*. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BORK, Robert H. *The antitrust paradox a policy at war with itself*. New York: Free Press, 1993.

BOTELHO DE MESQUITA, José Ignácio. Execução específica de direito de preferência originado de acordo de acionistas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. Liber amicorum. Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

BRADSHAW, Peter. Inside Job: how bankers caused the financial crisis. *The Guardian*. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/film/2011/feb/17/inside-job-financial-crisis-bankers-verdicts>>. Acesso em: 12 fev. 2016.

BRASIL. Lei n.º 6.404, 15 dez. 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

\_\_\_\_\_. Lei n.º 9.307, 23 set. 1996. Dispõe sobre a arbitragem.

\_\_\_\_\_. Lei n.º 10.303, 31 out. 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

\_\_\_\_\_. Lei n.º 11.101, 9 fev. 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.

\_\_\_\_\_. Lei n.º 11.232, 22 dez. 2005. Altera a Lei n.º 5.869, de 11 de janeiro de 1973. Código de Processo Civil, para estabelecer a fase de cumprimento das sentenças no processo de conhecimento e revogar dispositivos relativos à execução fundada em título judicial, e dá outras providências.

\_\_\_\_\_. Lei n.º 5.869, 11 jan. 1973. Institui o Código de Processo Civil (revogado pela Lei n.º 13.105/2015).

\_\_\_\_\_. Lei n.º 15.105/2015, 16 mar. 2015. Institui o novo Código de Processo Civil.

\_\_\_\_\_. Lei n.º 12.846/2013, 1.º ago. 2013. Institui o novo Código de Processo Civil. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências.

\_\_\_\_\_. Lei n.º 13.506/2016, 13 nov. 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei n.º 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei n.º 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei n.º 6.024, de 13 de março de 1974, a Lei n.º 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei n.º 9.069, de 29 de junho de 1995, a Lei n.º 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei n.º 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei n.º 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei

n.º 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei n.º 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei n.º 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto n.º 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-lei n.º 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a Medida Provisória n.º 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-lei n.º 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei n.º 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei n.º 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei n.º 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Inquérito Administrativo n.º 30/98. Acesso à informação. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20010705\\_PAS\\_3098.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20010705_PAS_3098.pdf)>. Acesso em: 24 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Inquérito Administrativo CVM n.º TA/RJ2001/4977. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf)>. Acesso em: 15 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Inquérito Administrativo CVM n.º TA/RJ2002/1153. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf)>. Acesso em: 12 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução CVM n.º 323. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst323.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução CVM n.º 358. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>>. Acesso em: 30 ago. 2015.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução CVM n.º 552/2014. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 480/09 e altera dispositivos das



Instruções 358/02 e 481/09. Publicada no *DOU* de 13.10.14. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst552.html>>. Acesso em: 10 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução CVM n.º 452. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst452.html>>. Acesso em: 28 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução CVM n.º 586/2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>>. Acesso em: 30 nov. 2017

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 126/2015. Acesso à informação. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2005/20051206\\_RJ200111949.html](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2005/20051206_RJ200111949.html)>. Acesso em: 1.º jun. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS RJ 13172/2013. Acesso à informação. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172\\_OSX\\_Brasil.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OSX_Brasil.pdf)>. Acesso em: 10 maio 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 03/2002. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212\\_PAS\\_0302.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040212_PAS_0302.pdf)>. Acesso em: 16 dez. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 04/1999. Acesso à informação. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417\\_PAS\\_0499.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417_PAS_0499.pdf)>. Acesso em: 7 jun. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM PAS 07/2003. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/anexos/sancionador/2007/20070704\\_PAS\\_0703.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/anexos/sancionador/2007/20070704_PAS_0703.pdf)>. Acesso em: 29 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS CVM 18/2008. Disponível em:  
<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214\\_PAS\\_1808.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2017

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 24/2003. Disponível em:  
<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050609\\_PAS\\_2403.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050609_PAS_2403.pdf)>. Acesso em: 13. set. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 0703.2007. Acesso à informação. Disponível em:  
<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070704\\_PAS\\_0703.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070704_PAS_0703.pdf)>. Acesso em: 29 jun. 2015.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 1106.2002. Acesso à informação. Disponível em:  
<[http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021106\\_RJ20021153.html](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021106_RJ20021153.html)>. Acesso em: 29 jun. 2015.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS 7190-4. Acesso à informação. Disponível em:  
<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>>. Acesso em: 30 jul. 2015.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS RJ 2001/11949. Disponível em:  
<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/anexos/sancionador/2005/20051206\\_PAS\\_RJ200111949.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/anexos/sancionador/2005/20051206_PAS_RJ200111949.pdf)>. Acesso em: 1.º jul. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS RJ 2007/1996. Disponível em:  
<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5443-0.pdf>>. Acesso em: 18 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. PAS SP 2007/0118. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf)>. Acesso em: 20 maio 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Processo CVM RJ 2009/5811. Disponível em:

<<http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/5f4edc37eb4aad739f7bf41d349bd720.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. Processo CVM RJ 2009/13179. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0007/7190-4.pdf>>. Acesso em: 8 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Resultado de julgamento. PAS CVM RJ 2012/4062. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131217-4.html>>. Acesso em: 20 mai. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Recomendações da CVM sobre governança corporativa. Junho de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 23 jun 2017.

\_\_\_\_\_. Supremo Tribunal Federal. ARE 971.036/SP. Rel. Min. Dias Toffoli. j. 16.06.2016. Disponível em: <[stf.jus.br/](http://stf.jus.br/)>. Acesso em: 16. out. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. 5.<sup>a</sup> Turma. REsp 1569171/SP (2014/0106791-6). Min. Joel Ilan Paciornik. j. 16.02.2016. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&seq\\_uencial=1480454&num\\_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&seq_uencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF)>. Acesso em: 12 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. REsp 556.265/RJ. Min. Barros Monteiro. *DJ* 13.02.2006, p. 803.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. 5.<sup>a</sup> Turma. RHC 505/SP. Recurso Ordinário em *Habeas Corpus* 1990/0000795-0. Rel. Min. Assis Toledo. j. 16.04.1990. Disponível em: <stj.jus.br/>. Acesso em: 14. jul. 2017.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. REsp 798264/SP (2005/0190864-1). Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito. j. 06.02.2017. *DJ* 16.04.2007. Disponível em: <stj.jus.br/>. Acesso em: 15. abr. 2017.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça de São Paulo. Agravo de Instrumento 0362587-73.2009.8.26.0000 (990.09.362587-3). Agravante: Adriano Lima Ferreira. Agravado: Sadia S.A. Rel. Des. Enio Zuliani. j. 26.08.2010. Disponível em: <tjsp.jus.br/>. Acesso em: 14. jul. 2017.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Justiça de São Paulo. 10.<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado. Apelação 9209787042009826 SP/9209787-04.2009.8.26.0000. Rel. Cesar Ciampolini. j. 30.10.2012. *DJ* 31.10.2012. Disponível em: <tjsp.jus.br/>. Acesso em: 15. abr. 2017.

\_\_\_\_\_. Tribunal Regional Federal da 1.<sup>a</sup> Região. Apelação Criminal 0003828-05.2006.4.01.3500/2006.35.00.003838-0/GO. Rel. Hilton Queiroz. j. 15.02.2005. Disponível em: <trf1.jus.br/>. Acesso em: 18. nov.2017.

BRINA, Osmar Corrêa-Lima. Regra do julgamento de negócios (*business judgment rule*). In: SILVA, Alexandre Couto. *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 164.

BULGARELLI, Waldirio. *A proteção das minorias nas S.A.* São Paulo: Pioneira, 1975.

\_\_\_\_\_. A regulamentação jurídica do acordo de acionistas no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 40, p. 80-92, out.-nov. 1980.

\_\_\_\_\_. *Manual das Sociedades Anônimas*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

\_\_\_\_\_. *Questões atuais de direito empresarial*. São Paulo: Malheiros, 1995.

\_\_\_\_\_ et al. *Reforma da Lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998.

\_\_\_\_\_. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades. Validade de estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 15, p. 226.

CALÇAS, M. Q. P. A proteção do sócio minoritário na lei das sociedades anônimas brasileira. In: COELHO, Fábio Ulhoa; RIBEIRO, Maria de Fátima (Org.). *Questões de direito societário em Portugal e no Brasil*. Coimbra: Almedina, 2012. v. 1, p. 219-251.

CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. Diretor estatutário x diretor empregado: o regime jurídico do diretor da sociedade anônima. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 4, jan.-jun. 2009.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

CAPITAL ABERTO. Quanto custa uma infração, 1.º mar. 2014, republicada no setor Notícias portal do Insper. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/noticias/quanto-custa-uma-infracao/>>. Acesso em: 4 abr. 2017.

CARVALHAL, André; LEAL, Ricardo P. C. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. *Coppead Working Paper Series*, n. 390, Nov. 2003. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em: 12 jul. 2017.

CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Saraiva, 1984.

\_\_\_\_\_. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_. *A nova Lei das Sociedades Anônimas: seu modelo econômico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 4, t. II.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 157*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2.

\_\_\_\_\_. Considerações sobre a Lei Anticorrupção das Pessoas Jurídicas. *Revista dos Tribunais*, 2015.

\_\_\_\_\_. Vinculação dos administradores ao acordo de controle (§§ 8.º e 9.º do artigo 118 da LSA). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. Arnoldo Wald, Fernando Gonçalves, Moema Augusta Soares de Castro (Coord.); Bernardo Vianna Freitas, Mário Tavernard Martins de Carvalho (Org.); Adriano Augusto Teixeira Ferraz et al. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de société par action*. Paris: Sirey, 1962.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

\_\_\_\_\_. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. Profissão: minoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

COFFEE JR., John C. What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 214. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=373581>>. Acesso em 10 jan. 2017

\_\_\_\_\_. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *The Center for Law and Economic Studies Working Paper*, n. 182, jan. 2001.

COMPARATO, Fábio Konder. Acordo de acionistas e interpretação do art. 118 da Lei das S.A. *Revista dos Tribunais*, v. 527, p. 32, set. 1979.

\_\_\_\_\_. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: RT, 1970.

\_\_\_\_\_. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990.

\_\_\_\_\_. *Direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1983.

\_\_\_\_\_. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

\_\_\_\_\_. *O direito e o avesso. Rumo à Justiça*. São Paulo: Saraiva, 2010.

\_\_\_\_\_. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: RT, 1977.

\_\_\_\_\_. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

\_\_\_\_\_; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CORRÊA, Douglas. Economia. Justiça extingue processo contra Eike Batista por prejuízos a acionistas da OGX. *Portal EBC – Agência Brasil*. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2016-05/justica-extingue-processo-contr-eike-batista-por-prejuizos-acionistas-da>>. Acesso em: 9 jul. 2016.

COSTA, Carlos Celso Orcesi da. Controle Externo das Companhias. *Revista de Direito Mercantil*, 44/75.

CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contratos entre sócios: interpretação e direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CRISTO, Alessandro. Reforma do Judiciário. Projetos de gestão mudam funcionamento da Justiça. *Consultor Jurídico*. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2009-jul-11/projetos-gestao-seduzem-tribunais-mudam-funcionamento-justica>>. Acesso em: 25 abr. 2015.

CVM. História do mercado de capitais no Brasil. Disponível em: <[www.portaldoinvestidor.gov.br](http://www.portaldoinvestidor.gov.br)>. Acesso em: 30 set. 2014.



DALBERG, John Emerich Edward (Lord Acton). *Letters of Lord Acton to Mary, Daughter of the Right Hon. W.E. Gladstone*. 2. ed. London: Macmillan, 1913.

DICIONÁRIO HOUAISS. Disponível em: <<http://houaiss.uol.com.br/busca.jhtm>>. Acesso em: 22 fev. 2016.

DINAMARCO, Cândido Rangel. *Processo civil empresarial*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

DODD, E. M. For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Rev.*, n. 45, p. 1145-1163, 1932.

ECONOMIA. Arthur Andersen é indiciada no caso Enron. *Portal BBC Brasil*. Disponível em: <[http://www.bbc.com/portuguese/economia/020314\\_andersendi.shtml](http://www.bbc.com/portuguese/economia/020314_andersendi.shtml)>. Acesso em: 23 maio 2015.

\_\_\_\_\_. Com denúncias envolvendo companhias abertas, CVM quer endurecer punições. *Portal Tribuna Paraná Online*. Disponível em: <<http://www.paranaonline.com.br/editoria/economia/news/853051/?noticia=COM+DE+NUNCIAS+ENVOLVENDO+COMPANHIAS+ABERTAS+CVM+QUER+ENDURECER+PUNICOES>>. Acesso em: 23 abr. 2015.

\_\_\_\_\_. Crise das empresas “X” afeta imagem do Brasil, diz Mantega. Agência EFE reprodução *Portal Revista Exame*. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/crise-das-empresas-x-afeta-imagem-do-brasil-diz-mantega>>. Acesso em: 4 out. 2015.

\_\_\_\_\_. CVM abre novo processo contra Petrobras. Além da estatal, órgão regulador de mercado apura responsabilidades de ex-dirigentes sobre capitalização em 2010. *Portal Estadão*. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-abre-novo-processo-contrapetrobras,10000008706>>. Acesso em: 3 jul. 2016.

\_\_\_\_\_. *Portal Estadão*. O escândalo Enron: saiba o que está acontecendo. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-escandalo-da-enron-saiba-o-que-esta-acontecendo,20020207p24521>>. Acesso em: 9 dez. 2015.

EIZIRIK, Nelson. Acordo de acionistas. Arquivamento na sede social. Vinculação dos administradores de sociedade controlada. *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 129, p. 45, 2003.

\_\_\_\_\_. *A Lei das S.A. comentada*: arts. 1.º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1.

\_\_\_\_\_. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2010.

\_\_\_\_\_. Aquisição de controle. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

\_\_\_\_\_. O mito do “controle gerencial”: alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXVI, n. 66, p. 103-106, abr.-jun. 1987.

\_\_\_\_\_. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

\_\_\_\_\_. *Temas de direito societário*. São Paulo: Renovar, 2005.

\_\_\_\_\_; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

\_\_\_\_\_ et al. O Comitê de Aquisições e Fusões: versão brasileira do *takeover panel*. In: KUYVEN. (Coord.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

EMPRESAS. Confesso que errei. *Portal Valor Econômico* Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/3957516/confesso-que-errei>>. Acesso em: 5 jul. 2016.

FALK, Armin; SZECH, Nora. Morals and markets. *Science*, v. 340, p. 707 e ss., 10 maio 2013.

FAZZIO JR., Waldo. *Manual de direito comercial*. São Paulo: Atlas, 2000.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

FERREIRA, Waldemar. *Sociedades comerciais irregulares*. São Paulo: Editora Limitada, 1927.

FERRI, Giuseppe, *Le società*. Torino: UTET, 1971.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de informações no mercado de capitais. In: ROVAI, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (Coord.). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. São Paulo: Elsevier, 2010.

FLAKS, Luis Loria. A arbitragem na reforma da Lei das S.A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 131, p. 117, 2003.

FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Suspensão de deliberações sociais*. São Paulo: Saraiva, 1986.

FORGIONI, Paula Andrea. *A evolução do direito comercial brasileiro*. 2. ed. São Paulo: RT, 2012.

\_\_\_\_\_. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 2. ed. São Paulo: RT, 2016.

\_\_\_\_\_. *Os fundamentos do antitruste*. 6. ed. São Paulo: RT, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflitos de interesse nas Assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

\_\_\_\_\_. *Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.* (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

\_\_\_\_\_. (Coord.). *Direito societário contemporâneo I.* São Paulo: Quartier Latin, 2009. Obra coletiva.

\_\_\_\_\_. *Invalidade das deliberações de assembléia das S.A.* São Paulo: Malheiros, 1999.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, R. *Direito empresarial: sociedade anônima. Mercado de valores mobiliários.* 2. ed. São Paulo: RT, 2009. v. 2.

FRAZÃO, Ana. Os complexos impasses dos acordos de leniência. *Valor Econômico*, 9 ago. 2017. Disponível em: <[http://anafraza.com.br/files/publicacoes/2017-08-09-Os\\_complexos\\_impasses\\_dos\\_acordos\\_de\\_leniencia.jpg](http://anafraza.com.br/files/publicacoes/2017-08-09-Os_complexos_impasses_dos_acordos_de_leniencia.jpg)>. Acesso em: 10 dez. 2017.

FRONTINI, Paulo Salvador, Sociedade Anônima – Direito de retirada – Recesso de dissidente – Lei Lobão: um precedente judicial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 86, p. 71-77, abr.-jun. 1982.

FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil.* São Paulo: Companhia Editora Nacional, 2009.

GALGANO, Francesco. *Diritto commerciale: le società.* 15. ed. Bologna: Zanichelli, 2005.

GEVURTZ. The globalization of corporate law: the end of history or a never-ending story?. *Washington Law Review*, v. 86, n. 3, p. 475, 2011.

GILSON, Ronald J. Controlling Family Shareholders in Developing Countries: Anchoring Relational Exchange. *Columbia Law and Economics Working Paper* n.

311, Jan. 1, 2007; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* n. 333; ECGI – *Law Working Paper* n. 79/2007; *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper* n. 10. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=957895>>. Acesso em: 12 jul. 2017.

\_\_\_\_\_. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, p. 1642, 2005.

\_\_\_\_\_. Globalizing corporate governance: convergence of form or function. *American Journal of Comparative Law*, n. 49, p. 329, 2001.

\_\_\_\_\_; GORDON, Jeffrey N. Controlling Controlling Shareholders. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 228, Jun. 2003; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, n. 262. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.41718>>. Acesso em: 9 jul. 2017.

\_\_\_\_\_; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the United States, and the European Union. *Stanford Law Review*, v. 63, p. 487, 2011.

\_\_\_\_\_; LEKVALL, Per; HANSEN, Jesper Lau; LØNFELDT, Carsten; AIRAKSINEN, Manne; BERGLUND, Tom; VON WEYMARN, Tom; KNUDSEN, Gudmund; NORVIK, Harald; SKOG, Rolf; SJÖMAN, Erik. The Nordic Corporate Governance Model, Dec. 1, 2014. *Nordic & European Company Law Working Paper* n. 14-12. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2534331>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

\_\_\_\_\_; SCHWARTZ, Alan. Corporate Control and Credible Commitment. *Columbia Law and Economics Research Paper* n. 436, Nov. 19, 2014; *Stanford Law and Economics Olin Research Paper* n. 438; *Yale Law & Economics Research Paper* n. 461; ECGI – *Law Working Paper* n. 216. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2182781>>. Acesso em: 28 set. 2016.

GOMES, Carlos Jacques Vieira. *Manual de direito empresarial*. Brasília: Fortium, 2008.

GOOGLE INC. – 2004 Founders’ IPO Letter “An Owner’s Manual for Google’s Shareholders”. Disponível em: <<https://abc.xyz/investor/founders-letters/2004/ipo-letter.html>>. Acesso em: 23 jul. 2017.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*, Apr. 2008. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 10 jul. 2017.

\_\_\_\_\_. Corporate Control & Governance after a Decade from “Novo Mercado”: Changes in Ownership Structures and Shareholder Power in Brazil. *Yale Law & Economics Research Paper* n. 502, Jul. 29, 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2473832>>. Acesso em: 15 jul. 2017.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Execução específica do acordo de acionistas. *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, p. 40, p. 52-53.

\_\_\_\_\_. Sobre a interpretação do objeto social. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: RT, n. 54, p. 71-72, abr.-jun. 1984.

\_\_\_\_\_. Sociedade anônima: poder e dominação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 53, p. 72-80, jan.-mar. 1984.

\_\_\_\_\_. Sociologia do poder na sociedade anônima. *Revista de Direito Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 77, p. 50, 1990.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Reflections on the end of history for corporate law. In: RASHEED, A.; YOSHIKAW, T. (Ed.). *The convergence of corporate governance: promise and prospects*. Basingstoke: Palgrave-MacMillan, 2012. p. 32-48.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, n. 9, p. 439, 2001.

HARIOU, Maurice. *Teoria dell' Istituzione e dela fundazione*. A cura di Wivdar Cesare Szforza. Milano: Giuffrè, 1967.

HASLEM. Managerial opportunism during corporate litigation. *The Journal of Finance*, v. 60, p. 2013, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Pesquisa sobre governança corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 4 out. 2016.

IRTI, Natalino. *Direito e mercado*. L'ordine giuridico Del mercato. Tradução Rachel Sztajn. 4. ed. Roma: Laterza, 2001.

JENSEN, Michael C. Self-interest, altruism, incentives, and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance* 7, n. 2, Summer 1994. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=5566>>. Acesso em: 10 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em: 28 out. 2017.

\_\_\_\_\_; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, July 1, 1976.

JUSTEN FILHO, Marçal. *O direito das agências reguladoras independentes*. São Paulo: Dialética, 2002.

KAHNEMAN, Daniel. Maps of bounded rationality: a perspective on intuitive judgment and choice. *Prize Lecture*, Dec. 8, 2002. Disponível em:

<[https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2002/kahnemann-lecture.pdf](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2002/kahnemann-lecture.pdf)>. Acesso em: 9 ago. 2017.

\_\_\_\_\_. *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011

KELSEN, Hans. *Teoria generale del diritto e dello stato*. Milano: Etas, 1964.

LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

\_\_\_\_\_. Considerações sobre a elaboração da Lei de S.A. e de sua necessária atualização. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 51, p. 243, jan. 2011.

\_\_\_\_\_. Responsabilidade do administrador por ato praticado no exercício de função: a difícil caracterização do risco envolvido. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

\_\_\_\_\_; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the world. *Harvard Institute of Economic Research Paper* n. 1840, Aug. 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=103130>>. Acesso em: 23 set. 2017.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. VISHNY, Robert W. Investor Protection and Corporate Governance, Jun. 1999. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=183908>>. Acesso em: 12 nov. 2017.



LARENZ, Karl. *Metodologia de la Ciencia del Derecho*. Tradução de Marcelino Rodríguez Molinero. Barcelona: Ariel, 1994.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades anônimas anotada*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Pactos parassociais. *Revista dos Tribunais*, n. 601, p. 40.

LIPTON. The many myths of Lucien Bebchuk. *Virginia Law Review*, v. 93, p. 733, 2007.

LOBO, Jorge (Coord.). Proporcionalidade com as ações ordinárias, vantagens e preferências. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

\_\_\_\_\_. Princípios de Governança Corporativa, *Revista de Direito Mercantil, industrial, Econômico e Financeiro*, v. 142, abr. 2006, p.141-154.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle não societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MARGONI, Ana Beatriz Alves; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. Exercício abusivo do poder de controle e o dever de reparar o dano. *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Pádua (Coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2012. (Série GVLaw, t. 2).

MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo: meio ambiente, consumidor e outros interesses difusos e coletivos*. 12. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Saraiva, 2000.

MB Associados. *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais brasileiro*. Bovespa, 2000. Disponível em: <[http://www2.bmf.com.br/cimconteudo/w\\_livros/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimconteudo/w_livros/mercado_capitais_desafios.pdf)>. Acesso em: 24 fev. 2017.

MESSINA, Paulo de Lorenzo; FORGIONI, Paula A. *Sociedades por ações: jurisprudência, casos e comentários*. São Paulo: RT, 1999.

MERCADO. *Portal do Insper*. Quanto vale uma infração? Disponível em: <<http://www.insper.edu.br/noticias/quantocustaumainfracao>>. Acesso em: 21 abr. 2015.

MODÉ. Reforma do novo mercado fica pela metade. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, Caderno de Economia, 10 set. 2010. Disponível em: <[http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20100910/not\\_imp607699,0.php](http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20100910/not_imp607699,0.php)>.

MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, n. 32, p. 49-84, abr.-jun. 2006.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem. In: YARSHELL, Flávio Luiz et al. (Org.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

\_\_\_\_\_. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle acionário e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

\_\_\_\_\_. Grupos societários de fato. Estrutura de governo e poderes do acionista controlador. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de et al. (Coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso; SILVA, Alexandre Couto. *Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

NEGÓCIOS. Eike causou prejuízo bilionário a bancos, diz jornal. *Portal Exame.com*. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/eike-causou-prejuizo-bilionario-a-bancos-diz-jornal>>. Acesso em: 17 jan. 2016.

NUNES, Caio de Faro. Arbitragem aos olhos do Judiciário brasileiro. *Revista de Doutrina da 4ª Região, Porto Alegre*, n.72, jun. 2016. Disponível em: <[http://www.revistadoutrina.trf4.jus.br/artigos/edicao072/Caio\\_Nunes.html](http://www.revistadoutrina.trf4.jus.br/artigos/edicao072/Caio_Nunes.html)>. Acesso em: 30. jun. 2018.

OLSON, Mancur. *The logic of collective action*. Cambridge: Harvard University Press, 1965.

OSTROM, Elinor. Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems. *Prize Lecture*, Dec. 8, 2009.

PALEPU, Krishna; HEALY, Paul M. The Fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, v. 17, n. 2, Spring 2003. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=417840>>. Acesso em: 30 maio 2017.

PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas. In: LOBO, Jorge; KANDIR, Antonio et al. (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n.º 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 953, p. 51-74, 2015.

\_\_\_\_\_. Responsabilidade civil dos administradores e *business judgment rule* no direito brasileiro. *Portal Migalhas*. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/arquivos/2015/11/art20151118-08.pdf>>. Acesso em: 22 nov. 2017.

\_\_\_\_\_. State Ownership and Corporate Governance. *Fordham Law Review*, v. 80, p. 2917-2973, 2012.

PAULA, Marco Aurélio Borges de; CASTRO, Rodrigo Pironti Aguirre de (Coord.). Compliance, gestão de riscos e combate à corrupção: integridade para o desenvolvimento. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. As sociedades de economia mista e as empresas estatais perante a Constituição de 1988. *Revista de Direito Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 73, p. 5.

PEREIRA FILHO, Carlos Roberto. Caso: análise da CAM e do processo de reforma de seu regulamento; No-action letters – “Um novo passo para a CVM?”. *Portal Valor Econômico*, 9 mar. 2015.

PIMENTA, Guilherme. TJSP instala duas varas empresariais em dezembro. *Justiça. Portal Jota*. Disponível em: <<https://jota.info/justica/tj-sp-instala-duas-varas-empresariais-em-dezembro-06102017>>. Acesso em: 29 out. 2017.

PITA, Antônio. Economia. Eike Batista. Justiça nega ação civil pública por perdas causadas por Eike Batista a acionistas. *Portal Estadão*. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,justica-nega-acao-civil-publica-por-perdas-causadas-por-eike-batista-a-acionistas,10000052188>>. Acesso em: 20 maio 2016.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 4. ed. São Paulo: RT, 1984. t. 49.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

\_\_\_\_\_. Repúdio ao *insider trading*. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de (Org.). *Mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 1.

\_\_\_\_\_; FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (Org.). *Direito societário: gestão e controle*. São Paulo: Saraiva, 2008.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 1986. v. 2.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 2.

RIBAS, Gustavo Santamaria Carvalho. Das aquisições hostis na prática norte-americana e a perspectiva brasileira. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 141, p. 121-129, jan.-mar. 2006.

RIBEIRO, João Ricardo de Azevedo. Notas sobre a relação de substituição em operações de incorporação envolvendo companhias abertas. In: ROVAI, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (Coord.). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. São Paulo: Elsevier, 2010.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Exclusão de sócios nas sociedades anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

ROE, Mark. *Political determinants of corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2003.

\_\_\_\_\_; BECHUCK, Lucian Arye. A theory of path dependency in corporate governance and ownership. *Stanford Law Review*, v. 52, p. 781, 1999.

ROSSI, Maria Cecília. Espaço regulamentação. Regulador em ação. Estudo aponta aumento substancial de punições da CVM nos últimos anos. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/edicoes/mensal/edicao-47/regulador-em-acao/#.VT6XvdJViD8>>. Acesso em: 26 abr. 2015.

ROVAI, Armando Luiz. A responsabilidade civil dos administradores das sociedades anônimas e suas repercussões no dia a dia negocial. In: \_\_\_\_\_; MURRAY NETO, Alberto (Coord.). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. São Paulo: Elsevier, 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Deveres fiduciários do controlador. In: \_\_\_\_\_. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

\_\_\_\_\_. Novo estruturalismo jurídico: uma alternativa para o direito? *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 101, n. 926, p. 533-548, dez. 2012.

\_\_\_\_\_. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. 4. ed. rev. e ampl. 2.<sup>a</sup> tiragem, São Paulo: Malheiros, 2015.

\_\_\_\_\_. Respostas estruturais para a corrupção empresarial. *Valor Econômico*, 1.º abr. 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/3987284/respostas-estruturais-para-corrupcao-empresarial>>. Acesso em: 10 ago. 2015.

\_\_\_\_\_. *Teoria crítico-estruturalista do direito comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SCHOUERI, Luis Eduardo. *Distribuição disfarçada de lucros*. São Paulo: Dialética, 1996.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de;

ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SIGILO EM QUESTÃO. Câmara de Arbitragem da Bovespa rebate críticas. *Portal Conjut – Consultor Jurídico*. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2013-jun-07/camara-arbitragem-bovespa-rebate-criticas-professora-gv>>. Acesso em: 2 ago. 2015.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S.A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SOUZA, Beatriz. Brasil. 8 supostas revelações do escândalo da Petrobras. *Portal Revista Exame*. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/brasil/noticias/8-supostas-revelacoes-do-escandalo-da-petrobras>>. Acesso em: 30 set.2015.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Derivativos de bolsa. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

\_\_\_\_\_. Dissolução de Sociedades Anônimas. In: FINKELSTEIN, Maria E. R.; PROENÇA, José Marcelo Martins. (Org.). *Direito societário: gestão e controle*. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 152-182.

STIGLER, George J. The theory of economic regulation. *Bell Journal of Economic and Management Science*, New York, v. 2, n. 1, p. 1-21, Spring 1971.

STOUT, Lynn A. How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them can Prevent Another. *Lombard Street*, v. 1, n. 7 July, 10, 2009.

\_\_\_\_\_. The Mythical Benefits of Shareholder Control. *Virginia Law Review*, 2006; UCLA School of Law, *Law-Econ Research Paper* n. 06-19. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=929530>>. Acesso em: 11 jul. 2017.

SZTAJN, Rachel. Acordo de acionistas. In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB Thomsom e IBEMEC Law, 2002. p. 288-289.

\_\_\_\_\_. *Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados*. São Paulo: Atlas, 2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979. v. 2.

THALER, Richard H.; SHEFRIN, H.M. An Economic Theory of Self-Control. *Journal of Political Economy*, Apr. 1981. Disponível em: <<http://faculty.chicagobooth.edu/richard.thaler/research/pdf/an%20economic%20theory%20of%20self-contol.pdf>>. Acesso em: 19. set. 2017.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Processo de execução*. 22. ed. São Paulo: Universitária de Direito, 2004.

TJSP. Assessoria de imprensa. TJSP instala Câmara Reservada de Direito Empresarial. *Portal Jus Brasil*. Disponível em: <<http://tj-sp.jusbrasil.com.br/noticias/2758345/tjsp-instala-camara-reservada-de-direito-empresarial>>. Acesso em: 15 jun. 2015

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison pill: modismo ou solução?* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

TORINO, Raffaele. *I contratti parasociali*. Milano: Giuffrè, 2000.

TORNOVSKY, Miguel. Acordo de acionistas sobre o exercício do poder de controle. Análise das principais alterações introduzidas ao art. 118 da Lei das S.A. pela Lei 10.303/2001. *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 127.



UNITED STATES OF AMERICA. SEC – Security Exchange Commission. Investment Company Act of 1940. Section 2, p. 5. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>>. Acesso em: 19 jul. 2017.

VALENTI, Graziella. “Pílula de veneno” é obstáculo para aquisição da Positivo. *Valor Econômico*, São Paulo, 10 dez. 2008, Caderno Eu & Investimentos.

VILLAS BOAS, Bruno. Em cinco anos, CVM aplicou R\$ 1,149 bi em multas, mas arrecadou apenas R\$ 19,4 milhões. *Economia. O Globo*. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/em-cinco-anos-cvm-aplicou-1149-bi-em-multas-mas-arrecadou-apenas-194-milhoes-9350355#ixzz52gE2dP4t>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

WHALEN, R. Christopher. The subprime crises – cause effects and consequences. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1113888>>. Acesso em: 2 dez. 2017.

WAYNE, Leslie. Business Day/Enron collapse. *The New York Times*, Jan. 13, 2012. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2002/01/13/business/enron-s-collapse-before-debacle-enron-insiders-cashed-in-1.1-billion-in-shares.html>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

WALD, Arnaldo. *Direito das obrigações*. 15. ed. São Paulo: Malheiros, 2000.

\_\_\_\_\_; EIZIRIK, Nelson. O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *RDM*, v. 61, p. 54-58, 1986

WIEACKER, Franz. *História do direito privado moderno*. Tradução portuguesa de A. M. Botelho Hespana. 3. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2004.

YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.