



Celso Alves Trindade

A Lei nº 10.303/2001 e a questão da proteção dos acionistas minoritários, no caso da alienação do controle.

**Brasília
2013**

CELSO ALVES TRINDADE

A Lei nº 10.303/2001 e a questão da proteção dos acionistas minoritários, no caso da alienação do controle.

Monografia apresentada como requisito para conclusão do curso de Direito do UniCEUB – Centro Universitário de Brasília, sob orientação do Prof. Marlon Tomazette.

**BRASILIA
2013**

Trindade, Celso Alves

A Lei nº 10.303/2001 e a questão da proteção dos acionistas minoritários, no caso da alienação do controle / Celso Alves Trindade – 2013.

87 f. Il.: 12 cm

Monografia apresentada como requisito imprescindível para conclusão do curso de Direito do UniCEUB – Centro Universitário de Brasília.

Orientador: Marlon Tomazette.

CELSO ALVES TRINDADE

A Lei nº 10.303/2001 e a questão da proteção dos acionistas minoritários, no caso da alienação do controle

Monografia apresentada como requisito imprescindível para conclusão do curso de Direito do UniCEUB – Centro Universitário de Brasília.

Orientador: Marlon Tomazette.

Data de aprovação: ____/____/____

Nota: _____

Aprovada por:

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Marlon Tomazette
Orientador

Prof. Luis Antônio Winckler Annes
Examinador

Prof. Rodrigo Fernandes M. Ferreira
Examinador

BRASÍLIA
2013

À minha mãe (in memoriam), que caso estivesse presente, estaria comemorando mais essa importante vitória.

À minha princesinha, Ana Luiza, que breve estará em nosso meio, nos proporcionando mais alegria.

AGRADECIMENTO

A minha gratidão primeiramente à Deus, pela dádiva da vida, presente maior e inigualável.

Agradeço ao Prof. Marlon Tomazette pela dedicação, orientação e conhecimento impar, que contribuíram para que eu pudesse alcançar mais esse objetivo.

Agradeço ao Dr. Antônio Guibo Rugero, consultor jurídico do Banco do Brasil, pelas grandes e valiosas contribuições, inclusive pelo auxílio para escolha do tema do presente trabalho.

Agradeço à minha família, namorada, amigos e colegas pelo apoio e compreensão demonstrados nos momentos que tive que me fazer ausente para conclusão da monografia.

Agradeço ao amigo Francicarlos da Silva Diniz pela revisão e contribuições relacionadas à nossa língua portuguesa.

*“Feliz o homem que acha sabedoria, e o
homem que adquire conhecimento”.*
Provérbios: 3:13

RESUMO

O presente trabalho tem como foco o ramo do Direito Empresarial, especificamente à questão da proteção dos acionistas minoritários, em caso de alienação de controle de companhia aberta. Assim, iremos analisar se as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001 contribuíram para a proteção desse grupo. Para tanto, focaremos inicialmente a origem, características e classificação das sociedades anônimas. Em seguida, abordaremos a questão do controle, sua classificação e os legitimados para exercer o poder de controle, tendo por base a grande contribuição de Berle e Means, economistas americanos, que desenvolveram o famoso estudo relacionado à propriedade e controle. Destacaremos também os direitos relacionados aos minoritários, sua evolução (idas e vindas), ressaltando o entendimento da jurisprudência e da doutrina. Aprofundaremos o tema relacionado ao mecanismo *tag along* (eixo principal do presente trabalho) que trata de uma garantia que visa salvaguardar os minoritários (em 1997 foi elidido e 2001 foi restaurado parcialmente) e que tem gerado, desde a sua concepção, grandes embates no mundo jurídico, político e doutrinário. Na parte final, concluiremos se os direitos restaurados pela Lei nº 10.303/2001 proporcionaram a proteção necessária envolvendo os acionistas minoritários ou não.

Palavras-chave: Direito empresarial. Sociedade de capital aberto. Alienação de controle. Poder de controle. Acionista minoritário. Acionista controlador. Propriedade e poder. *Tag along*.

ABSTRACT

This work focuses on the branch of business law, specifically the issue related to the protection of minority shareholders in case of sale of control of a public company. Thus, we will analyze whether the changes introduced by Law No. 10.303/2001 contributed to the protection of this group. Therefore, we will focus initially the origin, characteristics and classification of corporations. Then we will address the issue of control, its classification and those legitimized to exercise the power of control, based on the great contribution of Berle and Means, U.S. economists, who developed the famous study related to ownership and control. We will also highlight the rights related to minority shareholders, its evolution (coming and going), emphasizing the understanding of case law and doctrine. We will deeper explore the theme related to the tag along mechanism (main axis of this work) that is a guarantee designed to safeguard the minority shareholders (suppressed in 1997 and partially restored in 2001) and it has generated, since its inception, major conflicts in the legal world, both political and doctrinal. In the final part, we will conclude if the rights restored by Law nº 10.303/2001 provided the necessary protection involving minority shareholders or not.

KEY: Business law. Public company. Transfer of control. Power control, Minority shareholder, Controlling shareholder, Property and power, Tag along.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	ORIGEM, CONCEITO, CARACTERÍSTICAS E CLASSIFICAÇÃO DAS SOCIEDADE ANÔNIMAS	12
	2.1	
	Origem.....	1
2	2.2	
	Conceito.....	1
5	2.3 Características	17
	2.4 Classificação	19
3	CONTROLE	24
	3.1 Conceito.....	24
	3.2 Tipos de controle.....	25
	3.3 Poder de controle	38
4	ALIENAÇÃO DO PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO E A PROTEÇÃO DOS MINORITÁRIOS	41
	4.1 Acionista controlador.....	41
	4.2 Acionista Minoritário	35
	4.2.1 Conceito.....	35
	4.2.2 Classificação.....	47
	4.2.3 Direitos.....	38
5	ART. 254 DA LEI Nº 6.404/76, LEI Nº 9.457/97 E RESOLUÇÃO CMN/BACEN 401, de 22/12/76	58
	5.1 Conceito e particularidades da alienação.....	58
	5.2 Formas de aquisição do controle	55
	5.3 O papel da CVM (Comissão de Valores Mobiliários)	63
	5.4 Proteção dos minoritários em face da Lei nº 10.303/2001	68
	5.5 Mecanismo do tag along – Art. 254-A da Lei nº 6.404/76	73
6	CONCLUSÃO.....	80
	REFERÊNCIAS.....	84

1. INTRODUÇÃO

É notório o papel que as companhias abertas desenvolvem no âmbito nacional e internacional, gerando emprego e renda e contribuindo para o desenvolvimento do País.

Para fazer frente a isso, podem atuar no mercado de capitais para captar recursos, atrair investidores e, com isso, produzir riquezas e gerar retorno para os acionistas/investidores.

Todavia, ao se investir nessa sociedade, a lei estabelece as regras a serem observadas para garantir o direito dos investidores/acionistas, inclusive os direitos afetos aos minoritários que não possuem voz preponderante nas decisões/deliberações da companhia.

O primeiro normativo a estabelecer regras para as sociedades anônimas foi o Decreto nº 2.627, de 1.940, sendo alterado posteriormente pela Lei nº 6.404/76, denominada Lei das S.A., que previu algumas garantias aos acionistas minoritários. Depois disso, veio a Lei nº 9.457/97, que extirpou os direitos patrimoniais dos minoritários, e por fim, a Lei nº 10.303/2001, que visou restabelecer alguns direitos dessa classe.

Nesse sentido, o presente trabalho de conclusão de curso tem por objeto verificar, com base na Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que alterou e acrescentou diversos dispositivos na Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A), se os direitos dos acionistas minoritários ali postulados, notadamente quando se refere à alienação de controle das companhias abertas, resolveram satisfatoriamente ou não à questão da proteção daquela classe.

O trabalho foi dividido em três grandes capítulos, sendo o primeiro para tratar da origem, conceito, características e classificação das sociedades anônimas, até por uma razão óbvia de identidade, para delimitarmos a quem o estudo se aplica, ou seja, à sociedade anônima de capital aberto.

O segundo capítulo trata do controle, definindo o seu conceito, os tipos de controle existentes (interno e externo) e as pessoas imbuídas desse controle. Nesse capítulo, abordaremos também a questão do poder e propriedade, com base no estudo dos economistas Berle e Means, de 1931, que revolucionou o tema.

No terceiro e último capítulo, que é o cerne do nosso trabalho, iremos identificar se quando da alienação de controle nas companhias abertas, em se tratando dos sócios minoritários, a Lei nº 10.303/2001 postulou os direitos que atendam satisfatoriamente esse grupo. Para tanto, buscaremos identificar a figura do controlador, que tem o poder de alienar o controle, bem como o conceito, classificação e os direitos afetos aos minoritários. Além disso, será estudado especificamente o art. 254-A e o embate que há desde a sua concepção original postulada em 1976. Para isso, buscaremos o conceito e as particularidades da alienação do controle, as suas formas de aquisição, o papel da Comissão de Valores Mobiliários, órgão importantíssimo que regula o mercado de capitais, e a proteção da minoria em face da Lei nº 10.303/2001.

E na conclusão, com base nos dispositivos normativos, bem como no entendimento da jurisprudência e da doutrina e dos órgãos reguladores, externaremos a resposta ao tema do presente trabalho, ou seja, identificaremos se a Lei nº 10.303/2001, verdadeiramente, produziu o efeito de atender satisfatoriamente aos interesses dos minoritários da companhia aberta, no caso de alienação do bloco de controle.

2. ORIGEM, CONCEITO, CARACTERÍSTICAS E CLASSIFICAÇÃO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

2.1. Origem

A sociedade anônima teve início mais direto a partir do século XVII com base nas companhias coloniais criadas para a exploração e colonização das terras do Novo Mundo. (BULGARELLI, 1998, p. 59).

Conforme os historiadores gerais da matéria, os primeiros antecedentes desse tipo de sociedade surgem na baixa Idade Média. A maioria dos doutrinadores reconhece que a primeira organização a apresentar os elementos principais das sociedades por ações foi o Banco de São Jorge, fundado em Gênova, em 1407, cuja constituição era dos credores da República Genovesa, que transformaram seus títulos de renda em ações nominativas do banco estatal, que eram inscritas num registro e negociadas livremente no mercado, de acordo com suas cotações. (BULGARELLI, 1998, p. 59)

A partir dessa abordagem, consoante aponta Bulgarelli (1998, p. 59), surgem as sociedades por ações na Idade Moderna para superar as dificuldades que as sociedades medievais não tinham sido capazes de resolver, visando atender aos interesses das pessoas por ocasião da constituição de grandes empresas, bem como assegurar a sua própria existência, sem levar em conta o fator de quantidade de associados.

Compartilha da mesma origem Coelho (2002, p. 60):

“Outros precursores das sociedades anônimas foram as companhias de colonização, organizadas pelo estados modernos, nos séculos XVII e XVIII, para viabilizar os empreendimentos de conquista e manutenção de colônias, bem como o desenvolvimento do comércio ultramarino. Na Era colonial, havia, por exemplo, sete diferentes “Companhias das Índias Orientais”, sendo a primeira e mais famosa a organizada pelo estado holandês, de 1602. “Companhia das Índias Ocidentais” eram quatro: a francesa, a sueca, a dinamarquesa e a holandesa, esta última, constituída em 1621 com o propósito específico de empreender a conquista do território brasileiro, foi a responsável pelas invasões de Salvador, em 1624, e de Recife e Olinda, em 1630”.

Observa-se que as sociedades por ações dedicaram-se, desde a origem, à exploração de empreendimentos de expressiva importância para a economia e o Estado. (COELHO, p. 60).

Frise-se também a abordagem de Borba (2004, p.133), na qual nos afirma que a sociedade anônima conheceu três sistemas distintos de formação, quais sejam: **sistema de privilégios, sistema de autorização e sistema da livre criação.**

O **sistema de privilégios**, basicamente, vigorou entre os séculos XVII e XVIII, nas quais a criação da sociedade anônima era um ato de governo. Nesse sistema, a formação da sociedade não dependia da vontade das partes, mas sim de uma concessão do Estado para quem tivesse interesse em constituir uma sociedade, via ato legislativo.

Por sua vez, o **sistema de autorização**, na via inversa ao do sistema de privilégios, tem como característica básica a criação da companhia pelos seus interessados, contudo, mediante autorização preliminar do Governo.

Por fim, o **sistema da livre criação**, atualmente em vigor, como o seu próprio nome nos induz a percepção de que se trata, é o que permite a livre criação das sociedades anônimas pelos seus fundadores. Todavia, há de se ressaltar que a criação dessa sociedade depende do arquivamento de seus atos constitutivos no registro público de empresas mercantis, como acontece com as sociedades empresárias em geral.

Ainda segundo Borba (2004, p. 134), alerta-nos que devemos nos atentar no sentido de que algumas sociedades, muito embora seja possível a sua livre criação, considerando o seu objeto social, é necessária obter prévia autorização do Estado para seu funcionamento, a exemplo do que ocorrem com as instituições financeiras, serviços de telecomunicações e de radiofusão etc. Essa autorização representa, segundo o autor, uma forma de aferição da regularidade dessas empresas e do atendimento às exigências legais visando resguardar o interesse público.

Para Berle e Means (1984, p. 39), em seu estudo de 1932, afirmamos que a empresa acionária não é uma instituição nova. Relata que as empresas semipúblicas já eram famosas desde a época das companhias de comércio de

capital social que construíram os impérios mercantis da Inglaterra e Holanda (sec. XVII). Na realidade, o sistema acionário foi usado na América notadamente nos empreendimentos que envolviam interesse público direto, como no caso de construção de postos de pedágio, pontes e canais, funcionamento de bancos e companhias de seguro e criação de corpos de bombeiros.

Ressalta que a empresa precursora manufatureira a se organizar nesse contexto foi a Boston Manufacturing Company, sendo a primeira grande têxtil da Nova Inglaterra, fundada em Waltham, Massachusetts, em 1.813. Essa empresa serviu de protótipo para as sociedades anônimas supervenientes.

Destaca ainda Berle e Means (1984, p. 40, grifos nossos) que a **propriedade de todas as companhias constituídas ficava com o público** e a **direção com um corpo administrativo**, que possuía uma porcentagem relativamente pequena do capital.

Até o ano de 1860, o desenvolvimento da sociedade anônima no ramo industrial ficou restrito à indústria têxtil, que parou de crescer após a Guerra Civil. Por outro lado, houve crescimento enorme do sistema acionário para outros setores após o fim da guerra civil, com destaque para o setor ferroviário, que ganhou muito espaço. (BERLE e MEANS, 1984, p. 41).

No que se refere à aplicação deste tipo sociedade no ramo do comércio, naquela época (1932) a sociedade anônima estava apenas se iniciando. Em relação ao setor de construção civil, afirma-nos que tudo o que fora construído naquela época, cerca de 40% a 60%, pareciam ser realizadas por sociedade anônimas. (BERLE e MEANS, 1984, p. 43).

No tocante ao setor de agricultura, demonstra-nos que foi o setor que obteve menor sucesso com as sociedades anônimas, já que em 1920, 61,1% de todas as propriedades agrícolas eram movimentadas pelo seu próprio dono. (BERLE e MEANS, 1984, p. 43).

Por fim, feita essa abordagem por todos os setores da economia, no tocante a atuação da sociedade anônima, Berle e Means (1984, p. 43, grifos nossos), conclui:

“Desse modo, a **sociedade anônima penetrou todos os setores**; cresceu e tornou-se parcial ou totalmente dominante. A data do seu surgimento e o grau de seu predomínio em geral variam com dois fatores: o caráter público

da atividade em questão e a quantidade de capital fixo necessário para realizar o negócio. Apareceu primeiro nos setores de utilidade pública, de transporte coletivo, nos bancos e companhias de seguro (que até os anos 40 do século passado podiam exercer funções públicas), e por fim na área dos serviços pessoais e da agricultura [...]. Baseados no desenvolvimento do passado, podemos esperar uma época em que praticamente todas as atividades econômicas se tenha tornado dominante, isso foi devido à sua função semipública, e não à sua função privada. **A sociedade anônima não constitui apenas uma forma legal dos empreendimentos privado. Acrescenta uma nova característica ao empreendimento – a propriedade múltipla”.**

Como se pode concluir dos destaques acima, a sociedade anônima vem atuando desde os tempos remotos nos diversos setores da economia, facilitando, dessa forma, o acesso a recursos mais baratos para os empreendedores em vários segmentos, seja ele público ou privado. É de se perceber ainda, o quanto esse mecanismo ganhou notoriedade no decorrer do tempo, o que tornou um instrumento imprescindível para a economia dos países.

2.2. Conceito

Para conceituarmos a sociedade anônima, preliminarmente é importante fazermos um paralelo com a sociedade limitada, conforme nos ensina Mamede (2008, p. 201, grifos nossos):

“Não se contrata uma sociedade por ações, como se faz com a sociedade limitada ou qualquer outro tipo de sociedade contratual. **Institui-se ou funda-se uma sociedade por ações.** Não é mera questão de palavras, mas uma distinção que se dá no plano dos atos jurídicos praticáveis para a constituição das sociedades contratuais e para as sociedades por ações. Nas sociedades contratuais, o ato constitutivo é, literalmente, um contrato, que não obstante plurilateral, define direitos e deveres recíprocos entre os sócios. **Nas sociedades por ações,** pelo contrário, a lógica é outra; o legislador não a pensou como um ajustamento de contratantes que mutualmente negociam e definem as regras societárias; [...] **pensou-a como o encontro de pessoas em torno de um empreendimento comum, fundado por alguns e ao qual outros aderem;** fundada a empresa será ela institucionalizada pelo registro [...] no qual se compreende uma motivação *intuitu pecuniae* por essência, embora possam ser detectadas realidades distintas, dadas em concreto”.

Assim, diante dessa observação, conclui:

“Essas particularidades justificam o rótulo de sociedade institucional, vale dizer, de ato jurídico institucional, coletivo por natureza: engendrado para ser um espaço de convergência de pessoas indeterminadas, que não precisam reconhecer-se. **A pessoa dos membros é, em tudo, um elemento acessório, ocupando um plano secundário, cabendo à companhia e ao empreendimento que lhe corresponde como finalidade (objeto social) o primeiro plano [...].**”

Como se depreende do exposto acima, as sociedades anônimas diferem das sociedades limitadas, tendo estas como objetivo principal o contrato entre sócios que estabelecem deveres e obrigações entre si, enquanto que na sociedade anônima essa figura inexistente, prevalecendo a questão que vai além do contrato entre os sócios, na qual se gravita em torno de um empreendimento comum em que diversas pessoas podem ou não ser identificadas.

Além disso, a criação da sociedade por ações não decorre de um simples ajustamento entre dois ou mais sócios, via contrato. É imperioso a observância de vários requisitos formais e legais para vir a existir, conforme previsto na Lei nº 6.404/76.

Para Martins (1989, p. 15 e 18), o conceito de sociedade anônima é:

“Aquela em que o capital social é dividido em partes iguais, denominadas ações, e em que a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

“As sociedades anônimas constituem pessoas jurídicas, donde, não havendo confusão dos patrimônios da sociedade e dos sócios, podem estes limitar sua responsabilidade perante terceiros apenas às importâncias com que concorrem para o capital social. Não havendo responsabilidade subsidiária dos sócios, naturalmente os credores estão garantidos apenas pelo patrimônio social, de que o capital é elemento de grande importância; daí serem essas sociedades classificadas como sociedades de capitais, termo, na realidade, impróprio, pois de capitais são todas as sociedades. Mas com tal classificação se quer significar que, estando os terceiros garantidos apenas pelo patrimônio social, o capital, que serve de base a esse patrimônio, é um mínimo do ativo a favor dos credores sociais, tendo preponderância sobre as pessoas dos sócios, já que esses não tem responsabilidade subsidiária e podem facilmente retirar-se da sociedade, transferindo sua qualidade de sócios para outros, desde que o capital permaneça como suporte da garantia dos credores. [...]”.

No mesmo sentido, Coelho (2002, p. 62) aborda o conceito de sociedade anônima:

“A sociedade empresária com capital dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados de acionistas, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem”.

Para Negrão (2008, p. 395), o conceito de sociedade anônima é aquela em que o capital social divide-se em unidades denominadas ações, e os compradores destas, acionistas, respondem apenas até o preço de emissão das ações que subscreverem ou adquirirem.

Para Requião (2003, p. 01), o conceito de sociedade anônima é estabelecido pela própria LSA, pois o artigo 1º indica os seus elementos: “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a

responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

Nessa mesma linha de raciocínio, destaca o conceito dado pelo art. 1.088 do Código Civil: “tem o capital dividido em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir”.

Diante do exposto, como se pode observar, o conceito é extraído do próprio art. 1º da nº Lei 6.404/76, não tendo muito de fundamental a acrescentar, ou seja, o capital é dividido em ações e a responsabilidade dos sócios se limita, apenas, ao valor das ações subscritas ou adquiridas.

2.3. Características

Segundo Bulgarelli (1998, p. 63), basicamente, as sociedades anônimas apresentam as mesmas características fundamentais, desde as suas origens mais diretas.

Para o renomado doutrinador, trata-se de modelo jurídico construído, visando permitir a acumulação de capitais, sem maiores responsabilidades para seus sócios do que as contribuições feitas. Assim, as principais características são:

- “a) a personalidade jurídica, com existência e patrimônio distintos e autônomos em relação aos sócios;
- b) a responsabilidade dos sócios limitada apenas à sua contribuição ao capital social;
- c) o capital dividido em ações (as quotas de capital) e sua livre transferibilidade”.

Ainda segundo Bulgarelli (1999, p. 63), com o intuito de facilitar a afirmação prática, foram acrescentadas outras variáveis a esse grupo principal, à medida da evolução natural da sociedade, quais sejam:

- “Número mínimo de sócios, valor mínimo de capital, regulação das reuniões de sócios e forma de administração, disciplina de responsabilidade dos administradores e dos próprios controladores, normas visando a proteger os acionistas minoritários, técnicas utilizáveis para a transformação, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação”.

É importante destacar que todos esses acréscimos previstos na legislação contribuem para identificarmos a interferência do Estado na sociedade anônima, configurando-se o controle que mantém sobre ela, se justificando no sentido de evitar danos a terceiros e aos acionistas, principalmente os minoritários.

Isso fez com que a liberdade contratual, para as sociedades anônimas, fosse reduzida minimamente. (BULGARELLI, 2008, p. 63).

Por seu turno, Negrão (2008, p. 395) também ratifica as características principais até aqui abordadas, ou seja, as sociedades por ações diferenciam-se das demais porque os seus títulos são negociáveis sem a necessidade anuência dos demais sócios, o que resulta no livre ingresso na sociedade.

Ainda segundo o mesmo doutrinador, outra característica peculiar é que essas sociedades serão sempre empresárias, independentemente da forma como fora constituído o seu objeto social, ainda que este não preveja que a sociedade exercerá atividade econômica para a produção ou circulação de bens ou mercadorias, ainda assim ficará configurada sua estrutura empresarial. (NEGRÃO, 2008, p. 395).

De acordo com Martins (1989, p. 19), a característica principal da sociedade anônima está estampada no art. 1º da Lei 6.404/76: “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

Para Borba (2004, p. 141), a sociedade anônima possui basicamente as seguintes características: é sociedade de capital; sempre será empresária; o seu capital é dividido em ações transferíveis pelos processos aplicáveis aos títulos de crédito e a responsabilidade dos acionistas é limitada ao preço das ações subscritas.

Como se observa dos diversos entendimentos dos doutrinadores acima, não há divergência na principal característica das sociedades anônimas, naturalmente até porque essas características são definidas pela própria lei das sociedades anônimas.

2.4. Classificação

A principal classificação das sociedades anônimas ocorre em função de serem de capital aberto ou fechado, conforme se deflui do art. 4º da Lei nº 6.404/76.

De acordo com Coelho (2002, p. 66), essa classificação é de extrema importância para o direito societário, uma vez que permitirá a alavancagem de volume de capital, pois, dependendo do porte da atividade econômica desenvolvida pela companhia, haverá a necessidade maior de captação de recursos, para dar suporte à exploração de suas atividades. Dessa forma, para que isso seja possível, é imprescindível que haja um sistema jurídico que possa intermediar essa captação no mercado, via investidores em geral.

Por outro lado, as sociedades com menor estrutura e com menor capacidade podem ser constituídas e exploradas, evidentemente, com recursos menores, por meio de pessoas que se conhecem e com confiança mútua. Naturalmente, os grandes investimentos necessitarão de uma quantidade de capital maior, não se concentrando apenas em um investidor, ou seja, serão necessários vários investidores para fazer frente à necessidade de capital requerida para esses investimentos. Nesse sentido, é que se desenvolve o regime jurídico da companhia **aberta**, visando satisfazer, regular e executar essa via de mão dupla, que é o capital *versus* investimento. (COELHO, 2002, p. 66, grifo nosso).

Contudo, para fazer frente a essa captação, há de se atender vários requisitos legais, como por exemplo prévia autorização do governo, muito embora não impeça a constituição da sociedade. Além disso, há a necessidade da autorização da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), órgão criado especificamente para regular o mercado de valores mobiliários. (COELHO, 2002, p. 67).

Essa determinação legal de controle sobre as sociedades abertas tem a finalidade de conferir maior segurança e liquidez ao mercado acionário, pois, quando se aplica em valores mobiliários, é fácil perceber que se trata de um investimento de risco, pois o investidor pode ver sua aplicação virar “pó”. Evidentemente, dois aspectos têm que ser abordados, quais sejam: o risco

decorrente do próprio negócio, dado um cenário externo/fatores econômicos que pode contribuir para que o empreendimento não logre êxito; na via oposta, pode ocorrer irregularidades que possam ser identificadas na utilização dos recursos captados do público e também a má administração da companhia para gerir tais recursos. Assim, no caso dessa última hipótese, é que a lei vem controlar as companhias abertas sob a custódia da CVM, conforme mencionado anteriormente. (COELHO, 2002, p. 67).

É de se ressaltar ainda outro aspecto importante para caracterizar as companhias abertas das fechadas, que é um tema de grande importância para o mercado de capitais: a liquidez dos investimentos, o que, por sua vez se verifica basicamente na hipótese de fazer frente rapidamente ao dinheiro investido.

Diante dessa abordagem, as companhias com ações negociadas em bolsa, ou seja, no mercado aberto, terão maior penetração na captura de investimentos, enquanto que na companhia fechada essa afirmação não é a mesma, pois seus papéis não serão negociados no mercado, trazendo-se, dessa forma, grandes dificuldades em angariar recursos.

Outro fator que distingue uma da outra é a questão de avaliação, pois na companhia fechada haverá uma série de informações que deverão ser obtidas diretamente na companhia, como os seus demonstrativos financeiros, relatórios contábeis etc. Por outro lado, na companhia aberta essa análise é realizada por analistas de mercado, cujas informações são disponibilizadas periodicamente e compõem o processo da empresa, enquanto que na fechada, não o é assim.

De acordo com a classificação das sociedades por ações extraídas de Negrão (2008, p. 412, grifos nosso), temos :

- “a) emissão e distribuição de valores mobiliários: as **sociedades serão abertas ou fechadas**;
- b) origem de seu capital: considerar-se-ão de **capital privado ou misto**;
- c) transnacionalidade de seu capital, de sua direção e atuação, classificando-se em **multinacionais, nacionais ou estrangeiras**”.

Em linha com demais autores, as sociedades podem ser abertas ou fechadas, dependendo se transacionam ou não seus valores mobiliários na bolsa de valores ou mercado de balcão.

Para melhor esclarecimento, é oportuno abordarmos o que são outros valores mobiliários.

Os valores mobiliários, nestes também inseridas as ações, são títulos que a companhia pode emitir para captação de recursos para fazer frente às suas necessidades para o desempenho de sua função empresarial. A LSA define quais são os valores mobiliários, cabendo destacar as debêntures, as partes beneficiárias e os bônus de subscrição. (NEGRÃO, 2011, p. 443).

A diferença básica entre as ações e os demais valores mobiliários se pauta na composição de estrutura de capital da companhia, sendo que as ações formam o capital próprio e que dão direito aos seus proprietários a participar, de alguma forma, do dia a dia da sociedade, enquanto que os outros valores mobiliários caracterizam-se como obrigações da companhia perante terceiros que ingressou com seu capital, visando obter retorno num lapso temporal definido, e que caracteriza um direito perante a referida sociedade. (NEGRÃO, 2011, p. 443).

Rapidamente abordaremos cada um desses valores mobiliários sem descer num nível de detalhamento, pois não é o objetivo principal de nosso estudo.

As debêntures foram instituídas originalmente em 1882, por meio do Decreto Imperial nº 8.821/82. Atualmente estão inseridas nos artigos 52 a 74 da LSA. Como já mencionado, é um instrumento de captação da sociedade que, de acordo com sua necessidade, pode realizar várias emissões, após deliberação da Assembleia Geral de Acionistas. (NEGRÃO, 2011, p. 444).

Já as partes beneficiárias, previstas nos artigos 46 a 51 da LSA, são títulos de crédito, literais, autônomos, onerosos ou gratuitos, nominativos, estranhos ao capital social e que conferem direito para o beneficiário contra a companhia de participar em até 10% dos lucros anuais. Uma peculiaridade das partes beneficiárias é que estas somente podem ser emitidas por companhias fechadas. (NEGRÃO, 2011, p. 444).

Por fim, os bônus de subscrição, que se encontram previsto nos artigos 75 a 79 da LSA, são títulos nominativos emitidos pelas companhias de capital autorizado, no limite do aumento previsto no estatuto, e que confere o direito de subscrever ações do capital social, mediante sua apresentação e o pagamento do

preço de emissão. Uma peculiaridade do bônus de subscrição é no sentido de que a lei concede preferência ao acionista em sua aquisição. (NEGRÃO, 2011, p. 444).

Evidentemente para fazer frente a essa modalidade de captação aberta, ou seja, ir a mercado, somente as sociedade de capital aberta podem fazê-lo, contudo, mediante autorização da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica responsável pela regulamentação do mercado de capitais, vinculada ao Ministério da Fazenda. (NEGRÃO, 2011, p. 412).

Suas atribuições estão previstas no art. 8º¹ da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Como se percebe das atribuições legais, a CVM exerce um papel de extrema importância para o mercado de capitais, garantindo segurança, transparência, principalmente para os diversos investidores que se encontram pulverizados, notadamente os acionistas minoritários representados por pessoas físicas. Dado a sua relevância, abordaremos o seu papel mais detalhadamente no subtítulo 4.3.3.

Buscando ainda o entendimento de Lobo (2011, p. 11, grifos nossos), a classificação da sociedade anônima pode ser explicitada em **três tipos**,

¹ Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

uma em função da **forma**, outra em função da **natureza jurídica** e a última em função da **emissão dos valores mobiliários**.

A classificação dada por Lobo, como se pode observar, a partir do detalhamento a seguir, também abarca uma das características abordadas anteriormente por outros doutrinadores, qual seja, elas **serão sempre sociedades empresárias**.

A classificação em função da **norma**, segundo Lobo (2011, p. 11), é porque a própria norma estabelece essa característica, qual seja, de que as sociedades anônimas serão sempre empresariais, como se deflui dos arts. 2º, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações (LSA), e art. 966, parágrafo único, c.c. art. 982, *caput* e parágrafo único, do Código Civil. Ressalta ainda que, por ser sociedade empresária, a anônima ainda está sujeita à falência, nos termos da Lei 11.101/2005.

Por seu turno, a classificação em função da **natureza jurídica**, de acordo com Lobo (2011, p. 11), fica caracterizada porque a sociedade anônima é eminentemente sociedade de capitais, independentemente de seu objeto social, uma vez que lhe é peculiar o aporte de recursos financeiros e de bens suscetíveis de avaliação econômica para a constituição do seu capital social e a livre cessão e transferência das ações. Ressalta que a doutrina e a jurisprudência vem admitindo que a sociedade anônima de capital fechado pode vir a ser classificada como sociedade de pessoas e não de capitais, nos raros casos existentes de sociedades anônimas pertencentes a poucos acionistas, geralmente pertencentes a familiares.

E por último, a classificação da sociedade anônima em função da **emissão dos valores imobiliários** não difere das outras classificações dos demais autores, pois advém da própria LSA, que determina que “a companhia é aberta ou fechada, conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”. (LOBO, 2011, p. 11).

3. CONTROLE

3.1. Conceito

Preliminarmente, antes de iniciarmos a pesquisa de procurar conceituar o termo “controle”, abordaremos rapidamente a evolução do controle apresentada por Berle e Means, na qual menciona que à medida que a riqueza em ações foi-se dispersando amplamente, a propriedade dessa riqueza e o controle sobre ela deixaram cada vez mais de estar nas mesmas mãos.

Afirma que no sistema de sociedade anônima o controle sobre a riqueza produtiva pode ser e está sendo exercido com um mínimo de interesse na propriedade (BERLE e MEANS, 1984, p. 85).

Assim, conclui que a propriedade da riqueza sem um controle apreciável e controle da riqueza sem uma propriedade apreciável parece o resultado lógico do desenvolvimento das sociedades anônimas.

Por conseguinte, diante da segregação dessas funções, obriga a reconhecer o controle como algo independente da propriedade, por um lado, e da administração, por outro.

Por fim, conclui que o controle é um produto característico do sistema de sociedade anônima.

Passando agora a procurar conceituar o termo “controle”, iniciamos com a abordagem de Comparato (2005, p. 27), ressalta que primeiramente devemos tomar o cuidado em estabelecer os sentidos para a palavra controle, ou seja, devemos principiar pelas definições lexicais, não se prendendo de imediato o que é o controle, qual a sua natureza ou a sua essência, mas prudentemente, em que sentido empregaremos o vocábulo, na linguagem vulgar e nos textos normativos.

Diante disso, destaca-se que a sua origem, segundo os etimologistas, é francesa, mas a evolução semântica, no vernáculo, sofreu nítida influência do inglês, como correu, aliás, até mesmo na língua de origem.

Feitas essas observações, conclui Comparato (2005, p. 30, grifo nosso) sobre o significado da palavra controle:

“Pois bem, é no **sentido forte de poder de denominação**, e não apenas no significado fraco de poder regulamentar, ou na acepção francesa de fiscalização, que a palavra “controle” passará a ser usada doravante nesta dissertação. É esta, para a nossa definição da expressão consagrada pela semiótica anglo-saxônica, a nossa definição estipulativa preliminar de controle.

Essa advertência preambular, no entanto, precisa ser completada pelo esclarecimento do sentido que atribuímos ao controle-dominância, no âmbito da matéria que constitui o campo de ensaio do presente estudo: a sociedade anônima”.

De outro lado, de acordo com Lobo (2011, p. 37), estabelece que o controle é:

“Para os franceses, controle significa “verificação” e fiscalização”; para os americanos e ingleses, “dominação” ou “poder”; a LSA emprega a palavra controle em ambos os sentidos com predominância da acepção “poder”, daí as expressões “poder de mando”, “poder de denominação”, “poder de comando”, “poder de controle”, empregadas na literatura jurídica pátria e julgados dos nossos tribunais”.

Por sua vez, Guidugli (2006, p. 20) nos afirma que não há consenso na doutrina sobre o envolvimento dos juristas quanto ao estudo do controle ganhou ênfase desde a sua apreciação no âmbito das sociedades isoladamente consideradas ou se, ao revés, esse ocorreu de fato apenas quando da investigação da concentração empresarial e dos grupos de sociedades. Menciona um ponto de partida válido para investigação do conceito na obra de Berle e Means, os quais indicam que o controle é como se equivalesse o conceito de soberania aplicado à Política, que também é fugidio (Guidugli, 2006, p. 21).

3.2. Tipos de controle

Segundo Berle e Means (1984, p. 86), existem 5 tipos principais de controle, cabendo ressaltar, por oportuno, que não há uma linha demarcatória nítida que os separe:

- a) controle através da propriedade quase total;
- b) controle majoritário;
- c) controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária;
- d) controle minoritário;

e) controle administrativo.

Passaremos a explorar cada modalidade de controle acima mencionada por Berle e Means (1984, p. 86), conforme a seguir:

Controle por meio da propriedade quase total: trata-se de uma forma de controle na qual pode ser encontrada na sociedade anônima privada, cuja característica básica é no sentido de que um único indivíduo ou grupo de sócios possui todas ou quase todas as ações da companhia. Nesse tipo, pode perceber que um indivíduo ou grupo detém o controle não apenas porque dispõe dos poderes legais da propriedade, mas também porque está em condições de exercê-los. Nessa qualidade, pode eleger os administradores. Conclui-se que nessa configuração de empresa **estão presentes a propriedade e o controle sob o mesmo guarda-chuva.** (BERLE e MEANS, 1984, p. 86, grifo nosso).

Controle majoritário: de acordo com Berle e Means (1984, p. 86, grifo nosso), o controle majoritário é identificado quando alguém ou grupo detém a maioria das ações. Menciona ainda que é a partir desse controle que ocorre o **início da segregação de propriedade e controle**, questão que aborda com muita propriedade. Destaca ainda que a questão do poder de controle não é pura e simplesmente absoluta, pois em algumas situações pode-se exercê-lo plenamente, como no caso de alguém ou um pequeno grupo que detém a propriedade da maioria das ações, em se tratando de uma estrutura empresarial simples. Isso os legitima para exercer todos os poderes legais de controle como se fosse um único proprietário, podendo, inclusive, selecionar a administração da companhia.

Por outro lado, ressalta-se que, muito embora detenha esse poder, algumas deliberações, a exemplo de modificar carta patente ou de interromper as atividades da empresa, necessitam mais de que um simples voto majoritário, o que, no presente caso, estaria exercendo menos controle se comparado com o único proprietário, conforme mencionado no primeiro caso. (BERLE e MEANS, 1984, p. 86).

Adicionalmente, ressalta-se ainda que o poder de controle pode ser reduzido, em virtude de uma minoria, evidentemente organizada, que queira questionar a política da companhia ou os atos da maioria, seja na assembleia geral de acionistas, sejam nos tribunais.

Controle por meio de mecanismo legal: esse tipo de controle nasceu da necessidade de manutenção do controle de uma empresa sem a posse da maioria de suas ações. Nesse sentido, foram criados vários mecanismos legais, entre os quais se destaca como o mais importante o controle “**piramidal**”, que melhor se aplica nos casos de grandes companhias. (BERLE e MEANS, 1984, p. 87, grifo nosso).

No caso do “piramidal”, sua dinâmica principal consiste em obter a posse da maioria das ações de uma empresa que, por sua vez, detém a maioria das ações de outra, e assim sucessivamente. Assim, conclui Berle e Means (1984, p. 87) sobre esse modelo:

“Pela introdução de duas ou três companhias intermediárias, todas elas legalmente controladas pela companhia no topo da série por meio da posse da maioria das ações, pode-se manter o controle legal de uma grande companhia com uma participação equivalente a uma fração de 1% da propriedade controlada. O possuidor da maior das ações da companhia que está no ápice da pirâmide pode ter um controle tão absoluto de toda a propriedade quanto um único proprietário, mesmo que sua participação seja a 1% do total”.

Afirma que a estrutura piramidal é muito usada na formação dos grandes sistemas de serviços públicos, pois a sua utilização mantém o controle legal com um investimento pequeno. Ressalta ainda que com esse processo, “o controle legal pode separar efetivamente da propriedade legal, e o poder de fato pode ser exercido sobre grandes aglomerados de riqueza com quase nenhuma participação de capital nos mesmos”. (BERLE e MEANS, 1984, p. 86).

Segundo Berle e Means (1984, p. 86, grifos nossos), outro dispositivo legal para manter o controle da companhia com pouco investimento ocorre por meio da utilização de **ações sem direito a voto**, que consiste basicamente:

“Dispor de tal forma os direitos atribuídos às diferentes ações que a maior parte delas perde seus privilégios (ao menos no que diz respeito à eleição dos diretores) e somente uma parcela muito pequena, ou uma parcela representando um investimento muito pequeno, tem direito ao voto. **A posse de qualquer quantidade de ações superior à metade dessa parcela privilegiada majoritária**”.

Outro mecanismo existente para se obter o controle é a prática usual do **voto por meio de procuração**, no qual envolve a criação de um grupo de procuradores com poder total de voto sobre as ações que lhe foram confiadas. Destaca que esse grupo de procuradores muitas vezes faz parte da administração da companhia. Ressalta-se ainda que, quando se dispõe da maioria das ações, por

meio de procuração, os procuradores estabelecidos passam a ter controle praticamente total das atividades da companhia, sem, contudo, ter feito qualquer desembolso patrimonial. Em suma, os acionistas em vez de receber ações recebem certificados de procuração que lhes permitem receber dividendos da mesma forma como se ocupasse a figura de acionista. (BERLE e MEANS (1984, p. 86).

Essa modalidade de exercício de controle (voto por procuração), em relação às outras modalidades já abordadas, é a que **mais segrega a propriedade do controle** que se tem sobre ela. Difere das demais pois é sua característica peculiar ter um valor fixo, definido e inalienável, com certas responsabilidades definidas e aceitas por todos, diferentemente das outras formas, que podem ser compradas, vendidas, herdadas em caso de morte. (BERLE e MEANS, 1984, p. 91).

Em resumo, Berle e Means (1984, p. 91, grifo nosso) concluem:

“O **controle exercido pelo voto por procuração é aberto, não se transfere facilmente e, por isso, é responsável.** Provavelmente foi essa aberta aceitação das responsabilidades que reduziu a crítica ao voto por procuração, tornando-o um mecanismo eficaz para a manutenção do controle sem que se disponha da propriedade. Talvez pela mesma razão não tenha sido empregado extensamente nas grandes companhias, uma vez que os indivíduos que desejam controlar uma empresa podem não querer assumir as responsabilidades e obrigações que o voto por procuração lhe imporia”.

De acordo com Berle e Means (1984, p. 91, grifos nossos) todos os controles até aqui abordados estão calcados num *status* legal. Contudo, aborda que na grande sociedade anônima típica o controle não se baseia apenas no *status* legal, pois nessas companhias o mais frequente é o **poder de fato**, dependente da posição estratégica assegurada por determinada parcela de propriedade, pela participação na administração da empresa ou por circunstâncias externas importantes na direção da companhia. Entende que ele é mais precário e sujeito à causalidade e à mudança, contudo **é efetivo da mesma forma que o controle legal**. Além disso, o controle de fato pode envolver diversos graus de propriedade, evidentemente respeitados os 50% das ações com direito a voto.

Controle minoritário: por seu turno, dispõe Berle e Means (1984, p. 92, grifos nossos) sobre o controle minoritário:

“Pode-se dizer que o primeiro deles, o **controle minoritário, existe quando um indivíduo ou pequeno grupo possui uma participação em ações suficiente para estar em condições de dominar uma empresa por meio de sua participação em ações.** Muitas vezes se diz que esse grupo tem um “controle operacional” da companhia”. Em geral, esse controle se baseia em sua capacidade de atrair procurações dos proprietários dispersos que, quando combinadas a sua participação

minoritária substancial, são suficientes para controlar a maioria dos votos nas eleições anuais”.

Com base nisso, depreende-se que nenhum outro volume de ações será o suficiente para reunir a maioria dos votos. Praticamente, o controle minoritário não irá se perdurar, quando se tratar de pequena companhia e com poucos acionistas. Por outro lado, quanto maior for a companhia e mais dispersas as suas ações, mais será difícil descaracterizar a minoria, que nesse caso possui o controle. (BERLE e MEANS, 1994, p. 93).

Controle administrativo: o quinto e último tipo de controle apresentado trata-se do controle administrativo, que pode ser caracterizado pela sua dispersão. Assim, define Berle e Means (1984, p. 94, grifo nosso):

“É aquele em que a propriedade está tão dispersa, que nenhum indivíduo ou pequeno grupo tem sequer um interesse minoritário grande para dominar os negócios da empresa. Quando o maior interesse isolado representa apenas uma fração de 1% – esse é o caso em diversas das maiores empresas americanas – nenhum acionista está em condições, apenas através de sua propriedade, de fazer pressões importantes sobre a administração ou de usar sua propriedade como um núcleo considerável para a acumulação da maioria dos votos necessários ao controle”.

Verifica-se que o controle administrativo não possui base legal, contudo, segundo Berle e Means (1984, p. 97) “parece comparativamente seguro quando a propriedade das ações está largamente dispersa”.

Mesmo com esse controle, a administração não está isenta de perder o controle, pois sempre pode surgir uma possibilidade de revolta de algum grupo estranho à administração atual e pretender tomar o controle.

Diante disso afirma Berle e Means (1984, p. 97):

“se a companhia foi realmente mal dirigida, um comitê protetor de acionistas pode reunir um certo número de proprietários individuais num grupo que pode lutar com sucesso contra a administração vigente e substituí-la por outra que, por sua vez, só pode ser derrubada por uma ação revolucionária”.

A partir dos conceitos abordados por Berle e Means, iremos estudar a classificação dissecada por Comparato, que analisou cada um dos controles mencionados pelos economistas que acabamos de abordar.

Para Comparato (2005, p. 79, grifo nosso), o controle se divide em interno e externo. Por seu turno, o **controle interno**, levando-se em conta o critério fundamental da separação entre propriedade acionário e o poder de controle empresarial, pode ser subdividido em quatro modalidades específicas, a saber:

controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial. É verdade que essa classificação deflui do estudo elaborado pelos economistas Berle e Means, conforme já comentado anteriormente.

Preliminarmente ao estudo de cada modalidade, é importante entendermos o conceito de controle interno, conforme é apresentado por Comparato (2005, p. 51): “à primeira vista, o controle interno, isto é aquele cujo titular atua no interior da própria sociedade, parece fundar-se, unicamente, na propriedade acionária”.

Além disso, ressalta que sua legitimidade e intensidade vai depender do número de ações ou votos disponível de cada um, proporcionalmente à quantidade de votos (COMPARATO, p. 51).

Outro ponto fundamental a ser destacado antes de abordarmos cada modalidade de controle interno destacadas acima trata-se do fenômeno básico da sociedade anônima moderna, muito bem abordado por Berle e Means, com base nos dados estatísticos realizados em 1929, que deu todo suporte para que se chegasse as cinco espécies de controle internos, que tratam da **possibilidade de segregação entre propriedade acionária e o poder de controle.**

Pois bem, segundo Comparato (2005, p. 52, grifos nossos), o **controle por meio da propriedade quase total** apresentado por Berle e Means **também** se assemelharia à situação da sociedade unipessoal. Contudo, discorda parcialmente da abordagem de Berle e Means, pois, internamente, não encontra respaldo legislativo nem doutrinário, pois não haveria de se aplicar as normas legais para resolução de conflito de interesse se o sócio daquela sociedade é o único titular do capital social. Nesse caso, não haveria conflito de interesses entre sócios, obviamente. Assim é de se concluir que as regras para dirimir conflito de interesses não se prestariam, ou seja, não teriam eficácia.

Todavia, merece ressalva a relação de conflito de interesse em sentido próprio (quando se tratar de sócio e sociedade), em que o único sócio atuando em conflito de interesse da sociedade venha prejudicar terceiros, nesse caso, seria utilizado como argumento para desconsideração da personalidade

jurídica em favor do prejudicado. Nesse caso, não se perderia a eficácia da norma e se aplicaria o disposto no art. 115² da Lei nº 6.404/76. (COMPARATO, 2005, p. 53).

Além dessa excepcionalidade, menciona também outras regras organizativas que limitam o poder do controlador e que se aplicam também às sociedades unipessoais, como exemplo as regras que obrigam a realização de assembleia geral, prevista na lei e que não foi dada exceção à subsidiária integral, como se deflui do artigos. 121 e 122³ da LSA. (COMPARATO, 2005, p. 54).

Assim, conclui Comparato (2005, p. 59, grifo nosso):

“Preferimos falar em **controle totalitário**, quando nenhum acionista é excluído do poder de denominação na sociedade, quer se trate de sociedade unipessoal, quer se esteja diante de uma companhia do tipo familiar (controle totalitário conjunto).

No que se refere ao **controle majoritário**, todas as legislações contam com esse tipo de controle, principalmente quando se trata de sociedade por ações, em que a quantidade de acionistas pode ser numerosa, o que ficaria

² Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

³ Art. 121. A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Parágrafo único. Nas companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I - reformar o estatuto social;

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;

III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1o, 2o e 4o do art. 59;

V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);

VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;

VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias;

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e

IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

Parágrafo único. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembléia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.

impraticável aplicar a regra contratual do consentimento unânime, daí se institui essa modalidade de controle. (COMPARATO, 2005, p. 60).

Segundo Comparato (2005 apud KELSEN, 1964, p. 191) a ideia do princípio majoritário “é a de que o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível”.

Isso não implica dizer que a minoria terá os seus interesses desprezados, pois o teor do princípio majoritário tem como pressuposto obrigatório a unanimidade, pelo menos uma única vez, por ocasião da constituição da sociedade. É de se ressaltar que na fase constitutiva da sociedade anônima a maioria não detém o poder para modificar, alterar ou excluir cláusulas ou artigos do projeto dos estatutos, conforme dispõe o § 2º do art. 87⁴, da Lei nº 6.404/76).

Segundo Comparato (2005, p. 63, grifo nosso), tendo em vista a lei estabelecer algumas prerrogativas para o acionista minoritário (por exemplo: ainda que um único acionista, ele tem o poder de convocação de assembleia geral, em caso de atraso por mais de 60 dias pelos administradores; eleição de membros do conselho de administração em se tratando de sociedades de economia mista, etc.), o que faz com que o poder de controle sofra determinada restrição, surge a necessidade de **subdividir o controle majoritário em simples e absoluto**, tendo em mente a qualificação dos minoritários, nos termos da lei.

Em contrapartida, afirma que o bloco majoritário, diferentemente do bloco dos minoritários, não pode ser constituído por um único acionista ou grupo monolítico de interesses. É imprescindível que dois ou mais acionistas ou grupo de acionistas representem a maioria, ainda que temporariamente ou permanentemente convergentes. (COMPARATO, 2005, p. 63).

⁴ Art. 87. A assembleia de constituição instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem, no mínimo, metade do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número.

[...]

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

Para Comparato (2005, p. 64), quando Berle e Means abordar o **controle por meio de mecanismo legal** em que menciona quatro modalidades (o controle piramidal, a existência de ações sem direito a voto, a emissão de ações com voto limitado e *voting trust*), entende que somente este último poderia ser considerado como poder de controle pela sua própria peculiaridade de dissociar direitos de vários titulares sobre uma mesma coisa. Afirma que o *trust* não poderia ser comparado com o proprietário, e por essa razão, exerce o controle sem possuir a propriedade, tomando-se por base o direito próprio.

Em se tratando do **controle minoritário**, assim o define Comparato (2005, p. 64): “fundado em número de ações inferior à metade do capital votante e que os autores norte-americanos denominam *working control*”.

Percebe-se implicitamente a existência do controle minoritário quando a lei fixa a regra de quórum e maioria no funcionamento da assembleia geral. Nesse sentido, estabelece a lei, no caso da instalação da assembleia geral, que deverá ser instalada em primeira convocação contendo, no mínimo, a presença de um quarto do capital social com direito a voto, nos termos do art. 15⁵, § 2º da LSA. Caso não atingido esse percentual, aplica-se, nesse exato momento, o controle minoritário, no qual o referido diploma legal admite que, em segunda convocação com qualquer número de acionistas, a referida assembleia possa ser instalada, conforme prevê o art. 150⁶ do mesmo diploma legal. (COMPARATO, 2005, p. 65).

Da mesma forma, em se tratando de reforma estatutária, em primeira convocação mediante a presença de dois terços do capital votante, por conseguinte, caso não se inicie a em primeira convocação, a assembleia pode se iniciar em segunda convocação com qualquer número de detentores de ações

⁵ Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

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

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

⁶ Art. 125. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembléia-geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número.

Parágrafo único. Os acionistas sem direito de voto podem comparecer à assembléia-geral e discutir a matéria submetida à deliberação.

votantes, nos termos do art. 135⁷ do mesmo diploma legal. (COMPARATO, 2005, p. 65).

Por fim, conclui Comparato (2005, p. 67), “um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário”.

Com relação ao controle **gerencial ou administrativo**, destaca Comparato (2005, p. 71):

“Aquele não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação”.

Como podemos perceber, nesse tipo de controle há total desvinculação de propriedade e controle, pois não se percebe fácil quem detém a propriedade, uma vez que a dispersão da participação acionária é de extrema grandeza, fazendo com o que os administradores, nesse caso, exerça o poder de fato da companhia.

Superada esta etapa, seguiremos para a segunda classificação do controle, denominada **controle externo**, que teve sua origem numa célebre decisão de Benjamim Cardozo, na qual a jurisprudência norte-americana reconheceu que, em se tratando de sociedade anônima, “uma **influência dominante** pode ser exercida por meios diversos do voto”. Justamente, foi sobre a exploração do tema “influência dominante”, que outras legislações reconheceram da mesma forma o controle externo. (COMPARATO, 2005, p. 89, grifo nosso).

Segundo relata-nos Comparato (1995, p. 90), podemos destacar algumas das principais situações que possam visualizar o controle externo, sendo que em primeiro lugar identifica-se o controle externo resultante do endividamento de uma companhia, da qual o credor passar a exercer o comando da exploração empresarial, pois a empresa encontra-se de tal forma endividada que o credor pode forçar uma execução levando-a à falência.

⁷ Art. 135. A assembléia-geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto somente se instalará em primeira convocação com a presença de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital com direito a voto, mas poderá instalar-se em segunda com qualquer número.

Uma outra situação trata da existência de poder relevante de credores, que pressionam para a implantação de estrutura de poder de controle gerencial ou administrativo, na qual indica pessoas ou empresas especializadas para assumir diretorias e o controle, atribuindo-lhes ações preferenciais de classe especial. Como exemplo, menciona a questão dos contratos de empréstimo a uma sociedade, com a atribuição ao mutuante, em garantia do seu crédito, da caução das ações do chamado bloco de controle. (COMPARATO, 2005, p. 91).

Outra medida, mesmo que não haja a caução das ações vinculadas ao bloco de controle, também a companhia em uma situação financeira desfavorável pode ser influenciada pelos seus principais credores, os quais poderão impor condições para renovação de empréstimos ou a saneamento de dívidas. Também o Estado não passa às margens dessa possibilidade, pois, enquanto na posição de credor, poderá propor mecanismos de fixação de preços, a forma de celebração de novos contratos, bem como a concessão de benefícios fiscais. (COMPARATO, 2005, p. 91).

Há de se demonstrar também a situação clássica proveniente da emissão de debêntures, pois, tratando-se de crédito privilegiado, a operação debenturística poderá tornar a sociedade emitente subordinada à massa de debenturistas, principalmente se situação econômico-financeira se mostrar insuficiente. (COMPARATO, 2005, p. 91).

Para Comparato (2005, p. 98), em todas as hipóteses relatadas percebe-se que o controle externo é mais exercido pela situação de fato do que de direito, não eliminando, portanto, algumas possibilidades extras em que a ordem jurídica confere expressamente legitimidade. Como exemplo, no Brasil, podemos destacar a intervenção administrativa e na liquidação extrajudicial de instituições financeiras, como se deflui da Lei nº 6.024, de 13/03/1974: “a intervenção será executada por interventor nomeado pelo Banco Central do Brasil, com plenos poderes de gestão”.

Diante desse casos, conclui-se que o controle externo, em resumo, pode erigir tanto de terceiros credores da companhia, como também de interposição de órgãos reguladores, outorgando poderes de ingerência na companhia.

Buscando posicionamento de outros doutrinadores a respeito do poder de controle, temos ainda o entendimento de Pereira (1995, p. 12), que também comunga da mesma classificação exposta por Comparato (já estudada anteriormente), ou seja, entende que há dois tipos de poder de controle: o **interno** e **externo**.

Quanto ao controle **interno**, entende-se que este consiste num poder sobre a direção da atividade empresarial e, em consequência, sobre os bens afetados a essa sociedade. (PEREIRA, 1995, p. 14).

Para se chegar a essa conclusão, o ilustre doutrinador menciona obra pioneira de Berle e Means, que trouxe cinco tipos de controles (já abordados anteriormente) e que são caracterizados como “internos”. Além disso, cita que Comparato estudou detalhadamente esses cinco controles, dos quais sugeriu reduzir em quatro: controle totalitário, majoritário, minoritário e gerencial. Igualmente, abordaremos cada um mais adiante. (PEREIRA, 1995, p.12).

Em relação ao controle **externo**, verifica-se que as orientações da empresa não necessariamente advêm somente dos acionistas nem dos administradores. Muitas vezes, credores, fornecedores podem influenciar nos destinos da companhia. Todavia, nem sempre a influência externa constitui num controle externo. Assim, segundo Pereira (1995, p. 12), há de se vir adesiva as seguintes características:

- “a) que a influência seja de ordem econômica;
- b) que a influência se estenda a toda a atividade desenvolvida pela empresa controlada;
- c) que se trate de um estado de subordinação permanente ou, pelo menos, duradouro;
- d) que haja impossibilidade para a controlada de subtrair-se à influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico”.

Segundo Guidugli (2011, p. 82, grifos nossos), o controle externo se subdivide-se em dois, ou seja, **controle externo societário** e **controle externo legal**.

No que se refere ao **controle externo societário**, este pode assumir diversas formas, pois existem vários instrumentos societários que podem criar ou manter influência sobre a sociedade. (GUIDUGLI, 2011, p. 82).

Contudo, o autor se manteve à análise apenas daqueles referentes aos valores mobiliários, ou seja, as debêntures e as ações sem direito a voto.

Ressalta que, no caso dos debenturistas, a Lei nº 6.404/76 abre pouco espaço para o exercício de controle por meio da debênture. Faz alusão sobre o disposto do art. 231 da referida Lei, na qual estabelece que no caso de incorporação, fusão ou cisão da sociedade emissora de debêntures deve haver a aprovação prévia dos debenturistas, em assembleia especialmente convocada para esse fim.

Muito embora essa submissão à referida Assembleia seja obrigatória, dada a matéria, por outro lado, isso não é muito comum para a maior parte das sociedades, o que não confere ao grupo de debenturistas a influência contínua sobre os negócios da sociedade. (GUIDUGLI, 2011, p. 82).

Ainda considerando o poder dos debenturistas, no caso de conversão de debêntures em ações da sociedade, enquanto perdurar essa prerrogativa, a alteração do estatuto para mudança do objeto da sociedade ou para a criação de ações preferenciais ou ainda para a modificação das vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures, conforme prevê o art. 57, § 2º da Lei 6.404/76, dependerá, igualmente, da deliberação da Assembleia Geral de Debenturistas. Assim, considerando essa remota possibilidade, que pode ocorrer eventualmente, não seria caracterizado um tipo de controle externo pelos debenturistas (GUIDUGLI, 2011, p. 82).

É importante ainda ressaltar que mesmo que houvesse consulta informais ou negociações entre os controladores internos e os referidos debenturistas, em se tratando de uma das alternativas acima referidas, as prerrogativas constantes do § 76 da Lei nº 6.404/76 versam especificamente quanto à estrutura da sociedade, diferentemente do que se pretende, que é a condução das atividades sociais, para caracterizar o controle externo (GUIDUGLI, 2011, p. 86).

Além da questão dos debenturistas, outro fator que pode configurar o controle externo é o acionista detentor de ações sem direito a voto, que se divide em dois grupos: o acionista pessoa física, simples investidores, que não teria poder de influência nas decisões da sociedade; e os acionistas institucionais, representados pelas instituições financeiras, fundos de investimentos e fundos de pensão, ainda que possuem participação reduzida na sociedade, há de se ter influência sobre a companhia emissora, tendo em vista que como investidores profissionais são formadores de opinião, exercendo certa influência na administração da sociedade. (GUIDUGLI, 2011, p. 86).

Por seu turno, o **controle externo legal** pode ser deflagrado de diversas formas, todavia, cada uma de suas modalidades deverá, necessariamente, apresentar como característica comum a previsão normativa e o atendimento de terceiros, caracterizado por um grupo específico, interesses coletivos ou difusos, patrocinado pelo Estado no controle do domínio econômico de uma determinada sociedade. (GUIDUGLI, 2011, p. 90).

Para Guidugli (2011, p. 86 apud COMPARATO):

“apenas nas ocasiões em que algum agente ou autoridade pública determinar expressamente a intervenção em alguma sociedade específica, suprimindo os poderes da administração e/ou dos controladores, é que ocorrerá o controle externo legal com base no princípio da função social da empresa”.

3.3. Poder de controle

Preliminarmente, para identificar o que é o poder de controle, mister se faz conceituarmos o que é poder, e para isso, conforme nos deparamos com o ensinamento de Pereira (1995, p. 3), o conceito de poder não pode ser interpretado de uma mesma forma, pois cabem várias interpretações dependendo do contexto em que se encontra ou que se quer dar a determinada situação.

De acordo com Pereira (1995, p. 3, grifo nosso):

“Malgrado as diferenças profundas de fundamento, de intensidade, de extensão, de finalidade, de legitimidade, entre poder e poder, há sempre algum elemento recorrente, algo que permite identificar essa ou aquela realidade intangível como um poder”.

A essa espécie de conceitos que se aplicam a realidades múltiplas segundo uma razão parcialmente comum e parcialmente diversa, **dá-se o nome de conceito análogo**”.

Diante dessas observações, conclui Pereira (1995. p. 3) que o poder é um conceito análogo, ou seja, é imprescindível que se verifique o tipo de poder que se pretende conhecer. Contudo, ressalta que, por um lado, a aplicação desse conceito é positiva, pois carrega vantagens para o pensamento, facilitando-se, assim, a compreensão da realidade, a partir de um conhecimento mais amplo se pode chegar, por analogia, ao menos conhecido. Por outro lado, a utilização dessa técnica pode levar a confusões e generalizações indevidas.

Ainda segundo Pereira (1995, p. 2, grifo nosso), pode-se conceituar poder de controle nas sociedades anônimas como sendo uma modalidade de poder

econômico, **cujo detentor pode ser qualquer um que possa influir predominantemente no destino da companhia**, independentemente da posição que venha ocupar, se acionista, administrador ou não. Complementa ainda que é o poder máximo de uma sociedade.

Nessa mesma linha, ressalta ainda a definição do poder de controle comum ao direito anglo-saxão, como sendo: “como o poder de influenciar os órgãos administrativos da sociedade”. (PEREIRA, 1995, p. 11).

Segundo Comparato (2005, p. 109), o poder de controle se manifesta personalizado e facilmente identificável com o surgimento das grandes indústrias e com o crescimento das finanças.

Segundo entendimento de Comparato (2005, p. 511), o poder de controle surgiu em direito por ocasião da determinação da nacionalidade das sociedades, mencionando-se que os tribunais rejeitaram a separação entre a existência de pessoa jurídica e dos seus proprietários. Para tanto, leva-se em consideração a nacionalidade de quem possuía o poder de fato, ou seja, poder de comando da referida sociedade. Ressalta, ainda, que há controles de direito e de fato, podendo, inclusive ser transferido ou cedido, por ato *inter vivos* ou *mortis causa*, de modo mais frequente e menos aparente do que a transferência da sede social da companhia.

Para identificar o controle, Comparato (2005, apud CLAUDE CHAMPAD, p. 177) menciona três características básicas:

“é mister, antes de mais nada, que exista um patrimônio cujo titular se encontre na impossibilidade de gerir os bens de que é proprietário. [...]; [...] a necessidade de delegação de poderes de administração patrimonial, nas pessoas jurídicas. Se nem todos podem administrar ao mesmo tempo, cria-se uma concentração de poder na pessoa de alguns sobre os bens sociais, que ainda não é controle, mas que lhe vai permitir revelar-se e estabelecer-se;
A alteração desse “mandato” de administração dos bens coletivos constitui a terceira condição de surgimento do controle.

Com base no poder essencial da propriedade *jus abutendi*, Comparato (2005, p. 124) define o controle:

“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”.

Como se percebe, o conceito de controle, no nosso sentir, também se aplica a poder, pois um é dependente do outro, para que haja poder é imprescindível que tenha o controle, do contrário não seria controle.

Por fim, afirma Comparato (2005, p. 135), o controle é um poder soberano. Evidentemente, destaca que essa soberania, no caso de ser aplicada às sociedades anônimas, não devem ser confundidas com as funções de cunho administrativo.

Ressalta ainda que o controlador não necessariamente precisa ser diretor da sociedade nem acionista, como ocorre no controle externo abordado no presente trabalho. (COMPARATO, 2005, p. 135).

4. ALIENAÇÃO DO PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO E A PROTEÇÃO DOS MINORITÁRIOS

4.1. Acionista controlador

Preliminarmente, faz-se necessário identificar quando surgiu a figura do acionista controlador, que passa a ser normatizada pela Lei nº 6.404/76. O diploma anterior (Decreto Lei nº n. 2.627, de 1940) não estabeleceu nenhuma previsão com relação a essa figura importante no mundo das sociedades por ações.

Segundo nos relata Carvalhosa (2011, p. 562), o diploma revogado se pautava no voto prevalecente em cada assembleia geral realizada e os acionistas se dividiam em ordinaristas e preferencialistas. Mesmo prevalecendo a vontade dos acionistas ordinaristas, o normativo ora revogado não previa, igualmente, responsabilidade nesse sentido no que, conseqüentemente, não se podia falar no controle majoritário, pois este, na verdade, não era tratado de forma distinta por ocasião dos debates com os acionistas em geral.

Com isso, o comando da companhia era atribuição da administração, a qual respondia pela má gestão, conforme se pode depreender dos artigos 116 a 123 do referido decreto. (CARVALHOSA, 2011, p. 362).

Ainda segundo Carvalhosa (2011, p. 363), não obstante o art. 135 do referido decreto, que tratava da participação da sociedade em outras companhias, determinasse algumas atribuições aos diretores, por exemplo, o dever de constar informações no balanço sobre o valor dessas participações não faz qualquer referência a controle. Diante disso, afirma que a figura do acionista majoritário era mencionada apenas na prática societária.

O conceito de acionista controlador está definido no art. 116⁸ da Lei das Sociedades por Ações. Como se depreende do referido conceito, o acionista controlador é aquele que detém o poder de comandar a sociedade, cabendo-lhe nomear os administradores, além de traçar o caminho a ser perseguido pela sociedade.

Consoante entendimento de Carvalhosa (2011, p. 576), a definição de acionista controlador estabelecida pela lei é um direito expresso e não se deve acrescentar ou suprimir nada, inclusive menciona que a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), ao editar o Regulamento do Novo Mercado, o faz como se tivesse competência institucional para legislar, no qual estabelece que será acionista controlador aquele que eleger por três assembleias consecutivas os administradores da companhia.

Para Borba (2004, p. 335), a lei das sociedades anônimas confere enormes poderes ao acionista controlador, inclusive entende que esse poder transcende a ilusão de que a assembleia geral, fórum no qual o controlador externa seu poder, é democrática.

É importante ressaltar ainda que o conceito dado pela lei é pautado na realidade material, uma vez que é considerado controlador quem possui a **maioria de votos nas assembleias** e, ao mesmo tempo, tem que **exercer tal prerrogativa**. Para ser controlador é imprescindível preencher esses dois requisitos. Caso o contrário, ou seja, quem detém apenas a maioria dos votos e não exercer tal condição, então será considerado como sócio majoritário. Igualmente, a maioria caracterizada de forma eventual não é o suficiente para o exercício do controle, mister se faz que seja permanente, pois a lei assim o exige. (BORBA, 2004, p. 336).

⁸ 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;
- b) as usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Segundo entendimento de Borba (2004, p. 337), a permanência não se apóia simplesmente na maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral, deve-se, portanto, recorrer ao histórico de comparecimento do grupo nas assembleias gerais.

Para esclarecer sobre o poder permanente, menciona Borba (2004, p. 336):

“Esse poder permanente, que se apura recorrendo à história das assembleias, pode resultar da manifesta predominância de um acionista ou de um grupo de acionistas nas duas últimas assembleias, posto que essa sequência fática de poder já seria um indicador de permanência.

Por seu turno, Carvalhosa (2011, p. 577) nos ensina que o modo permanente mencionado pelo legislador não se trata medida de tempo, todavia refere-se a *status*, e cita o conceito do Dicionário Houaiss, que define: “constante, contínuo, definitivo, efetivo, estável, firme, fixo, imperturbável, irrevogável, perene, seguro”.

Para Coelho (1999, p. 278), o conceito de acionista controlador definido pela LSA atende às modalidades de poder de controle mencionadas por Berle e Means, (e estudadas também na presente monografia), o que significa afirmar que o direito societário brasileiro encontra-se em sintonia para acolher eventuais evoluções no mercado de capital.

Prossegue que a identificação do controlador é questão de observância de aspecto legal, entre os quais os requisitos de permanência, e entende que o prazo estabelecido pelo Banco Central em 1976, muito embora aplicável no contexto de alienação do poder de controles das companhias abertas – art. 254 da LSA, revogado em 1997, encontra-se pertinente, ou seja, “quem dispõe de ações correspondentes a mais da metade do capital com direito a voto dever ser considerado controlador se, nas três últimas assembleias, fez a maioria das deliberações sociais”.

Como se pode extrair do entendimento acima, para Borba o poder permanente pode ser verificado pela participação nas duas últimas assembleias gerais da companhia, com o argumento de que isso já é o suficiente para formar uma sequência fática, sendo um indicador de continuidade para exercício do poder de controle.

Em outra via, Fábio Coelho prefere que seja identificado por meio da participação nas três últimas assembleias, pautando-se na própria legislação sobre a alienação do controle, que considera controlador, se nas três últimas assembleias, votou a maioria das deliberações sociais.

Entendemos que esse último critério proporciona mais amplitude na formação do indicador mencionado por Borba, para averiguar a continuidade nas deliberações da Companhia.

No que se refere aos requisitos mencionados pela lei, o acordo de voto pode ser entendido como sendo o acordo escrito celebrado entre os acionistas, estabelecendo o comando da companhia, que deverá ser arquivado na sede da companhia. (BORBA, 2011, p. 41).

Em se tratando ao requisito controle comum, segundo Lobo (2010, p. 41):

“é aquele exercido no seio de um grupo de sociedades, de fato ou de direito, através de sociedades controladoras de diversos graus (os chamados “controle em cadeia” e “controle piramidal”) e /ou do exercício do direito de voto fundado em mandato com poderes especiais e temporários (LSA, art.126, § 1º).”

A lei ao estabelecer o conceito e imprimir os requisitos necessários para configurar o acionista controlador o faz com propriedade, até porque essa figura é de suma importância para a sociedade, pois está em suas mãos o destino da companhia, ou seja, o sucesso da companhia dependerá de suas deliberações.

4.2. Acionista Minoritário

4.2.1. Conceito

Segundo Requião (2003, p. 137), é imprescindível a necessidade de se estabelecer um conceito verdadeiro e exato de minoria e maioria acionárias na companhia moderna, tendo em vista que as ações na posse de grande número de acionistas localizados em diversas regiões resultam num sério problema denominado de minorias acionárias, que podem estar desprotegidas e podem ficar a

mercê dos acionistas que possuem os votos necessários para deliberarem nas assembleias, o que faz com que o controle estejam em seu âmbito.

Na sociedade antiga todas as ações possuíam votos e as decisões eram tomadas nas assembleias gerais formadas efetivamente por todos os sócios. Assim, a maioria compunha-se da metade mais um e a minoria, em contraposição, menos de 50%. Por outra via, na sociedade moderna esse entendimento não mais prevalece, pois nem todos os acionistas têm direito a voto e o conceito de maioria refere-se ao maior volume de ações com direito a voto. Nesse sentido, como a maioria dos acionistas possui ações sem direito a voto, percebe-se que a maioria absoluta não tem acesso nem às disputas de controle. (REQUIÃO, 2003, p. 137).

Observa-se que há muita perda de votos das ações em virtude da marcante ausência dos acionistas, mesmo com direito a voto, nas assembleias gerais. Essa ausência ainda perdura até os dias de hoje. Percebe-se que o interesse predominante se aplica aos acionistas empresários, que, nesse caso, se preocupam com a questão do controle, e são estes que comparecem às assembleias. Igualmente, também comparecem as assembleias aqueles acionistas que discordam da orientação social da companhia. Esses fatores estão contribuindo para a exclusão do cômputo da maioria ou da minoria das assembleias gerais o critério majoritário quantitativo e absoluto. Com isso, a mensuração do controle da companhia se dá em termos percentuais. (REQUIÃO, 2003, p. 138).

Como se percebe do exposto, o conceito de minoria e maioria passou por transformação técnica e jurídica, pois o que importa na atualidade são as ações que permitem exercer o direito a voto por um grupo de acionistas, mesmo que seja a minoria, que controlam a companhia. Observa-se ainda que essa questão tornou-se tão complexa, pois o acionista minoritário pode ser o fiel da balança, em se tratando de uma situação de impasse de dois grupos que guardam mesma similaridade. (REQUIÃO, 2003, p. 138).

Ainda para Requião (2003, p. 138), o termo minoria/proteção da minoria não é o mais apropriado, pois pode gerar ambiguidades e confusão, pois, conforme abordado anteriormente, nem sempre a maioria de acionistas controlará a empresa, podendo isso ser realizado por uma minoria, pois dependerá do nível de

dispersão das ações e do grau de interesse dos acionistas que somente querem obter ganhos/renda, que podem estar atuando por meio de procuradores. Na opinião do referido doutrinador, seria mais adequado utilizar-se da expressão “proteção ao acionista”, pois estaria sempre amparado o acionista que venha a não dispor de controle ou que não pertença a um determinado grupo nessa condição.

Para Bulgarelli (1998, p. 33), a expressão minoritária não se refere simplesmente a uma questão quantitativa. É preciso ter em mente a relação quantitativa de poder, que não guarda relação direta com número de pessoas nem de ações. Na verdade, a minoria configurar-se-á por várias razões que afastam esses acionistas do poder, como exemplo, por absenteísmo, minifúndio ou outros motivos. Destaca que um conceito bem aceito de minoria “é o conjunto de acionistas que, na Assembleia Geral, detém uma participação em capital inferior àquela de um grupo oposto”.

Na concepção de Amendolara (2001, p. 20), há grande dificuldade de se estabelecer um conceito claro para acionista minoritário na legislação brasileira, inclusive afirma que a dificuldade é ainda maior quanto a encontrada para definir o acionista controlador. Nesse sentido, cita Fábio Konder Comparato, que entende que só faz sentido se falar em minoria e maioria quando vinculadas ao direito de voto, cujo exercício se efetivará nas assembleias estabelecidas pela lei. Afirma que nesse mesma linha segue Bulgarelli, conforme já estudamos. Além disso, afirma que a jurisprudência praticamente também tem adotado esse entendimento, conforme se pode extrair de alguns julgados (AC. 73910, de 27/10/1981 do TFR, AC 27554.8.11-83 – TJ.RJ, Apelação de Mandado de Segurança 98060 – 511-82 do TJ.RJ).

De forma bem simples e direta, Negrão (2008, p. 442) afirma: “acionista minoritário é o proprietário de ações com direito a voto, cujo total não lhe garante o controle da sociedade”.

Concordamos com a opinião dos principais doutrinadores, no sentido de que o acionista minoritário é aquele que, embora possa possuir ações ordinárias com direito a voto, não as têm em número suficientemente para caracterizar o grupo de controle. A condição de ter direito a voto afasta porventura os acionistas que

somente querem obter rendimentos/ganhos e não estão preocupados com o dia a dia da companhia.

4.2.2. Classificação

Dentro do conceito de proteção à minoria, segundo Borba (2004, p. 340), a minoria pode ser observada sob dois aspectos distintos, quais sejam: a minoria ativa e a minoria ausente.

Como o próprio nome sugere, a **minoria ativa pode** ser definida como aquela que está sempre presente e pode ser enquadrada como uma espécie de oposição. Os seus integrantes comparecem ativamente das assembleias, expressam suas opiniões, discutem os objetivos da sociedade, fiscalizam, fazem valer os direitos que são atinentes aos minoritários e, com isso, podem lograr êxito com seu protesto nas decisões que serão tomadas no âmbito da companhia. (BORBA, 2004, p. 340).

Em contrapartida, a **minoria ausente** é passiva, não se mobiliza e não possui interesse em participar das decisões assembleares. Observa-se que em grandes companhias esse grupo se transforma em maioria, pois parcela representativa de mais da metade do capital tem por hábito não comparecer às assembleias.

4.2.3. Direitos

O fato de tornar-se acionista de uma sociedade gera, necessariamente, diversos direitos perante a respectiva sociedade, que podem ser classificados em duas categorias, a saber: **os direitos essenciais e os modificáveis**. Os **essenciais** são peculiares à condição da titularidade acionária, estabelecido pela própria lei, conforme disposto pelo art. 109⁹ da Lei nº 6.404/76.

⁹ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléa-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

Nesses casos, não pode a assembleia geral nem o estatuto privar qualquer acionista de exercê-lo, é um direito intocável. Já os direitos **modificáveis**, cujo próprio nome já nos leva a ter prévio entendimento de que se trata, ou seja, pode ser modificado tanto pela lei quanto pelo estatuto. Para esse grupo se permite flexibilidade. (BORBA, 2004, p. 321).

Para Bulgarelli (1998, p. 209), os direitos dos acionistas se classificam em **patrimoniais e instrumentais**. Os **patrimoniais** trazem consigo o condão econômico, como o recebimento de dividendos, a participação no acervo da companhia, transferibilidade de ações etc. Já os **instrumentais** possuem um enfoque da comunidade societária, na qual um acionista controla outros, como exemplo, o direito de voto, de tomar conhecimento dos negócios sociais por meio dos demonstrativos contábeis etc.

Nessa mesma linha comunga Mamede (2008, p.533).

Os direitos postulados no art. 109 da Lei nº 6.404/76, caracterizados como **essenciais**, se aplicam a todos os acionistas, independentemente da posição que vem a ocupar na sociedade, se majoritário ou minoritário. Por uma questão lógica e evidente, os minoritários também estão inseridos naquele rol. Passaremos a destacar cada um desses direitos, buscando auxílio no respeitável doutrinador Requião (2003, p. 148):

- a) **direito de participação nos lucros sociais**: por meio do exercício desse direito é garantido ao acionista, no mínimo, a participação nos lucros em 25%, se previsto no estatuto. Caso contrário, a lei

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 a 172;

V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

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

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

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

estabelece em 50% a participação. Em linha com a teoria das sociedades comerciais, a participação nos lucros é imprescindível e fundamental. Caso a sociedade venha determinar algo diferente nesse sentido é tida como cláusula leonina, portanto é uma cláusula nula.

- a) **direito de participar do acervo social:** direito que somente será acionado caso haja a liquidação da sociedade. No exercício desse direito, o tratamento igualitário se aplica a todos os acionistas pertencentes à mesma classe ou categoria. Além disso, na distribuição de lucros deve ser rateado o acervo líquido que resultou da liquidação da sociedade;
- b) **direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais:** esse direito se efetiva mais precisamente no caso de sociedade anônimas, dada a sua peculiaridade jurídica, pois há uma dissociação patrimonial quando o acionista torna-se sócio da sociedade em que este perde o controle de sua propriedade e se pauta nas ações que adquiriu do investimento realizado. Na verdade, o acionista apenas vai usufruir do resultado do investimento que fez. Assim, nada mais justo do que fiscalizar. Todavia, a lei impõe limites nessa prerrogativa de fiscalização, até para não inviabilizar a sociedade da qual faz parte. Nesse sentido, a lei lhe garante i) analisar o relatório, cópia dos demonstrativos contábeis, parecer do conselho fiscal, lista dos acionistas que ainda não integralizaram as ações, dentro do prazo de trinta dias antes da assembleia geral ordinária, conforme aviso publicado na imprensa; ii) analisar e discutir esses documentos no transcorrer da assembleia geral; iii) exibição dos livros, conforme dispõe o art. 105 da Lei nº 6.404/76;
- c) **direito de preferência na subscrição de ações:** esse direito tem o condão de garantir ao acionista antigo que confiou e investiu na sociedade a preferência na subscrição de novas ações. Obedece, evidentemente, algumas regras nos sentido de preservar o princípio geral da proporção;

- d) **direito de retirar-se da sociedade – direito de recesso:** é um direito fundamental, pois não pode ser superado pelo estatuto nem pela companhia. O pedido de retirada da companhia, obrigatoriamente, deverá vir acompanhado do pagamento de seus haveres na companhia. As Leis nº 9.457/1997 e nº 10.303/2001 enumeram os casos em que é assegurado ao acionista o direito de retirada da companhia, quando de certas deliberações da assembleia geral extraordinária. É importante ressaltar que o direito de retirada não confere, no caso de sociedade de capital aberto, direito absoluto, devendo ser ponderado principalmente pelo movimento capitalista, refletido nas transações das bolsas de valores.

Além dos direitos essenciais mencionados anteriormente, há os modificáveis e que se encontram esparsos em diversos artigos da Lei nº 6.404/76.

Segundo Bulgarelli (1998, p. 240, grifos nossos), destacam-se os seguintes direitos que têm como base para seu exercício a exigência de participação mínima em termos percentuais, conforme abaixo:

“Em termos de porcentagem, a lei previu o seguinte:

1. no **art. 105**, exige-se 5% (cinco por cento) do capital social para poder pedir a exibição por inteiro da escrituração da companhia;
2. **no parágrafo único do artigo 123, alínea c**, exige-se 5% (cinco por cento) do capital votante para convocar a Assembleia Geral, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, o pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas;
3. no artigo 24, parágrafo 3º, 5% (cinco por cento) do capital social nas companhias fechadas, para que seja convocado por telegrama ou carta registrada, desde que tenha solicitado por escrito etc.;
4. 0,5% (meio por cento) do capital social de ações com ou sem direito a voto, para solicitar relação de endereços dos acionistas, aos quais a companhia enviou pedidos de procuração, com o fim de remeter novo pedido (§§ 2º e 3º, art.126);
5. um décimo do capital social com direito a voto no artigo 141 para pedir ao administrador da companhia aberta que revele os fatos enumerados no parágrafo 1º do artigo 157;
6. 5% (cinco por cento) do capital social para propor ação de responsabilidade civil contra os administradores, se a Assembléia Geral deliberar não propô-la (§ 4º art., 159);
7. 5% (cinco por cento) do capital social para pedir ao administrador da companhia aberta que revele os fatos enumerados no parágrafo 1º do artigo 157;

8. 0,1% (um décimo por cento) das ações com direito a voto, ou 5% das ações sem direito a voto, para, nos termos do **parágrafo 2º do artigo 161**, pedir a instalação do Conselho Fiscal;
9. 10% (dez por cento) das ações com direito a voto para eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente do Conselho Fiscal (**§ 4º, a, art. 161**);
10. 5% (cinco por cento) do capital social para pedir informações ao Conselho Fiscal (**§ 6º, art. 163**);
11. 5% (cinco por cento) do capital social para requerer a dissolução judicial da companhia, pelo não-preenchimento do seu fim (**art. 206, II, b**);
12. 5% (cinco por cento) do capital social, para propor ação de reparação dano contra a sociedade controladora sem prestar caução (**b, § 1º, art. 246**);
13. 5% (cinco por cento) das ações ordinárias ou preferenciais sem direito de voto, para pedir o funcionamento do Conselho Fiscal da companhia filiada ao grupo (**art. 277**).

Ainda segundo Bulgarelli (1998, p. 241, grifos nossos), no que concerne à alienação do controle, a Lei nº 9.457/97 traz os seguintes direitos isoladamente, conforme a seguir:

“Isoladamente foram previstas:

1. no **artigo 130, parágrafo 1º, b**, pode pedir autenticação de exemplar ou cópia de proposta, declaração de voto ou dissidência ou protesto apresentado na Assembléia Geral;
2. no **parágrafo 2º, artigo 157**, pode pedir que os esclarecimentos prestados pelo administrador sejam reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da Assembléia e fornecidos por cópia aos solicitantes;
3. no **artigo 159, parágrafo 3º**, pode promover a ação de reparação civil contra a administração, se não for proposta no prazo de três meses da deliberação da Assembléia Geral;
4. no **artigo 159, parágrafo 7º**, para propor ação contra ato de administrador que o prejudique diretamente;
5. para se opor, na companhia fechada, à distribuição de dividendo inferior ao obrigatório (**§ 3º, art. 202**);
6. para que se processe judicialmente a liquidação, no caso em que os administradores ou a maioria de acionistas deixem de promover-la ou a ela se oponham (**art. 209, I**);
7. para, desde que provado, exigir a reparação dos prejuízos causados pela maioria, com a adoção de condições especiais de partilha (**§ 2º, art. 215**);
8. para propor ação prestando caução para as custas e honorários de advogado, contra a sociedade controladora por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117 (**art. 246, § 1º, b**);
9. para, como sócio minoritário da filiada, propor ação contra os seus administradores e contra a sociedade de comando do grupo para haver reparação de prejuízos decorrentes de atos praticados com infração das normas do artigo 276 (**§ 3º, art. 276**). Aliás, para efeito desse artigo 276, consideram-se minoritários todos os sócios da sociedade filiada, com exceção da sociedade de comando e das demais filiais do grupo (**§ 1º, art. 276**).

Observa-se ainda que os comentários do douto Carvalhosa (2011, p. 387) encontra-se alinhado com os apresentados anteriormente.

Adicionalmente, em relação aos **direitos afetos aos acionistas minoritários**, é importante destacar alguns que não foram abordados anteriormente, ou que foram citados de forma genérica, merecendo um maior detalhamento, dado sua relevância para o tema, com base no estudo realizado pelo autor Leslie Amendolara:

- a) **direito de convocação de assembleias gerais por minoritários:** muito embora as decisões da assembleia geral possa afetar todos os acionistas, a soberania que lhe é dada não é absoluta, razão pela qual o legislador lhe impôs alguns limites, como podemos observar do art. 110, já estudado no presente trabalho. Assim, a lei confere a qualquer acionista, conforme art. 124, parágrafo único, alínea “b” da Lei nº 6.404/76, a convocação da assembleia geral, quando os administradores retardarem por mais de 60 dias o prazo previsto em lei. As assembleias previstas são: **Assembleia Geral Ordinária** (legalmente tem que ser convocada até os primeiros quatro meses seguinte ao término do exercício social); **Assembleia Geral** (considerando o disposto no art. 252, que versa sobre a incorporação de todas as ações do capital ao patrimônio de outra companhia brasileira para convertê-la em subsidiária integral); **Assembleias Gerais de Incorporação, Fusão e Cisão** (as decisões em seu âmbito devem ser submetidas à Assembleia Geral das companhias interessadas, na forma do art. 225); **Assembleia Geral Especial Preferencialistas para ratificação das matérias** (de acordo com o art. 136, inciso I e II da Lei nº 6.404/76, o prazo é de um ano). (AMENDOLARA, 2003, p. 27;)
- b) **direito dos acionistas sem direito a voto a comparecer às assembleias gerais:** outro direito não abordado anteriormente refere-se ao contido no paragrafo único do art. 125 da Lei nº 6.404/76, na qual dispõe que os acionistas sem direito a voto podem comparecer à assembleia geral e discutir a matéria a ser deliberada. (AMENDOLARA, 2003, p. 31);

- c) **direito de representação nas assembleias:** anteriormente à Lei nº 6.404/76, o acionista podia ser representado nas assembleias somente por procurador, e desde que este fosse também acionista da Companhia. Após 1976, foi ampliado a sua representação, podendo, atualmente, o procurador ser administrador da sociedade, advogado, instituição financeira e fundo de investimento. (AMENDOLARA, 2003, p. 33);
- d) **aquisição do direito de voto das ações preferenciais:** outro direito que visa a proteção dos minoritários é o contido no § 1 do art. 111¹⁰, que gerou muita controvérsia na doutrina em dois pontos, um referente à questão de deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizeram jus, alguns entendem que se não há lucro, não há o que falar em exercício do direito. O autor Amendolara discorda dessa corrente, pois entende que, pelo contrário, se a companhia não vem apresentando lucro, nesse caso, fortalece mais o direito dos preferencialistas votar em remover a administração que não está sendo competente para fazer gerar lucro. Outro ponto refere-se ao prazo previsto no estatuto, cuja parte da doutrina entende que se houver omissão, o primeiro ano já é suficiente para fazer valer o seu direito. (AMENDOLARA, 2003, p. 37);
- e) **direito de solicitar aumento de prazo para convocação de assembleia ou sua interrupção na companhia aberta:** esse dispositivo é de suma importância para os minoritários e preferencialistas, pois concede prazo mais elástico, permitindo, assim, melhor análise da ordem do dia e questionar desde logo as propostas que possam estar em desacordo com os dispositivos estatutários e legais. (AMENDOLARA, 2003, p. 39);
- f) **direito de acesso dos minoritários ao conselho de administração por meio do voto múltiplo:** atualmente, quem

¹⁰ As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos que fizeram jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

possui o poder para eleger a maioria dos administradores da companhia é o acionista controlador. Contudo, o legislador buscou uma forma de contribuir para que os minoritários pudessem ter acesso a uma parte do poder que detém o conselho de administração, por meio do voto múltiplo, conforme previsto no art. 141¹¹ da Lei nº 6.404/76. Esse processo ocorre mediante a composição dos acionistas que representam um décimo do capital social votante, na qual é atribuído para cada ação o número de votos representados pelo total de membros do Conselho de Administração. Exemplificando, se um determinado conselho for composto por 5 membros, obrigatoriamente, cada ação terá 5 votos. Destaca-se que dependendo do grau de dispersão das ações entre os majoritários, é possível aos minoritários, evidentemente, a depender do número de suas ações, elegerem até mais de um representante. A CVM, por meio da Instrução 282/98, fixou uma tabela para as companhias abertas em função do capital social para requerimento do voto múltiplo. (AMENDOLARA, 2003, p. 42);

g) acesso dos minoritários e preferencialistas no Conselho de Administração segundo a Lei nº 10.303/01¹²: a presente lei

¹¹ Art. 141. 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.

§ 1º A faculdade prevista neste artigo deverá ser exercida pelos acionistas até 48 (quarenta e oito) horas antes da assembléia-geral, cabendo à mesa que dirigir os trabalhos da assembléia informar previamente aos acionistas, à vista do "Livro de Presença", o número de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho.

§ 2º Os cargos que, em virtude de empate, não forem preenchidos serão objeto de nova votação, pelo mesmo processo, observado o disposto no § 1º, in fine.

§ 3º Sempre que a eleição tiver sido realizada por esse processo, a destituição de qualquer membro do conselho de administração pela assembléia-geral importará destituição dos demais membros, procedendo-se a nova eleição; nos demais casos de vaga, não havendo suplente, a primeira assembléia-geral procederá à nova eleição de todo o conselho.

¹² Art. 141. 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

trouxe, em complemento ao voto múltiplo, a possibilidade de os acionistas com direito a voto e os preferencialistas a tomarem assento nos conselhos de administração, desde que atendidos os requisitos constantes do parágrafo 4º e 5º. Conforme comentado por Amendolara (2003, p. 46), a doutrina criticou muito a forma prevista para os preferencialista, que poderiam eleger os seus representantes assim que a referida lei entrasse em vigor. Contudo, o legislativo permitiu a possibilidade de eleger imediatamente somente os acionistas com ações votantes. Para os preferencialistas, somente vingou a prerrogativa 5 anos após a edição da lei, ou seja, a partir da Assembleia Geral Ordinária de 2006. Nesse período, foi permitida somente compor a lista tríplice indicada pelo controlador;

- h) **direito de acesso dos minoritários e preferencialistas ao Conselho Fiscal:** consoante nos afirma Amendolara (2003, p. 47), a instalação do Conselho Fiscal interessa aos minoritários e

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.

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quórum exigido nos incisos I e II do § 4º, 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 § 4º.

§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembléia-geral.

§ 7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, componha o órgão.

§ 8º A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o § 4º.

preferencialista, permitindo, assim, fazer valer seu direito de fiscalização. Para controladores, raríssimas exceções, não haveria nenhum interesse em fazê-lo funcionar pois aquele órgão, de alguma forma, é dominado pelos controladores. Visando estabelecer o direito dos não controladores, o projeto de lei que foi convertido na Lei nº 10.301 previu a instalação do Conselho Fiscal cuja composição inicialmente era de 3 membros, um indicado pelos controladores, outro pelos não controladores e o último, quando não consensuado, seria indicado mediante votação de todos os acionistas da sociedade. Tendo presente que essa última opção poderia proporcionar aos não controladores a preponderância no Conselho, o artigo foi vetado e, com isso, prevaleceu as regras vigentes na lei anterior. Assim, a **instalação** do Conselho Fiscal em companhias abertas, cujo funcionamento não seja permanente, obedece o disposto no art. 2º da Instrução CVM 324¹³. No que se refere à **eleição** de seus membros, a matéria encontra-se normatizada por meio do art. 161 da Lei nº 6.404/76¹⁴, que prevê

¹³ Art. 1º - Por meio desta Instrução a CVM, utilizando-se de competência expressamente prevista e buscando garantir a efetividade da proteção à minoria acionária, inclusive no tocante às companhias com capital social de valor elevado, reduz os percentuais mínimos de participação acionária necessários ao pedido de instalação de Conselho Fiscal de companhia aberta (dez por cento das ações com direito a voto e cinco por cento das ações sem direito a voto).

Art. 2º - O Conselho Fiscal de funcionamento não permanente das companhias abertas será instalado pela assembléia geral, a pedido de acionistas que representem, no mínimo, as porcentagens de ações constantes da seguinte escala:

Capital Social da companhia aberta	% de Ações com direito a voto	% de Ações sem direito a voto
Até R\$ 50.000.000,00	8%	4%
Entre R\$ 50.000.000,00 e R\$ 100.000.000,00	6%	3%
Entre R\$ 100.000.000,00 e R\$ 150.000.000,00	4%	2%
Acima de R\$ 150.000.000,00	2%	1%

¹⁴ Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.

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

§ 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela

aos preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito o direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente. Aos acionistas minoritários que representam, conjuntamente, 10% ou mais das ações com direito a voto, também poderão eleger um membro efetivo e o respectivo suplente;

- i) **direitos dos acionistas minoritários no resgate e amortização:** com relação aos direitos dos minoritários relacionados à oferta pública, melhor será abordado no item específico do *tag along*.

Como se pode observar dos direitos abordados anteriormente, o legislador tem procurado estabelecer direitos para os acionistas, principalmente para os minoritários, que, muitas vezes, em face do controlador, não há muito que se fazer, ficando sem reação. Nesse sentido, a lei vem procurando estabelecer mais proteção a essa figura de extrema importância nas companhias, sem a qual a sociedade não existiria.

assembléia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia-geral ordinária após a sua instalação.

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

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

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

II - ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea a, mais um.

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

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

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

5. ART. 254 DA LEI Nº 6.404/76, LEI Nº 9.457/97 E RESOLUÇÃO CMN/BACEN 401, DE 22/12/76)

O presente capítulo tem o objetivo de descrever o processo da alienação do controle, bem como o interesse e proteção dos minoritários, detalhando as particularidades que envolvem o tema, inclusive abordando a questão que cerca o art. 254 da Lei nº 6.404/76, depois alterado pela Resolução 401 do Conselho Monetário e, por último cancelado pela Lei nº 9.457/96. As discussões em torno do assunto perduram desde a sua edição, tanto no âmbito político, jurisprudencial e doutrinário, conforme detalharemos mais à frente.

5.1. Conceito e particularidades da alienação

Previamente, ao adentrarmos no conceito e nas particularidades da alienação de controle, mister se faz abordar sobre a figura do controlador, que surgiu a partir da edição da Lei nº 6.404/76, pois no diploma anterior (Decreto Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940) não se previu tal conceito, até por uma questão natural que se baseava naquele normativo, qual seja, o anonimato. Por outro lado, o diploma de 1976, por se basear no preceito de nominatividade de ações votantes, foi quem instituiu tal conceito. Está revestido o controlador de vários deveres e responsabilidades, inclusive o poder da alienação de controle que passaremos a abordar. (CARVALHOSA, 1998, p. 142).

Comunga desse mesmo entendimento Requião (2003, p.279) “... Nessas condições, o desfrute de seu valor compete ao acionista controlador, que detém a propriedade privada a ele relativa”.

Também se faz necessário identificarmos o histórico sobre o instituto da alienação do controle, qual era a intenção do legislador, o que a jurisprudência entendeu, a sua evolução e, por fim, chegar ao conceito e entendimento atual.

Segundo nos ensina Carvalhosa (1998, p. 142), a Lei nº 6.404/76 criou a figura do controlador, conforme já mencionamos anteriormente, também atribuiu ao controlador o dever de promover a oferta pública aos minoritários, no caso de alienação de controle, conforme pode se observar do Art. 254¹⁵, daí surgindo a origem do tema, objeto do presente capítulo.

Consoante nos afirma Pereira (1995, p. 151), a inserção do artigo 254 gerou muitas divergências, debates, idas e vindas. Mais à frente, serão abordados os principais embates e alterações que foram promovidos.

Tudo começou com o pronunciamento do presidente Ernesto Geisel, durante a primeira reunião ministerial ocorrida em 19 de março de 1974, onde foram revelado os planos oficiais, cabendo destaque a sua intenção de rever as regras do mercado de capitais. Com isso, ao assumir a pasta do Ministério da Fazenda, o professor Mário Henrique Simonsen reafirmou o compromisso anunciado pelo então presidente. Assim, iniciou-se o projeto de reformulação das sociedades anônimas brasileiras. (REQUIÃO, 2003, p. 12).

Na inserção dessa matéria, como se pode verificar na Exposição de Motivos CDE-14, de 25 de junho de 1974, para reforma da lei societária, tinha o Governo a preocupação de proteger os minoritários em face dos controladores, na qual referiu-se que a lei deveria estabelecer mecanismo que coibisse que cada ação do majoritário possuísse valor potencial bem superior ao de cada ação do minoritário. E, assim, a presente orientação compôs o II PND¹⁶ de 1974, conforme havia proposto o Governo, cuja diretriz para reforma da lei societária partiu no

¹⁵ A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

§ 2º 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.

§ 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta

¹⁶ PND – Plano Nacional de Desenvolvimento, também chamado de II PND (1975 – 1979), foi um plano econômico brasileiro, lançado no final de 1974. Foi instituído durante o governo do general Ernesto Geisel e tinha como finalidade estimular a produção de insumos básicos, bens de capital, alimentos e energia.

seguinte sentido “deve evitar que cada ação dos majoritários possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário. (CARVALHOSA, 1998, p. 143).

Em agosto de 1975, na Exposição de Motivos foi consignada proposta totalmente diversa da original, contrariando, assim, a decisão do Governo no que se refere à Política de Desenvolvimento do Mercado de Capitais, propôs que, tendo os controladores responsabilidades próprias estabelecidas na lei, das quais os minoritários não partilhavam, seria incoerente não atribuir valor econômico diferente ao bloco de controle. Igualmente, seria incoerente estender os benefícios econômicos aos minoritários. Evidentemente, essa proposta sofreu profundas recusas no âmbito da Câmara dos Deputados, que apresentou três emendas, que corrigiam essa incongruência. Todavia, essas emendas não foram aceitas pelo relator do Projeto da Comissão de Finanças na Câmara dos Deputados. Com isso, o senador Otto Cirillo Lehmann (proponente da orientação governamental originária) apresentou nova emenda no Senado Federal, que foi acatada. Assim, foi restabelecido o texto original e também proposto que a lei deveria prever um sistema de oferta pública para as transações que envolvessem uma parcela significativa de transferência do capital votante, de modo a assegurar igualdade de acesso ao minoritário. A presente emenda foi aprovada no Congresso Nacional, que passou a integrar o texto da Lei nº 6.404/76, muito embora mediante os protestos, naturalmente, dos opositores à medida. (CARVALHOSA, 1998, p. 143).

Como se percebe, o art. 254 da Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976, da forma como proposto, praticamente não prosperou, pois os “fundamentalistas” não se deram por vencidos com a aprovação da emenda proposta pelo senador Lehmann e, em 22 de dezembro de 1976, por meio da edição da Resolução 401 do Conselho Monetário Nacional, conseguiram **restringir a aplicação da emenda somente aos acionistas titulares de ações votante**. Argumentaram à época que os não votantes seriam apenas rendeiros e por essa razão a lei não deveria alcançá-los. A presente Resolução vigeu até 6 de junho de 1997, quando entrou em vigor a Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e revogou o artigo 254 da Lei nº 6.404/76. Evidentemente, a prevalência da Resolução 401 durante 20 anos sofreu duras críticas da doutrina, pois era latente a discriminação perpetrada, uma vez que era excluído dos acionistas minoritários o grupo dos acionistas preferencialistas não votantes. O pano de fundo usado pelos contrários à

emenda do citado senador foi no sentido de que caracterizariam os minoritários apenas aqueles votantes, já que os não votantes seriam identificados como acionistas que tinham apenas a função de obter rendimento, estando fora, portanto, do alcance do normativo. (CARVALHOSA, 1998, p. 145).

Ressalte-se que mesmo tendo presente o impasse verificado na discriminação entre os minoritários e os denominados “rendeiros”, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e a jurisprudência validaram o critério estabelecido pela Resolução 401, uma vez que a CVM é um órgão vinculado hierarquicamente e está sujeita às decisões do Conselho Monetário Nacional. Por seu turno, o Judiciário convalidou a aplicação da referida Resolução por dar formal validade legislativa, em diversos julgamentos de sua competência. (CARVALHOSA, 1998, p. 145).

Nesse sentido, Borba (2004, p. 499, grifos nossos) ratifica tal entendimento e cita um julgamento do STF:

“O entendimento corrente sempre foi no sentido de que a oferta pública se restringia às ações votantes, sendo expressivo dessa posição o acórdão prolatado pelo Supremo Tribunal Federal no Recurso Extraordinário nº 2.275-RJ, cuja ementa é do seguinte teor: “Sociedade Anônima. Alienação de Controle de companhia aberta. Oferta pública para aquisição de ações. A autorização para a transferência do controle de companhia aberta, através de oferta pública para aquisição de ações, referendada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários, não envolve as ações preferenciais, quando determina que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários mediante simultânea oferta pública (§ do art. 255, da Lei nº 6.404/76). **Somente acionistas minoritários portadores de ações ordinárias estão protegidos pela lei societária**”.

Feitas essas considerações, podemos extrair o **conceito de alienação de controle**, que vigeu entre 1976 a 1997, do Inciso II¹⁷ da Resolução 401 do Conselho Monetário Nacional, que regulamentou o art. 254, da Lei nº

¹⁷ II – Entende-se por alienação de controle de companhia aberta, para efeitos do disposto no art. 254, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e desta Resolução, o negócio pelo qual o acionista controlador (art.116 da Lei nº 6.404), pessoa física ou jurídica, transfere o poder de controle da companhia mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações das Assembléias Gerais e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

III – Se o controle da companhia é exercido por grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, nos termos do art. 118 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou sob controle comum, entende-se por alienação de controle o negócios pelo qual todas as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiros o poder de controle da companhia, mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

6.404/76. O próprio conceito trazido pela Instrução 401 do CMN é autoexplicativo, ou seja, não é necessário trazer maiores detalhamento, podendo ser resumido como a alienação do poder de controle pelo acionista controlador, mediante a transferência do conjunto de ações que lhe proporciona essa condição. O mesmo conceito se aplica quando o controle da companhia ocorre por um grupo de pessoas vinculadas por um acordo de acionistas ou então sob controle comum. Assim, as pessoas que compõem os grupos transferem para terceiros o poder de controle que possuem na companhia.

Se não bastasse o entendimento da CVM e da jurisprudência sobre a exclusão dos acionistas preferencialistas, no caso da alienação de controle, mais tarde (1997) veio o Projeto Kandir, com o objetivo de reformar a lei societária até então vigente, no qual propôs a supressão de diversos direitos patrimoniais dos acionistas minoritários que até então prevaleciam. Pode-se destacar como principal alteração a supressão da oferta pública decorrente da alienação do bloco de controle, até então vigente há 20 anos, ainda que com impropriedades, nos artigos 254 e 255 da Lei nº 6.404/76. Com uma justificativa impalatável, o deputado Kandir, segundo nos afirma Carvalhosa (1998, p.148), fundamentou-se:

“Dessa maneira, a obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo, inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não-saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários.

A respeito da presente justificativa do deputado Kandir cabe destacar o entendimento do doutrinador Nelson Eizirik, conforme nos relata Carvalhosa (1998 apud EIZIRIKI, 1997, p. 86-7):

“A eliminação do tratamento igualitário, conforme a justificação do ‘Projeto Kandir’, fundamenta-se basicamente na necessidade de reduzir, para o adquirente do controle acionário, os custos da operação; tais recursos, ao invés de serem utilizados na capitalização da empresa, estariam sendo despendidos na aquisição das ações dos minoritários. Na realidade, para o adquirente do controle acionário é indiferente saber quem é o beneficiário da aquisição. Se apenas o controlador ou se também os acionistas minoritários, uma vez que ele normalmente fixa antes a quantia total que está disposto a desembolsar na operação. Com a reforma, inequivocamente, ‘ganham’ os acionistas controladores, que doravante serão os únicos a se apropriarem do preço pago na operação de alienação do controle acionário.”.

Como razão fundamental para exclusão dos direitos dos minoritários, aprovados ainda que não integralmente em sua origem há 20 anos, o

Governo agora se justifica tendo presente a visão macroeconômica pela qual prevaleceu no Brasil nos anos 90, na qual o entendimento é no sentido de que o mercado de capitais voltado para o investidor individual com recursos de poupança em moeda nacional caducou-se. O mercado primário local estaria superado pelos recursos financeiros excedentes encontrados no mercado internacional, os quais podem financiar de forma incomparável o mercado secundário das ações. Além disso, pode suprir novos investimentos de capital previstos nas companhias nacionais. Com isso, o entendimento é de que não mais necessitaria dos recursos privados do investidor (minoritários), perdendo sentido o disposto no art. 254 da Lei nº 6.404/76. Entendia ainda a equipe monetária do governo que os direitos outorgados aos minoritários foi baseado na política macroeconômica que se fundava na criação de um mercado interno de capitais, com ênfase no mercado primário, conforme citamos o II PNS de 1974. Assim, a permanência dessa política traz empecilhos na implantação da política de grandes investimentos internacionais no país. Igualmente, atrapalha a implantação do PND – Plano Nacional de Desestatização, que é um dos principais argumentos para suprimir os direitos patrimoniais previstos aos minoritários, consubstanciado na Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997. (CARVALHOSA, 1998, p. 149).

Ainda como argumento, foi destacado que a supressão dos direitos patrimoniais dos minoritários atendeu aos interesses das privatizações de companhias sob o controle estatal. Contudo, o presente argumento não prevalece, caso sejam realizadas algumas ponderações em relação à sua finalidade, razão de ser, pois, se forem suprimidos os direitos patrimoniais dos minoritários deveria se restringir apenas daqueles vinculadas às companhias vinculadas ao PND e não de todas as companhias de forma geral, conforme foi aprovado na Lei nº 9.457. Com a edição dessa lei, a corrente contrária, conforme abordamos anteriormente, que era terminantemente contrária à oferta pública obrigatória, passou a ser atendida plenamente. (CARVALHOSA, 1998, p. 149).

Assim, com a transformação do Projeto Kandir na Lei nº 9.457/97, a oferta pública de ações em favor dos acionistas minoritários com direito a voto não é mais obrigatória, no caso da alienação do bloco de controle. Contudo, o caráter facultativo em realizar a oferta pública prevalece e deverá ser pautado pelos artigos 257 a 263 da Lei nº 6.404/76.

Consoante entendimento de Eizirik (2002, p. 387), a medida implementada veio como um retrocesso para o direito brasileiro, na qual lesiona frontalmente os interesses dos minoritários. Em complemento, cita que estamos indo na contramão do Direito Comunitário Europeu, que estabelece a obrigação do lançamento de oferta pública, no caso de aquisição de controle, respeitando-se, entre outros, os princípios do tratamento igualitário.

5.2. Formas de aquisição do controle

Preliminarmente antes de detalharmos as formas de aquisição de controle é necessário compreender o significado do termo “aquisição de controle”, que, segundo Pereira (1995, p. 31, apud COMPARATO, 1990, p. 77):

“equivale no fundo à aquisição de uma influência decisiva sobre um patrimônio e sobre uma atividade sem necessidade de empatar o valor total do investimento representado por esse patrimônio”.

Entendido o conceito de aquisição de controle, passaremos agora a identificar as suas formas, com base no entendimento de Guilherme Doring Cunha Pereira, em sua obra intitulada “Alienação do Poder de Controle Acionário”.

Consoante entendimento de Pereira (1995, p. 31), cabe destacar as seguintes principais formas de aquisição de controle: **(a) aquisições originadas de uma ou várias operações; (b) acordo de acionistas; (c) *multistep acquisition*; (d) subscrição de ações; (e) privatização de empresas estatais, e (f) oferta pública de aquisição de controle (OPA)**. Esta última será abordada de forma mais geral, porquanto haverá um título específico para tratar do novo art. 254-A da Lei nº 6.404/76, introduzido pela Lei nº 10.301/2001, que trata do mecanismo do *tag along*, inclusive nosso presente trabalho gravita sobre esse dispositivo.

Em relação às **aquisições originadas de uma ou várias operações**, o controle da companhia pode ocorrer mediante uma única **operação global e definitiva**, que se caracteriza pela cessão do controle negocialmente acordado entre cedente e adquirente, mediante a oferta pública de aquisição do controle (alínea “f”) e pela arrematação de ações de estatais em leilão de privatização promovido pelo governo (alínea “e”), ou então, **gradativamente**, por

intermédio da aquisição de vários lotes de ações em bolsa de valores até que se complete a porcentagem que lhe dá direito ao controle. Todavia, é de se ressaltar que essa alternativa está mais voltada ao elemento surpresa, pois, para se chegar a tal ponto, passou-se despercebido pela identidade e intenções do adquirente. Igualmente, é importante destacar que essa alternativa traz inconvenientes, como a possibilidade de insucesso e também pode elevar os valores dos papéis da empresa. Para evitar isso, muitas legislações têm se precavido nesse sentido e estabelecem que o adquirente tenha que informar a companhia e os órgãos reguladores quando se pretende adquirir percentuais elevados. No caso da legislação brasileira, a CVM, por meio da Instrução 69¹⁸, de 8 de setembro de 1987, estabelece que o adquirente de 10% do capital votante de uma companhia aberta faça notificação previamente àquele Órgão. (PEREIRA, 1995, p. 32).

Para Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 404), caracteriza-se a alienação do controle em etapas a operação que é realizada em séries, dentro de um lapso temporal, que ao final o resultado possibilitará a obtenção do controle. Está previsto no nosso ordenamento § 4º do art. 254-A da Lei nº 10.303/2001. Essa forma guarda certa similaridade à *multistep acquisition*, abordada mais à frente. Essa modalidade aquisição pode ocorrer se o interessado adquirir no mercado pequeno volume de ações e em seguida subscreve debêntures conversíveis em ações, adquirindo, assim, direito de subscrição de ações ou bônus de subscrição de ações. Em seguida, adquire mais ações de acordo com esse mesmo fluxo, até alcançar o percentual suficiente para adquirir o controle. Ressalte-se que não é pelo simples

¹⁸ Art. 1º - Qualquer pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, após atingir participação, direta ou indireta, no capital representado por ações de companhia aberta, que corresponda a 10% ou mais de espécie ou classe com direito a voto, deve divulgar declaração contendo as seguintes informações:

I. nome e qualificação do(s) adquirente(s);

II. objetivo da participação e quantidade visada;

III. número de ações, bem como de direito de subscrição de ações de espécie ou classe com direito a voto, já detido, direta ou indiretamente, pelo(s) adquirente(s) ou pessoa(s) a ele(s) ligada(s);

IV. número de debêntures conversíveis em ações com direito a voto, já detido, direta ou indiretamente, pelo(s) adquirente(s) ou pessoa(s) a ele(s) ligada(s);

V. informação sobre quaisquer contrato(s) ou acordo(s) para exercício de voto, compra e venda de ações ou debêntures conversíveis em ações ordinárias e preferenciais para adquiri-las, ainda que não arquivadas na sede da companhia.

fato de adquirir valores mobiliários conversíveis em ações que irá proporcionar a aquisição do controle, é imprescindível que haja o exercício efetivo de conversão das ações, pois a lei não previu controle potencial, mas, pelo contrário, um controle efetivo.

Por seu turno, a aquisição do controle pode ocorrer também por meio do instrumento denominado **acordo de acionistas**, conforme previsto no art. 118¹⁹ da Lei nº 6.404/76, alterado pela Lei nº 10.301/01, que se aplica, geralmente, quando uma quantidade de acionistas se une, para opor-se aos demais, estabelecendo como deverão proceder o voto do grupo nas assembleias, a partir daquele momento. Note-se que, individualmente, esses minoritários não teriam condição de proceder dessa forma. É importante que o acordo esteja arquivado na sede da companhia para ter efeitos perante terceiros. (PEREIRA, 1995, p. 37).

Nessa mesma linha de raciocínio, compartilha Negrão (2008, p. 442) do mesmo entendimento, no qual menciona que o acordo de acionistas é um instrumento em que os acionistas das companhias de capital aberto podem pactuar para que haja a aquisição do poder de controle, e também que suas cláusulas somente serão oponíveis a terceiros, mediante a averbação nos livros de registro, bem como nos livros de ações, e dada a essa condição os terceiros perderão o direito de negociar os papéis até então que lhe eram pertencentes no mercado de capitais. Em resumo, podemos afirmar que o acordo de acionistas é caracterizado como um contrato no qual os respectivos sócios da companhia aberta podem estabelecer condições para a compra e a venda de suas ações, as regras de preferência para adquiri-las, as condições necessárias para exercer o direito de voto e do poder de controle.

É importante ressaltar que a alteração introduzida pela Lei nº 10.303/01, no que se refere à inserção do exercício comum do poder de controle como matéria do acordo de acionistas, estabeleceu o denominado acordo de voto em bloco (***pooling agreement***), que permite aos acionistas signatários que deliberem em reunião prévia a direção dos votos que deverão ser dados pelas ações do bloco

¹⁹ Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

de controle nas respectivas assembleias gerais ou especiais. Também se aplica para determinar a direção que será dada na reunião prévia. (CARVALHOSA e EIZIRIK, 2002, p. 215).

Outra forma é a denominada ***multistep acquisition***, expressão adotada pela prática americana, e que pode ser definida como um meio termo entre os *takeovers*²⁰ e as cessões de controle. A adoção dessa prática, geralmente, é voltada para os processos de incorporação ou fusão da sociedade e consiste na utilização da técnica de *takeovers*. Na realidade, é uma alternativa mais célere e com risco minimizado se comparado ao processo de fusão/aquisição, pois quando se chega a um acordo entre os controladores/administradores, o fato deve ser comunicado. Como se torna público e também não há efeito vinculante entre as partes até a aprovação da assembleia, um terceiro interessado pode oferecer uma proposta mais vantajosa, devendo ser analisada pelos atuais administradores, em função de seu dever de lealdade. A prática da *mutistep acquisition* ocorre, basicamente, em três principais fases, sendo que na primeira o interessado na aquisição compra um bloco significativo de ações pertencentes ao bloco minoritário favorável à aquisição ou de um grande investidor que não seja controlador. O segundo momento configura-se pelo lançamento de uma oferta pública para a compra das ações dos minoritários nas mesmas condições que foram obtidas pelo titular do bloco de ações alienadas na primeira etapa. E por último, cumpridas essas duas etapas, promove-se a “expulsão” dos acionistas remanescentes, o denominado “*cash merger*”. (PEREIRA, 1995, p. 38-39).

Para Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 403), as *pooling agreements*, prevista no § 4º²¹ do Art. 254-A da Lei nº 6.404/76 guarda similaridade com a

²⁰ Forma criada para aquisições “não amigáveis” do poder de controle, ou seja, quando há recusa do titular do controle em negociá-lo (PEREIRA, 1995, p. 39).

²¹ A alienação, direta ou indireta, do controle da 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 mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle

...

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

alienação em etapa descrita anteriormente, comungando, assim, do mesmo entendimento de Pereira. Cumpre reforçar que se caracteriza basicamente pela aquisição do controle mediante a compra de um bloco significativo de ações, e, posteriormente, é lançada uma oferta pública para adquirir as ações do minoritário no mercado, e, assim, proceder à fusão ou incorporação ao final do processo.

Em relação à **subscrição de ações**, a aquisição de controle ocorrerá por meio da subscrição total um determinado aumento de capital que permite o subscritor a conquistar o poder de controle. Todavia, deve haver, necessariamente, a concordância manifesta do acionista controlador e, ainda, há de se contar com o comprometimento deste em não subscrever a porcentagem de ações em observância ao que lhe garante o direito de preferência, nos termos dos artigos 109, Inciso IV e artigo 171 da Lei nº 6.404/76²². Como se verifica, a aquisição

bloco de controle.

²² Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-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.

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

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

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

Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

§ 1º Se o capital for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe, observar-se-ão as seguintes normas:

a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre ações idênticas às de que for possuidor;

b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento;

c) se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento.

do controle por meio desse dispositivo é negociável, pois depende da autorização do controlador. Além disso, diferentemente da aquisição de controle tradicional, nesses casos a perda do controle não exclui o ex-controlador da companhia, porém o faz permanecer na sociedade como minoritário, o que é salutar para coibir possíveis práticas de abuso de poder pelo novo acionista controlador. Outra peculiaridade dessa modalidade é o fato de processar a transmissão do controle sem a necessidade transferência de ações, o que não se aplica no modelo tradicional, cujo valor das ações subscritas será recebido diretamente pela sociedade emissora, fazendo com que todos os demais acionistas sejam beneficiados. Por fim, guarda similaridade a essa forma de aquisição de controle a subscrição de títulos conversíveis em ações com direito a voto, como as debêntures, os bônus de

§ 2º No aumento mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado.

§ 3º Os acionistas terão direito de preferência para subscrição das emissões de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações emitidas para alienação onerosa; mas na conversão desses títulos em ações, ou na outorga e no exercício de opção de compra de ações, não haverá direito de preferência.

§ 4º O estatuto ou a assembleia-geral fixará prazo de decadência, não inferior a 30 (trinta) dias, para o exercício do direito de preferência.

§ 5º No usufruto e no fideicomisso, o direito de preferência, quando não exercido pelo acionista até 10 (dez) dias antes do vencimento do prazo, poderá sê-lo pelo usufrutuário ou fideicomissário.

§ 6º O acionista poderá ceder seu direito de preferência.

§ 7º Na companhia aberta, o órgão que deliberar sobre a emissão mediante subscrição particular deverá dispor sobre as sobras de valores mobiliários não subscritos, podendo:

- a) mandar vendê-las em bolsa, em benefício da companhia; ou
- b) rateá-las na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de sobras; nesse caso, a condição constará dos boletins e listas de subscrição e o saldo não rateado será vendido em bolsa, nos termos da alínea anterior.

§ 8º Na companhia fechada, será obrigatório o rateio previsto na alínea b do § 7º, podendo o saldo, se houver, ser subscrito por terceiros, de acordo com os critérios estabelecidos pela assembleia-geral ou pelos órgãos da administração.

Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou

II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.

subscrição e as partes beneficiárias, evidentemente desde que a quantidade desses títulos permita essa adquirir o controle. (PEREIRA, 1995, p. 41-42)

Outra forma que podemos identificar são as famosas **privatizações de empresas estatais**, ocorridas na década de 1990, que podem levar ao poder de controle. Medida criada por meio da Lei nº 8.031, de 12 de novembro de 1990 (revogada pela Lei nº 9.491/97), no âmbito do Programa de Desestatização, durante o governo do ex-presidente Fernando Collor de Melo, o art. 4º²³ previa as diversas formas que permitiam a privatização das empresas estatais. A maior parte das privatizações ocorre por meio de leilão público das ações pertencentes a governo e tiveram o controle adquirido por consórcios de grandes empresas, restando minimamente a aquisição por uma única companhia. Muito embora o normativo estabelecesse que a alienação do bloco de controle fosse efetivado priorizando a pulverização das ações, isso, de fato, não ocorreu por conta de uma questão lógica e dotada de certo grau de razoabilidade, qual seja, esses grandes grupos somente iriam participar da operação para obter a aquisição do controle. Assim, caso não fosse atendida tal possibilidade, o objetivo não surtiria o efeito desejado. Todavia, os demais procedimentos se aplicariam como o disposto no art. 254 da Lei nº 6.404/76, em que o adquirente fica obrigado a promover oferta pública de compra das ações da estatal dispersa no mercado nas mesmas condições em que foi arrematada no leilão promovido pela autoridade pública. (PEREIRA, 1995, p 43-44).

Por derradeiro, a **Oferta Pública de Aquisição de Controle (OPA)** é também mais um meio para se adquirir o controle. Tem origem inglesa e americana, cuja expressão é conhecida como *tender offer* ou *takeover bid*, ou então mais popularmente denominada de *takover*. No Brasil, pode-se afirmar que começou

²³ Art. 4º Os projetos de privatização serão executados mediante as seguintes formas operacionais:

I - alienação de participação societária, inclusive de controle acionário, preferencialmente mediante a pulverização de ações junto ao público, empregados, acionistas, fornecedores e consumidores;

II - abertura de capital;

III - aumento de capital com renúncia ou cessão, total ou parcial, de direitos de subscrição;

IV - transformação, incorporação, fusão ou cisão;

V - alienação, arrendamento, locação, comodato ou cessão de bens e instalações; ou

VI - dissolução de empresas ou desativação parcial de seus empreendimentos, com a consequente alienação de seus ativos.

a fazer parte de nosso ordenamento jurídico por meio do Art. 257²⁴ da Lei nº 6.404/76. Essa modalidade de aquisição de controle, basicamente, pode ser definida como a oferta que é realizada pelo interessado na companhia ao diversos acionistas para aquisição da totalidade das ações ou, ainda, quinhão predeterminado das ações. Prevalece, neste último caso, a mesma proporção para cada acionista que se manifestou favoravelmente. É de se destacar que a Oferta Pública de Ações não caracteriza um controle pré-constituído, pelo contrário, pois dado o caráter de pulverização das ações no mercado imagina-se também que, neste caso, a posse do controle majoritário não se faz presente. Contudo, isso não impede que seja realizado controle gerencial, como ocorre nos Estados Unidos das Américas. Ressalte-se ainda que poderá em muitos casos o controle acionário estar presente centralizado em um único sócio. Nesses casos, para que se obtenha sucesso na oferta, é imprescindível realizar trabalho de convencimento com os administradores da Companhia, que muitas das vezes, dada essa condição, pode exigir em contrapartida ao apoio requerido algumas vantagens, inclusive a sua continuidade à frente da sociedade. (BARBOSA, 1995, p. 37-38).

Adicionalmente a essa modalidade, pode-se destacar a **oferta pública mediante permuta**, que pode ser caracterizada pela venda das ações dos minoritários em troca por pecúnia ou outros valores mobiliários da sociedade adquirente. Em ambas as modalidades, se assim podemos segregá-las, haverá a necessidade de participação de uma instituição financeira para dar lisura ao processo, inclusive na maioria dos países isso decorre de exigência legal. Outra característica desse processo é a questão do sigilo, previamente ao lançamento,

²⁴ Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

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

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

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

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

pois qualquer vazamento de informação pode colocar por terra todo o processo e causar sérios riscos ao mercado de capitais. (BARBOSA, 1995, p. 38).

Acrescenta Carvalhosa (1998, p. 170) às modalidades acima destacadas **as ofertas mistas**, sobre as quais prevalece o caráter combinatório de pagamento em pecúnia e em valores mobiliários, podendo a combinação ocorrer via quesito alternativo, ou seja, em dinheiro ou valores mobiliários; ou então cumulativo, parte em dinheiro e parte em valores mobiliários.

Em relação aos demais doutrinadores pesquisados não foi possível encontrar de maneira clara classificação similar às abordadas anteriormente, dada a sua especificidade. Contudo, esparsamente, tendo presente o caráter mais usual de algumas formas de aquisição do controle, foi possível encontrar abordagens relacionadas à OPA e ao Acordo de Acionistas mais em sentido amplo do instituto, razão pela qual permitimo-nos deixar de trazer ao presente estudo as comparações que pretendíamos, que eram mais pontuais.

5.3. O papel da CVM (Comissão de Valores Mobiliários)

Previamente antes de buscarmos o papel da CVM, entendemos salutar buscar a origem, bem como destacar alguns antecedentes que foram de fundamental importância para alcançar o atual patamar em que se encontra esse importante órgão responsável por regular o mercado de valores mobiliários brasileiro.

Ensina-nos Coelho (2003, p. 3) que os Estados Unidos foram um dos primeiros países a policiar o mercado financeiro e de capitais, por volta do ano de 1934, quando foi instituída a *Securities and Exchange Commission (SEC)*, agência criada pelo então presidente Roosevelt. Essa agência sofreu um choque com a depressão de 1929 a 1933, e mostrou para o mundo que a plena liberdade do mercado pode levar a situações insuportáveis de abusos e de opressões aos direitos e interesses individuais. Com isso, diversos países passaram a criar órgãos de fiscalização do mercado de capitais.

No Brasil, o mercado de capitais era fiscalizado pelo Banco Central do Brasil, conforme previsto na Lei nº 4.728/1965. Todavia, nos é relatado que, dado o acúmulo de funções do Banco Central, isso fez com que o seu papel inerente ao mercado fosse desenvolvido timidamente, o que ocasionou durante o ano de 1971 a explosão especulativa dos negócios em bolsas, gerando enormes prejuízos à poupança nacional. Igualmente, isso fez com que os investidores da época se afastassem desse mercado. Assim, por ocasião da reforma da Lei das S.A, em 1976, concluiu-se também que seria necessário criar um órgão específico para fiscalizar esse mercado e assim reconquistar a confiança dos investidores desse mercado. Surge, assim a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que sofreu alterações posteriores. (Requião, 2003, p. 22).

Segundo nos ensina o douto Carvalhosa (2002, p. 433), a reforma da Lei das Sociedades Anônimas proposta pela Lei nº 10.303/2001 e pela Lei nº 10.411/2002, proporcionou mudanças também na estrutura da CVM. Isso somente foi permitido graças a vários fatores que ocorreram no decorrer do tempo, como o caso da Vale, em 1980, no qual o Governo adquiriu grande lote de ações, sem observância da Lei nº 6.385/76, bem como da regulamentação administrativa da CVM. À época, esperava-se que fossem adotadas atitudes mais enérgicas enquanto agência reguladora, contudo isso não se concretizou, pois a situação foi amenizada pelo fato de estar vinculada diretamente ao Poder Executivo. A partir desse marco, iniciava-se a proposição no sentido de que a CVM deveria ter autonomia para exercer o seu poder de fiscalização do mercado de capitais, sem deixar ser influenciada por pressões políticas, bem como desvincular-se do Poder Executivo.

Tendo presente esse anseio da sociedade, a CVM, em 1986, apresentou um anteprojeto que teve por objetivo reformar por completo a Lei nº 6.385/76, o qual iremos destacar, entre os vários pilares, a questão de sua autonomia, que foi proposto o estabelecimento de um mandato com prazo fixo para os membros do Colegiado, extinguindo-se, assim, a demissibilidade *ad nutum*; nomeação dos membros de seu colegiado pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal; redução dos poderes atinentes ao Conselho Monetário Nacional, transferindo para a CVM o poder de fiscalizar e normatizar o mercado de valores mobiliários. Observe-se, todavia, que as mudanças pretendidas foram implementadas gradativamente. (CARVALHOSA, 2002, p. 436).

Com a transformação da Medida Provisória 08/2001 na Lei nº 10.411/2002²⁵, percebe-se que a CVM passa a ter mais autonomia, além de

²⁵ Art. 1º Os arts. 5º, 6º, 16 e 18 da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, passam a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária." (NR)

"Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

§ 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado.

§ 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar.

§ 3º Sem prejuízo do que prevêem a lei penal e a lei de improbidade administrativa, será causa da perda do mandato a inobservância, pelo Presidente ou Diretor, dos deveres e das proibições inerentes ao cargo.

§ 4º Cabe ao Ministro de Estado da Fazenda instaurar o processo administrativo disciplinar, que será conduzido por comissão especial, competindo ao Presidente da República determinar o afastamento preventivo, quando for o caso, e proferir o julgamento.

§ 5º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato do Presidente da Comissão de Valores Mobiliários, assumirá o Diretor mais antigo ou o mais idoso, nessa ordem, até nova nomeação, sem prejuízo de suas atribuições.

§ 6º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato de Diretor, proceder-se-á à nova nomeação pela forma disposta nesta Lei, para completar o mandato do substituído." (NR)

"Art. 16. ...

III - mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e

IV - compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

...

"Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - editar normas gerais sobre:

a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16, e respectivos procedimentos administrativos;

b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários;

c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;

d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão;

...

f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e

absorver mais poderes regulamentares, muito embora há críticas com relação a aprovação da matéria inicialmente por meio de Medida Provisória. (CARVALHOSA, 2002, p. 439).

Há de se ressaltar ainda que com a edição da Lei nº 9.457/97, igualmente, houve avanços nos poderes de normatização e fiscalização da CVM, como aumentou-se o valor das multas a serem aplicadas, criou-se o termo de compromisso, que se caracteriza como o acordo firmado entre o infrator e a CVM, normatizou o mercado de balcão organizado, e por último, foi instituída a prescrição de multas administrativas aplicadas pela CVM. (CARVALHOSA, 2002, p. 445).

E para concluir em termos de histórico, a Lei nº 10.303/2001 trouxe uma série de alterações, cabendo destacar a fiscalização de operações com os derivativos; poderes de regulação e fiscalização da bolsa de mercadorias e futuros, poderes para exigir informações; legitimidade para regular companhias abertas, na qual tem competência para interromper a fluência de prazos para convocação da assembleia geral, bem como emitir opiniões, mesmo que não tenha o caráter vinculante, a respeito da legalidade das deliberações ocorridas naquele fórum; e, por último, o poder normativo de editar medida provisória e decreto. (CARVALHOSA e EIZIRIK, 2002, p. 4).

Assim, podemos extrair do art. 5^o²⁶, da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, o qualificação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que é uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Fazenda, criada por lei. Seu objetivo principal é regular o mercado de títulos emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto, cabendo, portanto, com algumas exceções no que tange à

quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso;

...

g) condições de constituição e extinção das Bolsas de Mercadorias e Futuros, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento.

...

²⁶ Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

companhia de capital fechado, especificamente quando se tratar de sociedades beneficiárias de incentivos fiscais, conforme dispõe a Instrução CVM 265/97.

Sua administração será exercida por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais, conforme prevê o art. 6º da Lei nº 6.385/1976, alterado pela Lei nº 10.411/2002.

É inerente à CVM a função fiscalizadora, regulamentar, registrária, consultiva e de fomento. Exerce o poder de (i) **fiscalização** porque coíbe abusos, fraude e prática, e fiscaliza as informações direcionadas para os investidores no mercado de capitais. Para fazer valer essa atribuição, o órgão conta com o poder de abrir inquéritos, punir os administradores, acionistas controladores e intermediários do mercado de capitais. No que se refere ao poder (II) **regulamentar**, caracteriza-se pela edição e expedição de normativos, resoluções, instruções de assuntos definidos em lei, conforme se pode depreender do Inciso I²⁷ do art. 8º da Lei nº 6.385/76, o que caracteriza competência restrita e específica. Por seu turno, a (III) **função registrária** se apóia em modalidades, quais sejam, o **registro de empresa**, permite a negociação dos títulos e valores mobiliários na bolsa de valores e que se presta também para negociação no mercado de balcão. Todavia, o registro do mercado de balcão não vale para negociação na bolsa, pois é específico. A outra modalidade é o registro de emissão no qual legitima a companhia a promover o lançamento público dos valores mobiliários. A ausência deste registro valida automaticamente o registro da companhia no mercado de balcão, que depende de providências especiais. Nesses dois tipos de registros, a CVM deverá apenas se ater ao quesito referente ao atendimento das exigências legais, não cabendo averiguação relacionada a mérito ou conflito de interesse, pois são de competência exclusiva do Poder Judiciário. Em relação à (iv) **função consultiva**, como o próprio nome nos sugere, configura-se pela emissão de pareceres sob matéria de sua competência, quando provocados pelos agentes de mercado e investidores,

²⁷ Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

conforme podemos depreender do art. 13²⁸ do mesmo diploma legal acima mencionado. E, por último, temos a (v) **função de fomento**, na qual é de sua competência estimular e promover o desenvolvimento do mercado de capitais, por meio dos diversos canais disponíveis, como internet, campanhas, palestras, publicações etc. (BORBA, 2004, p. 155 a158).

Por fim, para validarmos tudo o que dissemos e ter cristalino o papel da CVM, permita-nos mencionar o entendimento do respeitável Requião (2003, p. 24) que se encaixa perfeitamente no contexto do presente subtítulo:

“Como se vê, a Comissão de Valores Mobiliários está armada de autoridade e poderes necessários para manter o mercado de capitais em alto nível de credibilidade e eficiência, para o autofinanciamento das companhias abertas, e estas, elevado grau de respeitabilidade e lisura nas suas operações e na conduta de seus administradores.”

5.4. Proteção dos minoritários em face da Lei nº 10.303/2001

Tendo em vista a aplicação dos direitos abordados detalhadamente no tópico (3.2.3) aos acionistas de uma forma geral, evidentemente, estão inseridos naquele rol os minoritários. Assim, passaremos a destacar, neste subtítulo, de maneira complementar, os principais pontos que merecem ser destacados da Lei nº 10.303/2001, os quais visam à proteção dos minoritários.

Preliminarmente, seria de bom tom entender o que significa a proteção dos minoritários. Segundo entendimento de Bulgarelli (1998, p. 41), em princípio, não deveria haver distinção entre acionistas, independentemente da condição em que se encontram, pois todos estão em mesma posição de igualdade, possuindo, dessa forma, os mesmos direitos. Dito isso, pode-se afirmar que a proteção à minoria não se refere a ela própria e, sim, ao direito que é violado pela maioria em detrimento daquela. Note-se que as duas categorias existem para um objetivo comum que é a formação da sociedade. Também o mesmo raciocínio vale

²⁸ Art . 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.
Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.

para a minoria em detrimento da maioria. No entanto, isso fica mais difícil de acontecer, pois o exercício do poder é que leva a desrespeitar o direito do outro, o que diferencia, basicamente, uma classe da outra.

Quando se fala em proteção à minoria, é importante ter em mente que está se referindo à tutela daqueles que não acompanham o grupo de controle, conforme já abordado no presente trabalho (BORBA, 2004, p. 340).

Diante de toda a abordagem e detalhamento que até aqui fizemos, podemos perceber que ocorreram diversos abusos com relação aos direitos dos acionistas minoritários e preferencialistas, principalmente quando da promulgação da Lei nº 9.475/1997, que extirpou a oferta pública obrigatória, em caso de alienação do controle.

Nesse sentido, a Lei nº 10.303/2001 procurou restaurar alguns direitos e estabelecer outros, que foram abolidos, de forma execrada pela Lei Kandir (Lei nº 9.457/97). Um dos objetivos principais do normativo em referência é não mais permitir o fechamento de capital de grandes companhias estatais sem que haja a oferta pública de ações, fato que passou a não mais ser observado a partir de 1997. Além disso, o normativo também objetivou, reforçando os preceitos de governança corporativa, melhorar o nível do mercado de capitais brasileiro. (CARVALHOSA, 2011, p. 377).

Outra ponto que merece ser destacado no âmbito do presente estudo é o contido no § 2º do Art. 15²⁹, que determina a observância pelas companhias constituídas após a edição da citada Lei do critério de paridade entre ações preferenciais e ordinárias. Todavia, as companhias de capital aberto que contavam ou que se efetivasse até dezembro/2002 com a disparidade à razão de 1/3 de ações ordinárias e 2/3 de preferenciais permaneceu com essa condição, em

²⁹ Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

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

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar a 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

respeito ao princípio *ad alterum*, conforme prevê o art. 8^o³⁰, da Lei nº 10.303/2001. (CARVALHOSA, 2001, p. 377).

Em nossa opinião, a lei ao definir o mesmo patamar de distribuição das ações ordinárias e preferenciais o faz com muita propriedade, pois aumenta o número de alcance dos minoritários e reduz o número dos preferenciais, no caso da oferta pública, onde é alcançado apenas os minoritários votantes. Assim, se retornarmos ao que estudamos anteriormente em relação à origem do art. 254, em que era prevista a oferta pública para todos os acionistas da companhia, independentemente da classe em que se encontrava, se ordinaristas ou preferencialistas, a Lei ao excluir os preferencialistas da aplicação do Art. 254 prejudicou todos os preferencialistas das companhias enquadradas, principalmente aquelas em que a disparidade era de 1/3 e 2/3. Com isso, a partir da edição da Lei esse número reduziu em 25%, diminuindo o impacto, o que, na verdade, não deveria existir.

Em contrapartida, a Lei nº 10.303/2001, em seu art. 17³¹, procurou estabelecer em favor dos acionistas preferencialistas várias possibilidades para fazer

³⁰ A alteração de direitos conferidos às ações existentes em decorrência de adequação a esta Lei não confere o direito de recesso de que trata o art. 137 da Lei nº 6.404/76, se efetivada ao término do ano de 2002.

³¹ Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1o Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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:(Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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 (Incluída dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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

frente ao dividendo preferencial e condições para reembolso do capital, cabendo à companhia consignar em seu estatuto a opção que melhor lhe convier. Com isso, percebe-se que a adoção dessa estratégia pelo legislador, na verdade, trouxe confusões, restando, mais uma vez, não atingido a melhor opção para os preferencialistas, pois o fato de ficar a cargo da companhia a melhor opção para tratamento da questão ensejará manobras pelo controlador que definirá a melhor estratégia que lhe interessa em detrimento dos demais acionistas. Verifica-se ainda que a única opção favorável que o dispositivo anterior (Lei nº 9.457/97) trazia em benefício aos preferencialistas, qual seja: a obrigatoriedade das companhias a pagar dividendos de 10% a maior do que os previstos para os ordinaristas, exceto no caso de ações previstas com dividendo fixo ou mínimo, foi desconsiderado pela Lei nº 10.303/2001. Por fim, um ponto positivo, nesse aspecto, foi a retomada do direito dos preferencialistas com dividendo fixo, em se tratando de participação dos aumentos de capital por incorporação de lucros ou serviços. (CARVALHOSA, 2011, p. 377-378).

com a alínea a; ou (Incluída dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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 (Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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. (Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4º Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 5º Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (art. 169). (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 6º O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do art. 182. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

Para Borba (2004, p. 341), uma das maiores garantias de cunho protetivo aos minoritários se refere à questão do dividendo obrigatório, que, no passado, podia ser mantido na conta de reservas a totalidade do lucro obtido pela Companhia. Com a edição da Lei nº 10.303/2001, isso não é mais permitido. Há a necessidade de distribuição mínima.

Mais uma proteção que a Lei nº 10.303/2001 que também merece louvor é a contida no § 6º³², que dispõe que, no caso de resgate de ações de uma ou mais classes, mediante a utilização de lucros ou reservas, devem contar com aprovação de, no mínimo, 50% das ações da classe atingida. Isso permite maior legitimidade da classe afetada, o que traz mais segurança para as decisões deliberadas, pois, praticamente, a balança encontra-se equilibrada.

Em se tratando do tema governança corporativa, a grande novidade proposta pela Lei nº 10.303/2001 concernente aos minoritários foi a previsão da eleição de um representante no Conselho de Administração. Igualmente, caberá também aos preferencialistas a eleição de um membro, conforme já abordado no subtítulo 3.2.3 – Direitos.

Outro ponto importante a mencionar no presente trabalho são as melhorias introduzidas no órgão fiscalizador do mercado de títulos e valores mobiliários, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), foi a que mais obteve a legislação a seu favor: (i) ampliando sua área de atuação, passando a fiscalizar a questão dos derivativos; (ii) passou a deter poderes de regulação e fiscalização sobre a bolsa de mercadorias e futuros, além da bolsa de valores; (iii) em relação à questão de *disclosure* foi contemplada com mais poderes para exigir informações; (iv) foi legitimada para regular sobre companhias abertas, na qual tem competência para interromper a fluência de prazos para convocação da assembleia geral, bem como

³² Art. 44. O estatuto ou a assembleia-geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação.

...

§ 6º Salvo disposição em contrário do estatuto social, o resgate de ações de uma ou mais classes só será efetuado se, em assembleia especial convocada para deliberar essa matéria específica, for aprovado por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações da(s) classe(s) atingida(s).

emitir opiniões, mesmo que não tenha o caráter vinculante, a respeito da legalidade das deliberações ocorridas naquele fórum. E uma das atribuições que mais peso teve foi a possibilidade de **editar medida provisória e decreto**. (CARVALHOSA e EIZIRIK, 2002, p. 4),

Por fim, como se pode abstrair do exposto acima, a nova Lei nº 10.303/2001 procurou restabelecer os direitos dos minoritários outrora lançados fora do ordenamento jurídico. Percebe-se que o êxito em restaurá-los não foi atingido em sua plenitude, porém boa parte foi reconquistada, demonstrando que é possível estabelecer e implementar ações, no mínimo, de teor razoável. Não abordamos aqui as discussões realizadas no âmbito legislativo até por conta de economia de tempo e espaço disponível, o que não agregaria peso expressivo para o trabalho.

Em se tratando restauração parcial do direito dos votantes de participar em 80% do valor pago pela compra do controle da companhia, consubstanciado no art. 254-A, que trata do *tag along*, iremos verificar suas minúcias no próximo capítulo do presente trabalho.

5.5. Mecanismo do *tag along* – Art. 254-A da Lei nº 6.404/76

Certamente, esse dispositivo é um dos pontos mais importantes para o nosso trabalho. Observa-se que desde a inserção da redação original o tema vem gerando grandes embates com relação à sua aplicação, conforme abordamos no subtítulo 3.3 supra. Agora, focaremos na restauração parcial proporcionada pelo art. 254-A da Lei nº 10.303/2001.

Consoante nos afirma Requião (2003, p. 283), a revogação do Art. 254 da Lei nº 6.404/76 proporcionou enorme perda para os minoritários, pois estes detinham, em caso de alienação de controle, o direito de receber por suas ações o mesmo preço das ações detidas pelos acionistas do bloco de controle da companhia, o que representava importante elemento de defesa para essa classe.

Para Carvalhosa e Eiziriki (2002, p. 390), o restabelecimento da oferta pública no direito brasileiro gerou grande embate, promovendo-se posições antagônicas entre os controladores da companhia, representados, por um lado, pela

ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas) e, por outro lado, pelas entidades representativas dos investidores, contando também inclusive com a representação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Argumenta a ABRASCA que não deveria promover tratamento similar entre os controladores e os minoritários, pois reduziria, com isso, o poder de controle afeto ao grupo controlador. Os minoritários (grandes investidores institucionais, fundos de pensão, fundos de investimento etc.) , por sua vez, mantinham o interesse em aumentar as respectivas participações minoritárias, pois por ocasião da alienação do controle o valor de suas ações seriam o mesmo do controlador. Em relação à CVM, houve manifestação daquela Comissão no sentido de a medida era salutar, pois convergia com os princípios de governança corporativa, o que poderia atrair mais investidores e daria tratamento equitativo aos acionistas minoritários.

Como nos é relatado, à época houve tendência fortíssima para que se aplicasse o tratamento igualitário, contudo o Projeto Kandir alterou a proposta inicialmente prevista, na qual foi definido que o pagamento aos acionistas minoritários ocorreria na proporção de 80% do preço pago ao controlador. Muito embora tenha surgido naquela ocasião uma emenda do Senador Paulo Hartung no sentido de alterar o *caput* do art. 254-A permitindo o tratamento igualitário, a proposta não prosperou no âmbito da Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania do Senado, na qual o Senador José Agripino a rejeitou, argumentando naquela oportunidade que o ágio a ser pago pelas ações de controle se justificava, pois o controlador tem maiores responsabilidades, como o de levar a companhia ao sucesso, diferenciando-se, assim, dos demais acionistas. Nesse sentido, não foi restaurado por completo o tratamento igualitário previsto originalmente no art. 254 da Lei nº 6.404/76, conforme já abordamos no subtítulo 3.3.3. Com isso, fica evidente que a lei estabelece uma diferenciação de preço maior para as ações vinculadas ao bloco de controle e um preço menor para as ações pertencentes ao grupo minoritário. (Carvalhosa e Eizirik, 2002, p. 390).

Conforme entendimento de Requião (2003, p. 281), a restauração ainda que parcial do Art. 254³³, a partir de 2001, por meio da Lei nº 10.303 (art. 254-

³³ A revogação desse artigo, ocorrida por meio da Lei 9.457/97, ocorreu principalmente com o fito de promover a implantação do programa de privatizações de companhias estatais e da reforma da

A), pautou-se principalmente no sentido de **minimizar a grande pressão de investidores e de entidades representativas dos acionistas, bem como de empresas atuantes no mercado de capitais, que possui todo interesse em aperfeiçoar o mercado de ações.**

Nesse sentido, o referido dispositivo permitiu garantir aos acionistas minoritários da companhia a obtenção em suas ações com direito a voto o preço equivalente a 80% das ações componentes do bloco de controle, o que configurou, assim, a reimplantação do sistema de proteção aos acionistas não controladores. Assim, a partir dessa abordagem, é que se configura a tão mencionada expressão *tag along*, por ocasião da alienação do bloco de controle da companhia.

Igualmente, a restauração do mecanismo do *tag along* resolveu a controvérsia que existia com a implementação da Resolução 401 do Conselho Monetário Nacional (já comentado no subitem 3.3.1). Agora, a oferta pública deve ser feita **aos acionistas com direito a voto**, enquadrando-se também nesse grupo os **acionistas preferenciais com direito a voto**, aqueles com **direito a voto restrito** e, por último, os **acionistas preferenciais que venham a adquirir esse direito**, em decorrência da ausência de distribuição de dividendos nos três últimos exercícios consecutivos. (REQUIÃO, 2003, p. 282).

Também esse é o entendimento de Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 392, grifo nosso), que ressalta que a Resolução nº 401/76, ao estabelecer o conceito de acionista controlador em seu item II, restringe-o como aquele que detém de **modo permanente** a maioria dos votos nas deliberações sociais. Nesse sentido, caso os preferencialistas atendessem às condições que poderiam alçá-los à posição de acionista votante (comentadas no parágrafo anterior), não alcançariam o benefício do *tag along*. Com o novo dispositivo (art. 254-A), essa restrição deixa de existir, pois o legislador não faz mais referência ao controle exercido de forma permanente, no caso de alienação de controle. Portanto, se estenderia o benefício também a esse grupo.

Outro ponto importante a destacar refere-se à questão do novo mercado, cuja ideia surgiu na Alemanha e visa distinguir na Bolsa de Valores as

ações que possuem determinadas características, na qual dá ao seu adquirente mais segurança para investir no mercado de capitais. No Brasil, a Bovespa começou a operar com essa modalidade já faz mais de 10 anos. As condições para que uma companhia seja listada no novo mercado está diretamente relacionada com aquilo que ela pode oferecer de garantia adicional prevista na legislação. (BORBA, 2004, p. 159).

Nesse sentido, destacamos o tratamento dado pela Bovespa, principalmente no que diz respeito ao mecanismo do *tag along*, visando gerir melhor o mercado de capitais. Assim, a BM&FBovespa estabeleceu níveis de governança corporativa para que as empresas listadas na bolsa possam negociar seus valores mobiliários de acordo com o nível de governança pretendido. A inscrição em um desses níveis retrata o compromisso da companhia de adoção de elevados padrões de governança e transparência para o mercado.

Os níveis de governança corporativa atualmente adotados pela BM&FBovespa são os seguintes:

- a) **Novo Mercado:** foi um avanço obtido a partir de 2000 em relação às práticas prevista no Nível 2. O Novo Mercado estabeleceu desde sua concepção um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. Assim, desde a sua primeira listagem na Bolsa em 2002, tornou-se o **padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital**. Na última década, o Novo Mercado firmou-se como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. Assim, cabe destacar as seguintes práticas atinentes ao Novo Mercado, que superam às exigidas pela legislação, como: (i) composição do capital da companhia somente por ações com direito a voto, ou seja, as ordinárias

(ON); (ii) no caso de alienação de controle, o **tag along** corresponde a 100%, ou seja, os acionistas têm o direito de vender suas ações pelo mesmo preço pago ao bloco de controle, diferentemente do vigente atualmente, que é de 80%; (iii) a companhia se compromete a manter 25% de suas ações circulação (*free float*), entre outros; (iv) em se tratando de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico; (v) o Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos; (vi) alto nível de *disclosure*, como divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente, bem como a disponibilização dos relatórios financeiros anuais em padrão internacionalmente aceito; e a necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

b) Nível 2 de Governança Corporativa: é similar ao Novo Mercado, porém com algumas exceções, por exemplo admite-se ações ordinárias e preferenciais. Além de cumprir também as exigências do Nível 1, a companhia deverá (i) adotar mandato unificado de um ano para todo o conselho de administração, integrado por no mínimo cinco membros; (ii) divulgar o balanço anual seguindo normas internacionais (*US Gaap*³⁴ ou *IASC*); (iii) garantir a todos os acionistas ordinaristas e preferencialistas as mesmas condições obtidas pelos controladores (*tag along* de

³⁴ *US Gaap (Generally Accepted Accounting Principles in the United States)*. São os princípios contábeis geralmente aceito nos Estados Unidos.

IASC (International Accounting Standards Committee)

100%), em caso de alienação do controle. Até 09/05/2011, o *tag along* garantido aos preferencialista é de 70% (iv) adotar o critério de valor econômico na oferta para fechamento de capital; e (v) conceder o direito de voto aos preferencialistas em alguns casos específicos, como transformação, incorporação, fusão ou cisão da empresa.

- c) **Nível 1 de Governança Corporativa:** as companhias listadas aqui devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores, como a divulgação de informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, o calendário anual de eventos corporativos. Também a companhia se compromete a manter 25% das ações em circulação (*free float*); O *tag along*, nesse caso, é o previsto na legislação, ou seja, garantia aos minoritários de 80% do preço pago ao bloco de controle;
- d) **Bovespa Mais:** foi criada para contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações. Destina-se às empresas que optam em conhecer o mercado de forma gradual, geralmente aplicando-se a pequenas e médias empresas que queiram crescer por meio do mercado de capitais. O crescimento de forma gradual visa preparar a empresa com sustentabilidade e, assim, atrair novos investidores. É possível listar a empresa nesse segmento sem a oferta e tem um prazo de até 7 anos para realizar o IPO. **O *tag along* é de 100% para ações ON**, pois somente pode ser negociada essa classe de ação;
- e) **Tradicional:** o modelo tradicional nada tem de diferente do que é exigido pela legislação.

Assim, denota-se que, mesmo a Lei nº 10.303/2001 ter restaurado o mecanismo *tag along* de forma parcial em comparação com a pretensão original, a BM&FBovespa estabeleceu, para o **novo mercado e o Nível de Governança 2, *tag along* de 100%**, o que proporciona aos minoritários, em caso de alienação do controle, o direito de obter preço igual ao valor a ser pago aos acionistas controladores. Além disso, no nível 1 estende aos acionistas preferencialistas o *tag*

along de 80%, o que denota mais um direito aos acionistas preferencialistas, pois no modelo tradicional não encontraria amparo.

Com relação aos deveres impostos ao adquirente pelo Art. 254-A da Lei nº 10.303/2001, é necessário a realização da oferta pública para aquisição das ações com direito a voto que não integram o bloco de controle (minoritários). Contudo, essa condição não é absoluta, pois o próprio normativo previu que poderá o alienante oferecer aos minoritários a opção de continuar na condição de acionistas, mediante o pagamento de um prêmio, que será definido entre o valor pago por ação participante do bloco de controle e o valor de mercado das ações. (REQUIÃO, 2003, p. 282).

Diante do exposto, a restauração do Artigo 254-A corrigiu parcialmente o hiato que havia no período de 1997 (Lei nº 9.457/97) a 2001, quando foi editada a Lei nº 10.303/2001. A afirmação não carece de uma interpretação mais aprofundada, pois da própria leitura do dispositivo já se verifica o deságio de 20% no preço a ser pago ao acionista minoritário pelo adquirente, no caso de alienação de controle.

Além disso, a oferta pública de que se trata o Art.254-A deverá ser oferecida a todos os **titulares de ações com direito a voto** que não integram o bloco de controle, incluindo também nesse rol os **preferencialistas**, que de alguma forma possa, em algum momento, obter essa condição, como no caso daqueles que foram alçados a essa condição, em decorrência do incurso no art. 111, § 1º da Lei nº 6.404/76, que versa sobre a aquisição do direito de voto, em caso de não distribuição de dividendos pelo prazo estabelecido no estatuto da companhia, não podendo exceder a três exercícios consecutivos. (CARVALHOSA e EIZIRIKI, 2002, p. 392).

6. CONCLUSÃO

Para concluirmos o presente trabalho, mister se faz destacar o cerne da questão pretendida, ou seja, as alterações promovidas pela Lei nº 10.303/2001 resolveram satisfatoriamente a questão da proteção dos acionistas minoritários, em se tratando da alienação de controle nas companhias de capital aberto?

Pelo caminho que percorremos até aqui, temos condições suficientes para externar as opiniões de vários autores, bem como nosso entendimento em relação ao tema.

Percebe-se que houve grandes avanços, mas também, em linha oposta, houve retrocessos no que diz respeito à questão dos direitos dos acionistas minoritários ao longo do tempo, visando atender questões políticas ou até mesmo de um grupo mais influente na companhia. Assim, diante do estudo que fizemos, é possível destacar **três marcos importantes** no que tange à questão aos direitos afetos aos minoritários, e que também nos dará a resposta à questão que gravita nosso trabalho de conclusão de curso.

O **primeiro marco** se refere à reforma do Código de 1927, por meio da edição da Lei nº 6.404/76, que se estabeleceu um ponto muito importante, que foi a inserção, pela primeira vez, da figura do controlador, conforme comentamos no subtítulo 3.1. Contudo, essa figura tem que estar imbuída de certo grau de poder para que isso ocorra, conforme estudamos no capítulo 2 do presente trabalho. Ressalte-se que essa Lei, por meio do art. 254, implementou o mecanismo do *tag along*, que se aplicaria apenas aos acionistas minoritários com direito a voto, muito embora a pretensão inicial fosse a aplicação do dispositivo tanto aos ordinaristas quanto aos preferencialistas.

O **segundo marco** colocou por terra praticamente todo o direito dos minoritários, quando se fala em alienação do controle da companhia. Ocorreu por ocasião da reforma da Lei nº 6.404/76, por meio do Projeto Kandir (Lei nº. 9.457/97).

A referida Lei, visando fomentar à economia da época, promovendo a estatização de companhias, retirou a garantia mínima prevista para os minoritários.

Esse entendimento mais uma vez é reforçado por Coelho (2003, p. 280), que assinala que “... o art. 254 fora revogado, simplesmente, pela Lei nº 9.457/97, no influxo do grande programa de privatizações de empresas estatais e da reforma da economia nacional”.

Assim, durante o período de 1997 até 2001, o direito que fora adquirido e prevalecido por 20 anos deixou de existir.

Por fim, **o terceiro e último marco** foi a edição da Lei nº 10.303/2001, que retorna, ainda que parcial, o direito dos minoritários, por ocasião da alienação do controle, que garante aos minoritários o preço correspondente a 80% do valor pago nas ações do controlador. Além disso, a presente lei trouxe vários outros direitos aos minoritários, conforme abordamos no subtítulo 3.2.3 supra.

Feitas essas considerações e tendo presente o entendimento exarado por diversos doutrinadores renomados, passamos para a conclusão do presente trabalho.

Segundo podemos depreender das abordagens do mestre Requião (2003, p. 283-285), muito embora a Lei nº 10.303/2001 tenha reinstalado o sistema de proteção do acionista não controlador, a autorização para realização da oferta pública de ações tenha transferido do Conselho Monetário Nacional para a Comissão de Valores Mobiliários, a resolução da controvérsia trazida pela Resolução CMN 401 e comentada anteriormente, entre outros aspectos, conclui que o direito brasileiro ainda não encontrou o ponto de equilíbrio na regulação do controle da companhia aberta.

Para Salomão Filho (2011, p. 174), há ausência de regulamentação que realmente proteja os interesses dos minoritários por ocasião da alienação do controle. Entende que a Lei nº 10.303/2001 “nada fez para alterar essa situação”, pois o citado normativo apenas aumentou de forma sutil o preço da aquisição de controle, uma vez que houve redução do limite máximo das ações preferenciais e 50% do capital votante. Além disso, trouxe de volta o mecanismo do *tag along*, no

qual o controlador ficará limitado ao pagamento de 80% do preço pago aos acionistas com ações com direito a voto. Reforça ainda a exclusão dos acionistas sem direito a voto dos benefícios previstos com a oferta pública previstos aos minoritários com direito a voto, o que mantém o potencial conflito que pode deflagrar entre os acionistas majoritários versus o minoritário sem direito a voto.

Diante dessas considerações, é nosso entendimento que a Lei nº 10.303/2001, na verdade, resgatou direitos essenciais aos minoritários não da forma desejada há bastante tempo pelos minoritários e seus defensores, conforme se pode perceber do longo histórico que perdura desde a edição da redação original do art. 254, conforme abordamos no presente trabalho. Contudo, as alterações introduzidas, por si só, não atendem em sua plenitude os interesses dos minoritários, por ocasião da alienação do controle. Exemplo disso foi a restauração do mecanismo do *tag along*, que ocorreu de forma parcial, o que anteriormente previa o pagamento igualitário pelos preços das ações pagos ao grupo de ações de controle com a edição da Lei nº 10.303/2001, passa a ter um rebate de 20%. Isso sem comentar na redação original que era para atender a todos os acionistas da companhia, seja ele ordinaristas ou preferencialistas.

Infelizmente, a minoria, mesmo nos tempos modernos, fica à mercê de outros interesses, cujas manobras são patrocinadas pelo Governo. Como exemplo, invocamos, mais uma vez, todo o desenho perpetrado por ocasião da edição da Lei nº 9.457/97, na qual foram extirpados direitos de fundamental importância para os acionistas minoritários em sociedade de capital aberto.

A respeito de tal procedimento, considera Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 387), constitui um enorme retrocesso em nosso sistema de direito societário, tendo sido altamente lesiva aos interesses dos acionistas minoritários.

Por fim, vale ressaltar ainda, mesmo com as modificações introduzidas na CVM (Comissão de Valores Mobiliários), órgão que visa também à proteção dos minoritários, entendemos não ser suficiente para atender satisfatoriamente a proteção dos minoritários, pois, muito embora a Lei nº 6.385 e suas alterações lhe dê autonomia e a independência de seus administradores, ainda assim não está imune de interferência governamental.

Nossa percepção nos leva a crer, infelizmente, que em surgindo algo de interesse maior para a sociedade, a exemplo do processo de desestatização das empresas estatais (projeto Kandir), é muito provável que os direitos dos minoritários sejam lançados às margens, dando lugar à implementação do interesse estatal.

Ainda nesse sentido, podemos invocar também o que ocorreu por ocasião da edição da Lei nº 9.457/97, na qual a CVM convalidou o absurdo jurídico da discriminação entre acionistas minoritários e “rendeiros”, com o fito de excluir esse último do alcance do art. 254, posteriormente cancelado pela Resolução CVM 401/76.

Por último, também não nos furtamos do dever de reconhecer os avanços que foram conquistados, como a revitalização da CVM e a implantação do novo mercado, na qual o direito dos minoritários está preservado nas empresas ali listadas, no mesmo patamar do bloco de controle.

Referências

AMENDOLARA, Leslie. *Direito dos acionistas minoritários*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2002.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BM&FBOVESPA. *Regulamentos do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*. São Paulo, 2011. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/Novos-regulamentos-do-Novo-Mercado-e-dos-Niveis-Diferenciados-de-Governanca-11-04-08.asp>, Acesso em 22 de abril 2013. 20:30.

BORBA, José Eduardo Tavares. *Direito societário*. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BRASIL. *Decreto Lei Nº 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1940. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 02 de março 2013.

BRASIL. *Lei Nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002*. Altera e acresce dispositivos à Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 02 de março 2013.

BRASIL. *Lei Nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002*. Altera e acresce dispositivos à Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 05 de março 2013.

BRASIL. *Lei Nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 02 de março 2013.

BRASIL. *Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 02 de março 2013.

BRASIL. *Lei Nº 9.457, de 05 de maio de 1997*. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em 05 de março 2013.

BRASIL. *Resolução Nº 401, de 22 de dezembro de 1976*. O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna

público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada nesta data, tendo em vista as disposições do art. 254 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e do art. 3º, inciso III, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976,. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br>. Acesso em 05 de março 2013.

BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas: com as novas alterações da lei das sociedades por ações (Lei nº 9.456, de 5-5-1997)*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

BULGARELLI, Waldirio. *Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A: de acordo com a reforma da Lei nº 6.404/76*). Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, volume 4, tomo II: arts. 243 a 300*. São Paulo: Saraiva, 1998.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, volume 2, art. 75 a 137*. São Paulo: Saraiva, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

EIZIRIK, Nelson Laks e Carvalhosa; CARVALHOSA, Modesto. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

GUIDUGLI, João Henrique. *Controle externo contractual: o desenvolvimento da empresa e os grupos de contratos sob o direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

LOBO, Jorge Joaquim. *Direitos dos acionistas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: direito societário: sociedade simples e Empresárias, volume 2*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976, volume 1: arts. 1º ao 105*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo I: arts. 106 a 165*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça. *O poder de controle nas companhias em recuperação judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

MÜLLER, Sergio José Dulac. *Direitos essenciais dos acionistas: interpretação sistemática da Proteção dos minoritários*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003.

NOGUEIRA, Ricardo José Negrão. *Manual de direito comercial e de empresa*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

NOGUEIRA, Ricardo José Negrão. *Manual de direito comercial e de empresa*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. Volume 2, 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.