

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Faculdade de Direito de Ribeirão Preto

A influência da governança corporativa na proteção do acionista minoritário

Marina Troncoso Esposito

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Saad Diniz

2013

MARINA TRONCOSO ESPOSITO

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA PROTEÇÃO
DO ACIONISTA MINORITÁRIO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Direito Privado e de Processo Civil da Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para a obtenção do título de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Saad Diniz

Ribeirão Preto

2013

Nome: ESPOSITO, Marina Troncoso.

Título: A influência da governança corporativa na proteção do acionista minoritário.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do de título de Bacharel em Direito.

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Para meus pais, que mesmo longe sempre se fizeram tão perto.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, aos meus pais, por terem me ensinado a sonhar alto e a correr atrás desses sonhos, e por estarem sempre presentes nessa jornada, apoiando, ajudando, torcendo, partilhando as alegrias e as tristezas, e, acima de tudo, sempre acreditando e me fazendo acreditar que esses sonhos valem a pena.

À minha nonna, exemplo de vida e de pessoa batalhadora, que, mais do que simples apoio, me deu um lar quando meus pais não puderam estar fisicamente perto de mim.

Aos meus irmãos, que, apesar das brigas e desentendimentos, são aqueles que me fazem lembrar das pessoas importantes que estarão sempre presentes, e que um simples desentendimento não é suficiente para abalar uma relação com raízes tão profundas.

À minha família, meus tios e meus primos, sempre tão próximos e dispostos a ajudar, e principalmente, à minha tia Luciana, que além de ser a conselheira e aquela que mais ajuda em tudo o que se relaciona com assuntos profissionais, foi uma das pessoas que inspirou o interesse pelo tema da Governança Corporativa.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Gustavo Saad Diniz, sem o qual este trabalho nunca teria se concretizado, expresso o meu profundo respeito e admiração, não só pelo excelente trabalho como professor e por seu imenso conhecimento jurídico, mas também, e principalmente, pela maneira como compartilha esse conhecimento, por ter me apresentado ao Direito Comercial, pela atenção e pela paciência com as quais me orientou.

Aos amigos da *lândara* Turma II, que riram e sofreram comigo, que partilharam das dificuldades e das (tantas) felicidades, que ofereceram um ombro amigo, uma conversa gostosa, boas e muitas risadas e tantas histórias. Os encontros pelo corredor, as mesas de bar, os jogos universitários, as viagens, as longas tardes na biblioteca, as festas, os melhores momentos em família na querida República 12 Doses. Ao meu amado time de vôlei, motivo diário de orgulho, que me ajudou a passar por esse momento difícil, sempre se fazendo presente. Àqueles que se tornaram uma família, com os quais tive o prazer de compartilhar esses cinco anos, e que fizeram desses os melhores possíveis.

Em especial, às amigas que se tornaram irmãs, que suportam a difícil tarefa de me aguentar todo dia de manhã e que se tornaram meu porto seguro.

Às primeiras pessoas com quem morei, tanto às que dividiram o aluguel quanto às que dividiam só a nossa casa, das quais eu serei sempre a eterna caloura, agradeço por terem me ensinado a transformar um simples apartamento em um lar, por terem me ensinado novos jeitos de encarar as dificuldades, por terem me mostrado que, muitas vezes, os problemas são muito menores do que parecem, por todo apoio que me deram desde o primeiro ano de faculdade e por serem muito mais do que amigas, mas uma verdadeira amada e querida família.

A todos aqueles que estiveram presentes nessa jornada, o meu muito obrigada.

*O correr da vida embrulha tudo.
A vida é assim: esquenta e esfria,
aperta e daí afrouxa,
sossega e depois desinquieta.
O que ela quer da gente é coragem.*

João Guimarães Rosa

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO | 17 |
| 1 CONTROLE ACIONÁRIO | 23 |
| 1.1 Considerações Preliminares | 23 |
| 1.2 Conceituação e Caracterização do Acionista Controlador | 24 |
| <i>1.2.1 Controle: Diferentes Aceções</i> | <i>24</i> |
| <i>1.2.2 Poder de Controle: Introdução</i> | <i>24</i> |
| <i>1.2.3 Caracterização do Acionista Controlador</i> | <i>27</i> |
| 1.3 Modalidades de Controle Acionário..... | 32 |
| <i>1.3.1 Controle Interno x Controle Externo</i> | <i>32</i> |
| <i>1.3.2 Modalidades de Controle Interno</i> | <i>35</i> |
| 1.4 Natureza Jurídica do Controle | 43 |
| 1.5 Abuso do Poder de Controle. Responsabilidade do Acionista Controlador.. | 44 |
| 2 GOVERNANÇA CORPORATIVA | 47 |
| 2.1 Terminologia..... | 49 |
| 2.2 Breve Histórico e Conceituação | 50 |
| <i>2.2.1 Conceituação.....</i> | <i>51</i> |
| <i>2.2.1.1 Conflitos de Agência</i> | <i>51</i> |
| <i>2.2.1.2 Conceituação</i> | <i>54</i> |
| 2.3 Governança Corporativa: Pilares, Princípios e Valores | 57 |
| 2.4 Modelos de Governança Corporativa | 59 |

| | |
|---|----|
| 2.4.1 O Modelo Anglo-Saxão | 61 |
| 2.4.2 O Modelo Nipo – Germânico | 63 |
| 2.4.3 O Modelo Latino – Europeu..... | 64 |
| 2.4.4 O Modelo Latino – Americano | 65 |

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL. INFLUÊNCIA NO ARCABOUÇO JURÍDICO, REGULATÓRIO E AUTORREGULATÓRIO..... 69

3.1 Introdução

3.2 O Modelo Brasileiro de Governança Corporativa

3.2.1 A influência da Lei Sarbanes-Oxley no Brasil

3.2.2 O Ativismo e a Mudança no Perfil do Minoritário: Os Investidores Institucionais

3.2.3 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e seu Código de Melhores Práticas

3.2.3.1 Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa

3.2.3.1.1 Propriedade

3.2.3.1.2 Conselho de Administração

3.2.3.1.3 Gestão.....

3.2.3.1.4 Auditoria Independente.....

3.2.3.1.5 Conselho Fiscal.....

3.2.3.1.6 Conduta e Conflito de Interesses

3.2.4 Cartilha de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM

83

3.3 O Ambiente Legal, Regulatório e Autorregulatório das Sociedades por Ações: Influência da Governança Corporativa

3.3.1 Evolução Histórica da Lei 6.404/76.....

3.3.2 *Autorregulação da Bolsa de Valores: Os Segmentos Diferenciados da BM&F Bovespa*
90

4 PANORAMA BRASILEIRO DE PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO
97

4.1 Proteção à Minoria Acionária na Lei 6.404/76.....98

4.2 Nível 1.....108

4.3 Nível 2.....110

4.4 Novo Mercado.....111

5 CONCLUSÃO115

REFERÊNCIAS117

INTRODUÇÃO

O cenário econômico mundial, nas últimas décadas, foi marcado por uma grande variedade de escândalos financeiros. Como exemplos, podemos citar os casos do Watergate e das companhias Enron e WorldCom, nos Estados Unidos, o caso da Parmalat, na Itália e a Copel, no Brasil. Um dos principais fatores que contribuiu para os escândalos citados foi a falta de transparência existente nas companhias envolvidas. Notoriamente, a Enron e a WorldCom, por exemplo, foram duas empresas que, apesar de inicialmente tidas como saudáveis, tiveram sua falência decretada, o que causou grande impacto na economia americana e global. As duas companhias se valiam de mecanismos fraudulentos para ocultar sua verdadeira situação econômica, através de alteração de seus resultados contábeis.

Apesar dos escândalos recentes, já havia um “Problema de Governança Corporativa” muito anterior aos casos citados,¹ o que pode ser comprovado pelo conhecido escândalo Fisk-Gould, ocorrido em 1869, fruto de uma manipulação do mercado financeiro norte-americano.²

Durante o período entreguerras, o banqueiro alemão Carl Fuerstenberg afirmou que “acionistas são burros e impertinentes: burros porque compram ações e impertinentes porque exigem lucro em troca.”³ A frase ilustra como o mercado de capitais evoluiu desde então. Atualmente, o acionista minoritário tem o potencial de assumir posição de suma importância às companhias, pois através da abertura de capital e da venda de ações as sociedades podem obter mecanismos de capitalização sem a necessidade de recorrer a financiamentos bancários, que costumam ter índices altíssimos de juros. Assim, o minoritário representa uma alternativa extremamente viável de capitalização da companhia. Notória ainda a importância e a influência que os investidores institucionais passaram a exercer a partir da metade dos anos 80 sobre o cenário econômico internacional, assumindo uma postura ativista de cobrança e fiscalização das empresas investidas, o que significou uma verdadeira mudança do perfil dos acionistas minoritários, que passaram a exigir seus direitos e prerrogativas e já não podiam mais ser ignorados. Esses investidores institucionais dispõem de quantias

¹ GOUREVITCH, P. A.; SHINN, J. *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*. Princeton University Press, Princeton, 2005. p. 01.

² Cf. <<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Fisk-Gould+Scandal>>, acesso em 27/02/2013.

³ SALAMA, B. M.; PRADO, V. M. "Proteção ao Acionista Minoritário no Brasil: Breve Histórico, Estrutura Legal e Evidências Empíricas (no prelo)" *Estudos em Memória de José Luís Saldanha Sanches*. Lisboa: , 2011. Disponível em <http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1058&context=bruno_meyerhof_salama>, acesso em 27/02/2013

extremamente elevadas de recursos para investimento, o que os coloca numa posição de elevada importância para as companhias, pois, apesar de se configurarem como acionistas minoritários, os fundos de investimentos geralmente detêm uma quantia significativa de ações da empresa, o que lhes confere um alto poder de barganha.

Justamente com o escopo de evitar e solucionar os problemas como os que resultaram nos escândalos citados, no final da década de 1970/início da década de 1980, surgiram as primeiras ideias relativas aos conceitos modernos de Governança Corporativa. A expressão teria sido utilizada pela primeira vez nos Estados Unidos, em 1991. Posteriormente, em 1992, foi publicado, na Inglaterra, o *Cadbury Report*, primeiro código de melhores práticas de governança corporativa. Finalmente, em 1999, o tema chegou à apreciação por uma organização multilateral, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o que resultou na edição dos Princípios da Governança Corporativa da OCDE⁴, que exercem grande influência sobre vários diplomas legais e códigos de conduta, entre eles a nossa Lei de Sociedade por Ações, com redação alterada pela lei 10.303/01, e o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, editado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Entre os objetivos almejados pela OCDE na edição de seus Princípios, Adriana Andrade e José P. Rossetti elencam os seguintes⁵: abrir espaços nas corporações para a participação ativa de acionistas minoritários; definir critérios para a criação de marcos regulatórios; e assegurar base jurídica regulamentada para o desenvolvimento eficaz do processo de governança nas empresas.

Como se pode observar, a governança corporativa é marcada por sua característica de instituto cujo estudo abarca forte interdisciplinaridade. A matéria pode ser abordada do ponto de vista do Direito, da Administração, da Economia, entre outros. No Brasil, as áreas de Economia e Administração já apresentam um estudo bastante avançado da disciplina, o que ainda não se verifica no Direito, área onde a governança corporativa começa a ganhar adeptos, porém ainda em menor grau do que o observado nas demais áreas de conhecimento. O desenvolvimento jurídico da governança corporativa em nosso país é de extrema importância, pois o instituto envolve-se intimamente com a questão da proteção das minorias acionárias. Num país como o nosso, cujo ambiente organizacional apresenta características de forte concentração acionária, ainda com a presença muito marcada de acionistas controladores majoritários, representados, muitas vezes, por grupos familiares, e com tradição histórica de

⁴ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2011. P. 26-27.

⁵ Idem, *Ibidem*, p. 173.

detrimento legal aos minoritários, a disseminação das melhores práticas de governança corporativa é de fundamental importância, principalmente para o fortalecimento do mercado de capitais nacional. Assim, conforme assinala Arnaldo Wald,

É preciso que a sociedade dê segurança ao investidor, ao minoritário, ao executivo, ao empregado, e encontre uma fórmula na qual não se atenda apenas ao mercado, mas também às normas legais e éticas. O mercado é muito importante, pois não podemos revogar a lei da oferta e da procura; mas, ao lado do mercado, há a regulamentação jurídica que também é muito importante⁶.

O professor evidencia ainda o papel da sociedade jurídica como um todo na quebra do paradigma tradicional do minoritário no direito brasileiro, argumentando que

A ideia tradicional, que existiu no Direito estrangeiro até o fim do século XIX, mas continuou a dominar o Direito brasileiro até um momento relativamente recente – e, em parte, continua a prevalecer em certos casos –, era de que o minoritário não tinha qualquer direito [...]. Esta ideia dominou o Direito Comercial até os anos 60 – eu diria até o ano 2000. Assim, era preciso fazer uma verdadeira revolução cultural. E teria que ser o trabalho dos juristas. Não poderia ser apenas trabalho do advogado da empresa. Era preciso que as ideias surgissem não partindo tão-somente dos acionistas minoritários, mas da doutrina e jurisprudência.⁷

Essa “revolução cultural” a que o professor Arnaldo Wald se refere, acreditamos, está sendo, pouco a pouco, implementada no Brasil, sendo que uma das principais ferramentas dessa implementação é a disseminação das melhores práticas de governança corporativa. Essa “revolução cultural” pode ser observada nas recentes alterações legislativas, nominalmente a edição da Lei 10.303/01, nas edições de códigos e cartilhas de melhores práticas de governança corporativa por institutos privados e agências reguladoras, como o já citado IBGC e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e nas iniciativas da BM&F Bovespa ao criar os segmentos diferenciados de governança corporativa – Nível 1 e Nível 2, e o Novo Mercado.

Todas essas iniciativas refletiram de maneira positiva no mercado acionário brasileiro, o qual vem passando por uma grande mudança nos últimos tempos. Superada a fase de estagnação vivida na virada da década de 1990 para os anos 2000, as Bolsas de Valores de nosso país passam agora por uma fase de recuperação e desenvolvimento, o que pode ser sentido no cotidiano econômico nacional.

Acerca dessa pujança observada na BM&F Bovespa, Jorge Lobo afirma que

⁶ WALD, Arnaldo. A evolução do direito societário. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 120, n. , p.56-65, 2000. p. 64.

⁷ *Ibidem*, p. 60.

Para os juristas, a revolução do mercado de ações do país é resultado da conjugação do *princípio do ativismo societário* [...], que estimula pequenos e grandes investidores a participar, de forma consciente e responsável, do processo decisório das companhias, com o princípio da *proteção ao acionista minoritário*, ambos inspiradores e orientadores das normas que presidem o ‘Novo Mercado’”.⁸ (grifo nosso)

Observa-se, assim, a forte relação da governança corporativa com a proteção do acionista minoritário, e, ainda, a importância que o aumento na gama de direitos e no grau de proteção às minorias representa para o mercado de capitais e para a economia nacional em geral. Essa relação entre governança corporativa, proteção do acionista minoritário e seu impacto na estrutura jurídico-societária brasileira, com reflexos ainda nas estruturas de controle acionário das companhias, é o objeto do presente estudo.

Para alcançar este objeto, o trabalho foi organizado da seguinte maneira:

No primeiro capítulo, analisamos a disciplina do controle acionário, a caracterização do acionista controlador, as diferentes modalidades possíveis de controle e sua natureza jurídica. Iniciamos ainda o estudo do instituto do abuso de poder de controle e da responsabilidade do acionista controlador. O objetivo deste capítulo é, principalmente, possibilitar a identificação do minoritário (ou, ainda, do não-controlador), sujeito tutelado no presente estudo, nos diferentes arranjos e configurações de controle acionário, servindo ainda como embasamento teórico para toda a dissertação.

No segundo capítulo, introduzimos a temática da governança corporativa, analisando as controvérsias que giram em torno da terminologia da expressão “governança corporativa”, o contexto histórico da disciplina, sua conceituação, os princípios e valores que a norteiam e os principais modelos observados nos diferentes países do globo.

O terceiro capítulo trata da governança corporativa no Brasil e da influência desta nos sistemas legal, regulatório e autorregulatório de nosso mercado acionário. Neste, os conceitos estudados nos dois primeiros capítulos são utilizados em conjunto para se explicar o modelo particular de governança corporativa brasileiro, suas principais influências e características, as quais derivam tanto da estrutura econômico-societária interna do país quanto da influência de fenômenos e elementos internacionais. Analisa-se, ainda, a influência da governança na proteção das minorias e a relevância que a disciplina da proteção dos minoritários assume em nosso país.

O quarto capítulo, finalmente, trata do panorama legal e extralegal que o minoritário encontra nos diferentes ambientes de mercado existentes em nosso país, quais

⁸ LOBO, J. Princípios de Governança Corporativa. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, v. 142, p. 146.

sejam, o mercado tradicional, o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado. Pretende-se, neste capítulo, traçar um quadro comparativo entre os variados graus de proteção das minorias nos diferentes ambientes existentes. Para tanto, iniciamos com a análise dos principais direitos e prerrogativas das minorias encontradas na Lei das S/A, ao que segue a investigação da disciplina nos segmentos diferenciados da Bolsa de Valores de SP – Nível 1 e Nível 2, até, finalmente, atingirmos o Novo Mercado, segmento mais exigente de adoção e comprometimento com as melhores práticas de governança corporativa. O objetivo deste capítulo é a confrontação entre os diferentes sistemas e a demonstração de que quanto maior o grau de governança corporativa praticado, maior o grau de segurança e proteção das minorias, o que reflete ainda, fortemente, no nível de desenvolvimento daquele mercado específico.

Por fim, cumpre ressaltarmos que o objetivo precípua do presente trabalho é a demonstração do quadro evolutivo da proteção do acionista minoritário em nosso país, a influência que a governança corporativa exerce nessa evolução e seus desdobramentos no desenvolvimento do mercado de capitais e na alteração da própria estrutura jurídico-organizacional e no controle acionário das companhias brasileiras. Os tópicos estudados, portanto, são apenas aqueles considerados pertinentes ao objeto do trabalho.

1. CONTROLE ACIONÁRIO

1.1. Considerações preliminares

Iniciamos nosso estudo analisando o tema do controle acionário, tópico amplamente investigado pela literatura internacional e nacional, dentre as quais, vale frisar, desponta, como obra que talvez tenham exercido a mais forte influência em todos os demais autores que exploram o tema, a célebre pesquisa de Adolf. A. Berle e C. Means⁹, denominada “*A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*”, baseada em dados de 1929 de empresas norte-americanas, até hoje largamente utilizada pela doutrina.

Em nosso país, por sua vez, citamos a obra de Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, como aquela que exerce o maior grau de influência na doutrina pátria no que diz respeito à temática do controle acionário na sociedade anônima¹⁰, obra a qual tomaremos como base do presente tópico.

A importância do estudo preliminar do controle acionário e como este se caracteriza resta na necessidade de se definir e delimitar o sujeito o qual pretendemos tutelar em nossa análise, pois o acionista minoritário é caracterizado a partir da temática do controle. Atentamos, no entanto, para o fato de que o minoritário objeto deste estudo é aquele que *não detém o controle*, é o detentor de capital social individualmente considerado, que tem direitos, mas que não exerce efetivamente o controle, e não a minoria organizada capaz de ditar os rumos da companhia. Há sim a possibilidade da massa minoritária se organizar de modo a se fortificar e, assim, poder exercer mais direitos, mas, frisamos, o minoritário aqui tutelado é aquele que, mesmo compondo uma massa organizada, *não detém o controle da companhia*, conforme explicaremos detalhadamente adiante.

A ressalva é importante porque, como veremos a seguir, há a possibilidade de o controle social ser exercido por minoritários, situação que cresce cada dia mais em nosso

⁹ Ressalta-se, que, apesar de seus escritos constituírem obra de influência exponencial, Berle e Means não foram os primeiros a atentar para a possibilidade de dissociação entre propriedade e controle da companhia. Karl Marx já havia realizado essa previsão sessenta anos antes da publicação dos estudos dos autores americanos.

¹⁰ Citamos como exemplo de alguns autores pátrios exponenciais que se utilizam da referida obra ao falar especificamente do tema sob análise os doutrinadores Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, Nelson Eizirik, Rubens Requião, entre outros.

cenário econômico empresarial. Assim, como observa o jurista Rubens Requião¹¹, é possível que uma enorme massa de detentores de capital social seja submetida à vontade de um acionista ou grupo de acionistas que detém efetivamente uma parcela percentualmente pequena do capital social, e que também é capaz de cometer abusos.

Feitas estas considerações preliminares, passemos ao estudo efetivo do controle acionário.

1.2. Conceituação e Caracterização do Acionista Controlador

1.2.1. Controle: diferentes acepções

Inicialmente, importante delimitar o sentido que adotamos para palavra “controle”.

Tecendo considerações sobre o vernáculo, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, em obra anteriormente citada, ensina que no direito francês, classicamente, adota-se o “sentido básico de verificação ou fiscalização”, ao passo que na língua inglesa, diferentemente, “o núcleo central das diferentes acepções do vocábulo é a noção de poder ou dominação”. No alemão, por sua vez, encontra-se o “sentido básico de francês de fiscalização, vistoria, revisão, inspeção”¹².

Os juristas continuam, argumentando que, apesar da língua portuguesa ter sofrido influência tanto do francês quanto do inglês, atualmente, o entendimento desta é o que predomina em nosso universo jurídico, ou seja, “no sentido forte de poder de dominação”, e não no sentido de fiscalização ou regulamentação. É, portanto, com esse sentido, mais próximo ao da língua inglesa, que passaremos a utilizar o vernáculo “controle”, em sua acepção de *dominação*.

1.2.2. Poder de Controle: Introdução

A partir, principalmente, do referido estudo elaborado pelos professores Berle e Means, ficou claro que, contrariamente ao que para muitos parece ser intuitivo, controle e

¹¹ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 25ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 2. p. 144-145.

¹² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 28.

propriedade acionária são conceitos distintos, que não estão necessariamente correlacionados, apesar do fato de que, em nosso país, na realidade estrutural da maioria das companhias, o controlador ainda é efetivamente o proprietário, ou grupo de proprietários, do maior número de ações, ou seja, é o chamado “dono” da companhia. Essa realidade, no entanto, está mudando, e um dos motivos que estão possibilitando essa mudança é, como veremos a seguir, o movimento crescente de instauração e divulgação das práticas de governança corporativa no Brasil.

Assim, observamos que em quase todos os países que participam dessa estrutura cada vez mais globalizada do mercado financeiro, há mecanismos que permitem que se dissocie propriedade acionária de controle efetivo. É o caso, por exemplo, dos preferencialistas, que investem seu capital na companhia, mas não têm direito a voto, não lhes sendo possível, via de regra, tomar o controle acionário ou ditar os rumos da sociedade, pois lhe faltam os direitos políticos de sócio. Trata-se de uma mudança de paradigma, pois, tradicionalmente, entendia-se que seria justo que aquele que mais investiu na companhia decidisse, necessariamente, as direções que esta iria seguir, uma vez que o risco econômico que este assumia era maior do que o assumido pelos demais.

Para elucidar melhor essa mudança, podemos citar o Decreto-Lei n. 2.627, de 1940, posteriormente substituído pela Lei de Sociedades Anônimas de 1976, ainda vigente. O diploma de 1940, conforme ensina Modesto Carvalhosa¹³, adotava o sistema majoritário, ou seja, utilizava o princípio do acionista *majoritário*, que é diferente do princípio do acionista *controlador*, atualmente adotado. No diploma antigo, o acionista majoritário não detinha responsabilidades específicas, como ocorre modernamente com o acionista controlador. O Decreto-Lei de 1940 atribuía responsabilidade aos administradores, apenas, o que não nos parece suficiente. Para melhor entendimento, transcrevemos aqui a brilhante lição do referido autor¹⁴:

No sistema *majoritário* há uma correlação direta entre risco de capital empregado e mando social. O acionista ou grupo de acionistas que assumiam maior risco de capitais investidos na companhia é que deveriam comandá-la. Assim, aqueles que possuíam mais de 50% do capital votante eram considerados pela lei de 1940 como os acionistas que teriam os poderes de decisão, de indicação dos administradores e da orientação política da companhia.

A assembleia geral, em consequência, era efetivamente o órgão decisório da companhia, já que nela prevalecia o sistema *quantitativo* de ações, traduzido pelo predomínio da maioria do capital social. Mediante a atribuição de voto a todos os

¹³ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 2, p. 475-476.

¹⁴ *Ibidem*, p. 476.

acionistas titulares de ações ordinárias, davam-se aos votos majoritários totais direitos de decisão.

Atualmente, no entanto, o cenário societário já não reflete por completo a realidade de antigamente. A nova Lei das S/A brasileira trouxe mudanças significativas à estrutura societária de nossas companhias, entre elas, a substituição do princípio do acionista majoritário pelo princípio do acionista controlador, como veremos adiante.

Tal mudança foi possível porque, conforme apontam os juristas Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, a estrutura de poder da sociedade anônima distingue-se em três níveis: (a) nível da participação no capital (ou investimento acionário), (b) nível da direção, e (c) nível do controle. Assim, observamos que é possível que o controle advenha do investimento acionário, ou, ainda, que o controlador ocupe também o nível da direção (pois lhe é possível indicar a si próprio para cargos de diretoria), mas a participação em um nível não pressupõe, necessariamente, a participação em outro¹⁵. Deste modo, apesar de ser possível que o controle acionário advenha da propriedade acionária, o primeiro não fundamentalmente decorre da segunda. Isso torna o estudo do poder de controle ainda mais importante para este trabalho, pois a posição de acionista minoritário não detentor de mando social relevante muda de acordo com cada estrutura estabelecida nas diferentes modalidades de poder de controle.

Para melhor elucidação, trazemos, ainda, classificação bastante utilizada que divide os acionistas em três categorias: acionista-rendeiro, acionista-especulador e acionista-empresário. O primeiro grupo interessa-se apenas pelos aspectos patrimoniais da empresa, objetiva uma renda permanente, somente, enxergando as ações como papéis de renda variável, não manifestando desejo de tomar parte na direção da companhia. O segundo grupo, por sua vez, é composto por indivíduos que mais se preocupam com lucros imediatos, obtidos conforme os resultados dos pregões diários das bolsas de valores. A preocupação destes é sempre com o resultado de suas especulações. Estes não pretendem, por exemplo, tomar parte em eventual divisão de dividendos. Finalmente, o último grupo, composto pelos acionistas-empresários, é aquele que efetivamente se importa com o controle e com os rumos que a companhia deve tomar¹⁶.

¹⁵COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 41.

¹⁶ Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 2. p. 482- 483; REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 25ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 2. p. 142.

É importante que a lei consiga contrabalançar todos esses interesses, protegendo e limitando a atuação de cada grupo de acordo com cada situação diferente. A existência de todos os três tipos de acionistas é importante, pois cada um deles exerce uma função diferente, inclusive o acionista-especulador, que confere liquidez aos papéis, negociando-os no mercado secundário de valores mobiliários.

Observamos, portanto, os diferentes níveis existentes de estrutura de poder dentro das sociedades anônimas, e, ainda, a existência de acionistas que apresentam perfis diferentes. Cada um destes apresenta interesses, prerrogativas, direitos e deveres diversos entre si, o que influencia diretamente a estruturação societária e o controle de cada companhia.

Traçados estes necessários comentários preliminares, passemos à efetiva caracterização do acionista controlador.

1.2.3. Caracterização do Acionista Controlador.

De modo mais genérico, pode-se afirmar que o acionista controlador é aquele que dirige a companhia, atua em suas tomadas de decisões, “orienta, em última instância, as atividades sociais”¹⁷.

Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho definem controle como a “prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior de impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior. Nesse sentido, ele discrepa radicalmente da dominação direta, exercida pelo senhor, amo ou patrão sobre seus servos, dependentes ou empregados”¹⁸.

Oportuna, ainda, a lição proferida por Nelson Eizirik ao afirmar que a Lei 6.404/76 “reconhece a existência do poder de controle acionário nas sociedades anônimas, definindo-o não em função da titularidade da maioria do capital votante, mas essencialmente em virtude do efetivo exercício da direção das atividades sociais”¹⁹.

A Lei das S/A traz, em seu artigo 116, a definição de acionista controlador, *in verbis*:

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:

¹⁷ EIZIRIK, Nelson, et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 387.

¹⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. X.

¹⁹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 665.

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

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

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

O mesmo conceito foi reproduzido no artigo 243, §2º do referido diploma, que traz a definição de sociedade controladora e sociedade controlada:

Art. 243, §2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Da análise dos dispositivos, atenta-se, primeiramente, ao fato de que a Lei de S/A menciona apenas que o controlador pode ser a “pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum”, sem determinar qualquer tipo de porcentagem mínima ou número específico de ações votantes que o acionista deve ter para ocupar posição de controlador. Daí infere-se que a lei reconhece, implicitamente, serem possíveis mais de uma modalidade de controle, como, por exemplo, o minoritário, sobre o qual falaremos mais adiante. Ademais, reconhece expressamente a possibilidade de controle compartilhado, exercido através de acordo de acionistas, além da possibilidade do controle ser exercido por pessoa jurídica sobre outra pessoa jurídica, por controladora sobre controlada, o que é feito através de mecanismos como a constituição de *holdings*, entre outros.

Observa-se ainda que o termo *permanente* empregado na alínea “a”, como bem aponta o renomado jurista Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, não significa “eterno”²⁰. Denota, sim, que “não se trata de uma situação fortuita e dependente do acaso”²¹. O controlador, portanto, age propositadamente, suas ações são orientadas para o fim de que lhe seja assegurado o poder de controle, criando ferramentas e mecanismos para que sua posição acionária perdure, seja duradoura, enquanto seja esta sua vontade.

²⁰ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3. p. 275.

²¹ Loc. cit.

Sobre o tema, o professor Fábio Konder Comparato²² argumenta, com propriedade, que a

(...) preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos.

A ressalva do autor é importante porque, mesmo que o controlador detenha essa posição por pouco tempo, há assunção dos encargos que dela decorrem. Significa dizer que, independentemente do período de tempo no qual o controlador preenche os requisitos para sê-lo, este será sempre passível de eventual responsabilização perante minoritários, trabalhadores e terceiros.

Observamos ainda que o legislador de 1976 trouxe três requisitos necessários para a caracterização do acionista controlador, que devem ser observados cumulativamente^{23 24}: (a) assegurar a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral, (b) assegurar o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e, ainda, (c) usar efetivamente o poder para eleger administradores e dirigir as atividades sociais.

A partir dos requisitos (a), “assegurar a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral”, e (b), “assegurar o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”, é possível notar que estes não determinam um percentual fixo de ações votantes necessárias. Este montante varia de acordo com a estrutura societária e o grau de dispersão de ações, pulverização do capital social. Citamos a esse respeito, para melhor elucidação, o enunciado do art. 15, §2º da LSA, o qual possibilita a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, no limite de 50% do total das ações emitidas. Daí infere-se ser possível, num cenário simplista, que, em assembleia geral, ações correspondentes a 25% mais um do capital social decidam por toda a massa de acionistas. Dependendo do grau de pulverização do capital, nas companhias abertas, e de como estão organizados os diferentes grupos, é possível que esse número seja ainda menor.

²² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 86.

²³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 666.

²⁴ Apesar de ser este o entendimento majoritário, a necessidade de observância cumulativa não é unanimidade na doutrina. Modesto Carvalhosa, em sua obra **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. (4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 2. p. 491.), diverge da posição apresentada, argumentando que os dois atributos existentes na alínea “a” do referido artigo da LSA (maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e poder de eleger a maioria dos administradores da companhia) não são cumulativos, dado que, segundo o autor, é possível que se detenha o controle interno com o exercício de apenas um deles.

Por sua vez, o requisito (c), “usar efetivamente o poder para eleger administradores e dirigir as atividades sociais”, denota que a não utilização *efetiva* das prerrogativas que decorrem da titularidade de ações em número suficiente para garantir a maioria dos votos em assembleia geral e eleger administradores *não* caracteriza posição de acionista controlador. Em outras palavras, é necessário não apenas que o acionista detenha maioria, é preciso ainda que este efetivamente exerça o controle, utilize-se de suas ações para impor sua vontade, conduzir os negócios e eleger a maioria dos administradores.

Da leitura do artigo 116 infere-se, ainda, que o poder de controle é um poder de *fato*, e não de *direito*, pois, conforme exposto, o controle relaciona-se a um dado montante de ações que confirmam ao seu titular direitos de sócio²⁵, sendo que tal titularidade é passível de mudança. É um fenômeno dinâmico, e não estático, que pode ser influenciado por inúmeros fatores, como a emissão de novos papéis, modificação da estrutura social, reorganização societária (como transformação, incorporação, fusão ou cisão), entre outros.

Outro argumento relevante neste sentido é o referente ao disposto na alínea “b” do artigo 116 da Lei das S/A, o qual preconiza que para que se consolide a posição acionária de controlador, é necessário que seu detentor efetivamente se utilize desta, se valha de seu poder de mando social, ditando os rumos da companhia e fazendo-se presente na tomada de decisões que digam respeito à sociedade. Ora, a verificação desse comportamento do acionista controlador só pode ser realizada casuisticamente. Ademais, não há como se obrigar, legalmente, alguém a ter o *animus* de se tornar controlador, ou seja, o controle é um poder de *fato*, e não de direito.

Além disso, frisamos que, na sociedade por ações, diferentemente das sociedades ditas de pessoa, não prevalece um vínculo contratual entre indivíduos específicos, e sim as “*posições acionárias*”. A esse respeito, explica Nelson Eizirik que

verifica-se, pois, que o poder de controle *não* esta relacionado à *pessoa* do acionista, mas ao *lote de ações* que confere ao seu titular o poder de fazer valer sua vontade nas assembleias gerais, de eleger a maioria dos administradores e de conduzir os negócios sociais (grifo nosso)²⁶.

²⁵Sobre esse tema, importante ressaltar a possibilidade do proprietário de ações ordinárias não ser necessariamente também titular de seus direitos, estes podem ser destacados das ações, como ocorre, por exemplo, no usufruto e na alienação fiduciária em garantia. Assim, de acordo com Fábio Konder Comparato, “controlador é quem tem os votos decisivos, não o proprietário das ações” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 85).

²⁶ EIZIRIK, Nelson. et. al. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 392.

Assim, o vínculo estabelecido na S/A não é pessoal, prevalece nesta a “fungibilidade da pessoa do acionista”²⁷.

Em suma, “o controle da Sociedade Anônima constitui um poder de fato, não um poder jurídico, visto que não há norma que o assegure”²⁸. Não há uma relação jurídica que estabelece o controle acionário, “o acionista controlador não é sujeito ativo do poder de controle”. Não há proteção jurídica à sua posição acionária, cabe a ele assegurá-la e tomar as devidas providências para fazê-lo. Não é situação permanente, necessariamente, e sim de fato, que perdura enquanto acionista preencher os requisitos trazidos pelo artigo 116 da Lei das S/A.

Terminadas as considerações sobre as alíneas do artigo ora sob análise, importante verificar o disposto em seu parágrafo único, ou seja, que “o acionista controlador deve usar o poder com o *fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social*”. Também no artigo 115 do referido diploma há comando semelhante, qual seja, “o acionista deve exercer o direito a voto no *interesse da companhia*”. Destes excertos é possível verificar a influência eminentemente institucionalista do legislador de 1976.

As teorias institucionalistas afirmam existir um interesse social independente, diverso, do interesse dos sócios em si, que se contrapõe a este. O interesse da companhia, assim, teria natureza autônoma em relação ao interesse do acionista. Os adeptos desta escola afirmam, ainda, que o interesse social, além de não ser totalmente identificável com o interesse dos sócios, é de ordem superior a este²⁹.

No institucionalismo, diferentemente do contratualismo, não há tanta discricionariedade no direito de voto do acionista. Esta é limitada pela necessidade de se fazer cumprir o interesse da *companhia*, e não o do sócio individualmente considerado, nem ao menos à somatória dos interesses de todos os sócios, pois estes podem ser contrários ao interesse da sociedade. Surge aí o conflito de interesses, que ocorre quando, por exemplo, o controlador vota em proveito próprio, prejudicando a empresa, buscando lucro pessoal (ex: o controlador contrata determinada empresa para executar um serviço só porque tal empresa é de propriedade de parente seu, não porque é a melhor para executar a tarefa, ou, ainda, quando os sócios pretendem distribuir dividendos, mas a companhia não está em situação

²⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p.178.

²⁸ EIZIRIK, Nelson, et. al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 391.

²⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v.2. p. 450.

financeira favorável para fazê-lo). Quando há conflito de interesses, pode restar caracterizado o *abuso de poder de voto*, mecanismo essencial para coibir práticas contrárias aos interesses dos minoritários e dos *stakeholders*³⁰.

O conceito de controlador trazido pela lei 6.404/76 é repetido em diferentes diplomas pátrios, como ocorre, por exemplo, no regulamento de listagem do Novo Mercado da BM&F BOVESPA, que traz ainda uma complementação ao disposto na lei, que se aplica, por óbvio, somente às companhias listadas neste segmento da Bolsa de Valores:

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

Importante frisar, ainda, que a definição de tal poder de dominação ou controle é *“sempre feita em função da assembleia geral, pois é ela o órgão primário ou imediato da corporação, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória”*³¹.

1.3. Modalidades de Controle Acionário

1.3.1. Controle Interno X Controle Externo

Para iniciarmos este tópico, importante distinguir, primeiramente, o controle interno do controle externo, distinção que, inclusive, traz implicações legais bastante relevantes para a esfera jurídica (e econômica) das empresas, sendo capaz de definir até qual ramo do Direito irá atuar em cada caso.

De maneira geral, o *controle interno* é aquele exercido no âmbito da própria companhia, que se vale de seus mecanismos e órgãos internos, como a assembleia geral, enquanto o *controle externo* é aquele exercido por outro ente sobre a companhia. Ocorre

³⁰ Conforme explica Milton Nassau Ribeiro, o termo *stakeholder*, “ainda sem tradução para o português, é utilizado para designar os demais interessados na companhia, como empregados, fornecedores, clientes, comunidade e até mesmo cidadãos e governo. *Stake* quer dizer risco no jargão do mercado financeiro. *Stakeholder* refere-se àqueles que possuem o risco associado ao desempenho da empresa ao qual se relacionam”. (RIBEIRO, Milton. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 24)

³¹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v.2. p. 50.

quando um ente estranho à sociedade é capaz de controlar suas ações, como, por exemplo, quando uma companhia fornece para um único e exclusivo comprador, o que torna a posição deste muito fortalecida em relação à posição da fornecedora, podendo configurar situação em que o não cumprimento de exigências feitas pelo comprador pode significar a quebra da empresa fornecedora. Atentamos ao fato de que casos em que há relação de pessoa jurídica controladora e controlada não configuram controle externo, e sim interno, como explicado acima.

Para construir seu conceito de acionista controlador, e tutelar sua atividade, a lei 6.404/76 adotou o sistema de *controle interno*³², pois “impõe como requisito do controlador a *titularidade dos direitos de sócio*³³”. No Brasil, diferentemente do que ocorre em países como Alemanha e Estados Unidos, o controle externo não é considerado acionário, não está previsto na Lei das S/A *para efeitos de abuso de poder*, ou seja, eventual responsabilidade advinda dele não será resolvida no âmbito do controle, e sim em através de outros mecanismos jurídicos ou outras esferas, como o Direito Concorrencial.

Isso, no entanto, não significa que a Lei das S/A seja totalmente alheia ao fenômeno do controle externo, pois, conforme assinala Fábio Konder Comparato, o parágrafo único do artigo 249 do referido diploma, ao conferir à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o poder de expedir normas sobre as sociedades a serem abrangidas pela regra da consolidação das demonstrações financeiras, o legislador de 1976 conferiu à CVM o poder de determinar na consolidação a inclusão de sociedades que, *embora não controladas, sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia*, sendo que essa “dependência financeira” pode ser interpretada como controle externo³⁴.

O *controle externo* é caracterizado quando há *influência dominante*³⁵ de uma companhia sobre a outra. Essa influência deve apresentar caráter duradouro, é necessário que a empresa “dominada” não possa subtrair-se ao poder da “dominante”. Endividamento

³² VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3. p. 271.

³³ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v.2. p. 491.

³⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 83-84.

³⁵ Sobre a expressão “influência dominante”, Fábio Konder Comparato explica que esta “ganha em precisão quando aplicada no direito concorrencial para indicar aquelas situações em que, mesmo sem a existência de controle no sentido societário, há o poder de dirigir a atividade e modificar estruturalmente a sociedade, produzindo efeitos de concentração econômica”. Esse conceito, no entanto, é vago no direito societário, sendo necessária a análise casuística de cada hipótese capaz de configurar situação de influência dominante. Segundo o autor, a chave para aplicação da disciplina é o exercício efetivo desse poder, “o controle externo remete à discussão do controle como posição jurídica ou situação de fato”. (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 81 e 90).

também causa controle externo, ou, ainda, transferência para a credora da direção dos negócios da devedora³⁶.

Ressaltamos aqui outra potencial vantagem trazida pela capitalização de sociedades anônimas através de abertura de capital em entidades de balcão organizado e Bolsas de Valores, em detrimento ao financiamento bancário: a diminuição expressiva de potencial caracterização de situação de controle externo, que pode ser muito prejudicial às companhias. Antigamente, era muito comum que sociedades brasileiras se valessem de empréstimos bancários, sujeitos a taxas de juros altíssimas, quando precisavam de capital. Com o fortalecimento da Bolsa de Valores e com o surgimento dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&F Bovespa, porém, passamos a observar um movimento empresarial que tenta cada vez mais atrair novos acionistas, inclusive pessoas físicas e investidores institucionais, que contribuem com um montante não tão elevado de capital (em relação àqueles que detém o controle), para investir em suas companhias, o que é uma alternativa à capitalização através de empréstimos de instituições financeiras, alternativa esta que, além de ser economicamente viável e vantajosa, traz o benefício de diminuir (ou, poderíamos dizer, praticamente aniquilar) o risco de assunção de controle externo por endividamento financeiro.

É importante também porque, como a lei não admite a hipótese de controle externo para efeitos de caracterização de posição acionária controladora, este não é regulamentado pela temática do controle, ou seja, o controlador externo não é passível de incorrer nas sanções relativas ao abuso de poder nos termos da Lei das S/A. Estas sanções são impostas ao acionista que vota de acordo com as exigências do controlador externo, que nem sempre são feitas no sentido mais favorável à companhia. Significa dizer que a não capitalização através de endividamento é capaz de eliminar riscos consideráveis de responsabilização dos controladores internos.

O *controle interno*, por sua vez, como mencionado, é “aquele cujo titular atua no interior da própria sociedade”³⁷, exercido em função da assembleia geral.

À primeira vista, o controle interno parece fundar-se apenas na propriedade acionária, o que, como mencionamos anteriormente, não é sempre a situação. Como citado, a possibilidade de dissociação entre propriedade acionária e poder de mando social já é fenômeno largamente estudado e comprovado. O controle, portanto, pode se configurar de

³⁶ EIZIRIK, Nelson, et al. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 389.

³⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 50

diversas maneiras, pois este não se funda exclusivamente na titularidade acionária total ou quase total. Diante desta constatação, Berle e Means propuseram a classificação do controle interno em diferentes espécies, o que foi reproduzido, com algumas modificações, em nossa doutrina, conforme analisaremos a seguir.

1.3.2. Modalidades de Controle Interno

Na teoria clássica de Berle e Means, o controle interno é classificado em cinco espécies, a saber: controle com quase completa propriedade acionária; controle majoritário; controle obtido através de expedientes legais; controle minoritário; controle administrativo ou gerencial.

Essa teoria, no entanto, foi feita com base em dados de companhias norte-americanas, que estão inseridas em um contexto legal-econômico-social diferente do nosso. Tendo isso em vista, a doutrina pátria fez algumas modificações na clássica tese norte-americana, adaptando seus conceitos para a realidade brasileira, mas sempre levando em consideração “o critério fundamental da separação entre propriedade acionária e controle empresarial”³⁸.

Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, assim, admitem existir quatro modalidades típicas de controle interno, classificadas conforme o grau existente de separação entre propriedade e controle, quais sejam: controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial³⁹.

O *controle totalitário* é aquele em que não há separação entre propriedade acionária e controle empresarial. Todas as ações votantes pertencem a um único acionista.

A modalidade de controle totalitário pode ser relacionada com aquela espécie denominada por Berle e Means de *controle com quase completa propriedade acionária*⁴⁰. Esta, no entanto, entendem os autores norte-americanos, assemelha-se à situação de sociedade unipessoal, o que é criticado por Fábio Konder Comparato, uma vez que na sociedade unipessoal não há pluralidade de interesses, há apenas o interesse do titular único do capital social, ou seja, não há conflito de interesses, e, conseqüentemente, as regras existentes para regular esses conflitos perdem a eficácia. Existindo, no entanto, apenas mais um acionista, o

³⁸COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 52.

³⁹Ibidem, p. 52.

⁴⁰Ibidem, p. 52.

caráter totalitário é dissipado e surge a possibilidade de conflito, mesmo que este novo acionista não seja detentor de todos os direitos de sócio.

O *controle majoritário*, por sua vez, é modalidade consagrada nas legislações em geral sobre sociedades anônimas, vez que estas foram concebidas para comportar vasto corpo acionário, e não apenas um número limitado de sócios, o que impossibilita a adoção do critério da unanimidade para a tomada de todo e qualquer tipo de decisão. Essa modalidade de controle, que é a mais comum no caso de companhias abertas brasileiras, dada a extrema concentração acionária que se verifica em nosso país, caracteriza-se quando um acionista, ou grupo unido por acordo de acionistas, detém a maior parte do capital social; diz-se, frequentemente, mais de metade das ações com direito de voto.

Segundo Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, o motivo pelo qual a maioria deve comandar tem viés econômico, já que, para o autor, o poder de comando deveria ser proporcional ao montante de capital investido, já que “quem mais arrisca mais capital tem a perder”⁴¹.

Fábio Konder Comparato, por outro lado, nos confere uma argumentação diferente, afirmando que

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

A ideia que está na base do princípio majoritário, observou Kelsen, é a de que o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível⁴².

Explica ainda que não se trata simplesmente de ignorar os interesses da minoria, já que, ao menos uma vez, no momento em que a sociedade é constituída, é necessária a unanimidade dos sócios⁴³. Em outras palavras, presume-se que, quando da constituição da companhia, todos os envolvidos no processo concordaram que as decisões deveriam ser tomadas com base no princípio majoritário. A regra valeria também para novos sócios, já que estes, no momento em que optam por fazer parte da sociedade, tomam conhecimento de seu funcionamento, e, em teoria, concordam com este.

⁴¹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3. p. 272.

⁴² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 60-61.

⁴³ *Ibidem*, p. 61.

O controle majoritário subdivide-se, ainda, em *absoluto* e *simples*, de acordo com o grau de expressividade da minoria acionária. Ocorre que esta, conforme aprofundaremos adiante, dependendo da maneira como se organiza, pode atingir determinados patamares que lhe conferem hipóteses legais de favorecimento. Assim, se não há uma minoria qualificada, seja pelo fato do número de ações em seu poder ser extremamente reduzido ou porque o capital social é largamente pulverizado, situação que torna demasiadamente difícil a tentativa de se atingir o mínimo de votos necessário para se configurar hipótese legal de favorecimento, o controle será *absoluto*. Se, no entanto, a minoria conseguir organizar-se de modo a reunir, isoladamente ou em conjunto, ações correspondentes a determinados percentuais do capital social, estará apta a se valer de determinadas hipóteses legais capazes de restringir o poder de controle do majoritário, o que configura situação de controle majoritário *simples*⁴⁴.

Finalmente, ressalva-se que nem sempre o controle majoritário é exercido por apenas um acionista, mas por um grupo, unido através de pactos parassociais, como o acordo de acionistas. Isso ocorre porque muitas vezes um único acionista não é capaz de assegurar, por si só, a maioria do capital social votante. Por isso, este se une a demais acionistas, que apresentam interesses semelhantes aos seus, de modo a assegurar a maioria dos votos em assembleia geral, formando assim um “bloco de controle”⁴⁵. Fábio Konder Comparato dá a essas hipóteses o nome de “controle conjunto ou por associação”. Nelson Eizirik por sua vez, denomina tal modalidade de “controle compartilhado”.

Outra modalidade de controle, que se contrapõe ao majoritário, é o *controle minoritário*. O artigo 116 da lei das S/A, como mencionado, não prevê um percentual mínimo exigido de ações para definir o controle acionário, e, ao fazê-lo, admitiu implicitamente a possibilidade de configuração do controle minoritário⁴⁶. Nesta modalidade, o controlador, ou grupo de controle, detém menos da metade do capital votante. Essa situação torna-se possível, principalmente, quando as ações estão largamente dispersas entre uma vasta massa de acionistas. Nestes casos, a pulverização extrema do capital faz com que a organização de

⁴⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p.62-63.

⁴⁵ O bloco de controle é gerado através da união de determinados acionistas através de certos mecanismos jurídicos, como o acordo de acionistas. Nesses casos, em que o controle compartilhado é instituído mediante pacto parassocial, é possível que aquela situação em que apenas uma pequena parcela do capital social decide por toda a sociedade se agrave ainda mais, pois todos os sócios unidos sob acordo de acionistas devem votar no mesmo sentido, ou seja, em bloco. A decisão acerca da orientação deste voto é realizada fora da assembleia geral, em instância denominada “reunião prévia”. Nesta, as deliberações são decididas, geralmente, pela maioria. Disso decorre que, na prática, se o controle é assegurado por ações que representem 50% do capital votante, por exemplo, unidas sob acordo de acionistas, em reunião prévia apenas metade deste capital será necessário para se alcançar uma decisão, o que representa apenas 25% do capital votante *total*. Significa dizer que titulares de ações que representam apenas um quarto do capital votante, neste cenário, são capazes de decidir por toda a sociedade.

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson, et al. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 396.

acionistas em grupos expressivos, capazes de tomar o controle, seja muito difícil, o que torna possível que detentores de um percentual pequeno de capital votante consiga conduzir os rumos da empresa.

Alia-se, ainda, à extrema pulverização acionária um fenômeno cada vez mais conhecido de grandes sociedades anônimas abertas: o absentéismo e desinteresse de acionistas não controladores em comparecer às assembleias gerais, o que torna possível a tomada de decisões sobre vários assuntos com base no voto de apenas alguns acionistas, pois a exigência legal de quórum mínimo na assembleia geral, no mais das vezes, vale apenas para as primeiras convocações. Se após algumas tentativas de convocação, realizadas conforme os ditames legais, a assembleia geral não atende esse quorum mínimo, esta poderá ser realizada independentemente do número de votantes que comparecem.

O desinteresse de acionistas pela direção efetiva da sociedade é um fenômeno cada vez mais presente no cotidiano empresarial-econômico dos mais variados países. O fortalecimento das Bolsas de Valores, o crescimento das negociações de ações e outros papéis e até mesmo a mudança cultural dos indivíduos em relação à percepção da economia de cada país, que faz com que cada vez mais pessoas físicas optem por investir seu capital na bolsa, são apenas alguns dos fatores que contribuíram para a crescente massa de pequenos investidores que escolhem tornar-se parte de uma sociedade. Ocorre que, como citado anteriormente, existem perfis diferentes de acionistas, e estes são, nestes casos, em sua maioria, acionistas-rendeiros ou acionistas-especuladores, ou seja, não são indivíduos que estão interessados na direção e no controle da companhia, sua participação nesta é motivada por um viés econômico, apenas, o que colabora na explicação das causas de seu desinteresse e absentéismo.

Atentamos ainda para a diferença conceitual de extrema importância para o presente trabalho: minoria acionária X acionista (ou grupo acionista) minoritário *controlador*. Pretendemos aqui estudar a tutela daquele que, não exercendo o poder de controle, fica à mercê de quem o faz, sendo necessário que se criem mecanismos para coibir eventuais abusos de poder. A minoria acionária, assim, é composta pelos “acionistas que, em grupo ou individualmente, não preenchem os elementos caracterizadores do controle⁴⁷”.

O acionista minoritário *controlador*, por sua vez, é justamente aquele que detém o poder de mando da companhia, ou seja, é sujeito passível de incorrer nas hipóteses legais de abuso de poder.

⁴⁷ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3. p. 279.

O que à primeira vista pode parecer uma incoerência conceitual, na verdade não o é. Explicamos anteriormente que, de acordo com o entendimento kelseniano⁴⁸, no princípio majoritário deve-se buscar o acordo com o maior número possível de sujeitos, e o desacordo com o menor número possível. Ora, é exatamente isso que ocorre nos casos de controle minoritário, pois, como citamos, a dispersão do capital votante é tal que a organização de número suficiente de acionistas necessária para oferecer contraposição ao grupo minoritário que detém o atual poder de controle da sociedade torna-se extremamente difícil, quase impossível. Assim, em assembleia geral, o acionista controlador, mesmo detendo percentual pequeno de ações votantes, acaba por “ganhar” as votações, impondo suas vontades, porque, apesar de sua baixa participação acionária, quando da efetiva sessão de votação a posição do controlador acaba por se tornar a majoritária *dentro da assembleia geral*, dado que a maioria do capital votante *não se faz presente em tais reuniões*, e, como anteriormente exposto, o controle interno se dá *em função da assembleia geral*. Observamos assim que, para efeitos de deliberações em assembleia geral, o princípio majoritário continua a valer, pois as decisões são tomadas com base na vontade da maioria dos *presentes*. A diferença é que nestas hipóteses, os presentes representam, na realidade, apenas uma pequena parcela da grande massa de detentores de ações com direitos de sócio. Essa pequena parcela, no entanto, exerce o poder de controle, e deve assumir as responsabilidades advindas de tal posição acionária. Nestes casos, o “minoritário” objeto de nosso estudo serão os demais acionistas, titulares de parcela ainda menor do capital social do que aquela detida por quem exerce o controle.

A grande diferença entre controle majoritário e minoritário residiria, portanto, no montante de capital votante necessário para se exercer o poder de mando social da companhia. Nos casos de controle majoritário, é necessário que se detenha mais da metade das ações com direito de voto, enquanto no controle minoritário, a estrutura social da companhia é tal que o acionista proprietário de menos da metade do capital votante é capaz de se tornar seu controlador. Observa-se ainda que, nos casos em que há controle majoritário, é muito mais fácil que o controlador assegure sua posição acionária, dado que, independentemente do quórum que comparece à assembleia geral, ele sempre deterá a maioria dos votos. Já no caso no controle minoritário, é possível que outros acionistas, grupos ou entes econômicos apresentem risco de tomada de poder do atual controlador.

⁴⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 52.

Aponta-se ainda como particularidade desta modalidade o fato de que a venda do controle minoritário não enseja Oferta Pública de Ações (OPA) na forma prevista no artigo 254-A da Lei das S/A.

Finalmente, a última modalidade apresentada de controle interno é o *controle gerencial*, também chamado de *administrativo ou pulverizado*. Essa modalidade se configura quando o capital social está disperso de tal maneira que nenhum acionista detém ações suficientes para tomar o controle, sendo que este passa a ser exercido pelos administradores da companhia. Em outras palavras, o controle gerencial é

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-o num órgão social que se autoperpetua por cooptação⁴⁹.

Esse é um modelo que, apesar de apresentar em fase de crescimento no Brasil, ainda não é largamente encontrado entre nossas sociedades anônimas. Começou a ser adotado por companhias abertas brasileiras a partir de 2006, quando sociedades como as Lojas Renner S/A e a Embraer Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A começaram a pulverizar seu capital social no mercado acionário.

Para que se configure o controle gerencial, é preciso que alguns requisitos estejam presentes. O primeiro, mais fundamental destes, é a extrema dispersão acionária, que impossibilita que um acionista detenha um bloco de ações que assegure o poder de controle.

Para que isto seja possível, a companhia emite apenas ações com direito de voto, sendo possível, ainda que se utilize de mecanismos que restringem estatutariamente o número máximo de votos de cada acionista ou grupo de acionistas em assembleia geral, independentemente de sua participação acionária, nos moldes do artigo 110, § 1º da lei 6.404/76. Assim, é lícito que a companhia restrinja o número máximo de votos por acionista em assembleia geral a 5% do capital social, por exemplo. Nesse caso, mesmo que determinado sócio possua participação acionária de 10%, não poderá votar com mais de 5% do capital social⁵⁰.

Além de cláusulas de restrição ao número máximo de votos, as companhias de controle gerencial também costumam inserir outros dispositivos em seus estatutos com o fim

⁴⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p.71.

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 672-673.

de impedir ou dificultar ao máximo a tomada de seu controle acionário. São as chamadas *poison pills*, que têm por objetivo a manutenção da dispersão do capital acionário.

A fim de garantir o controle gerencial, além da diluição acionária e dos mecanismos empregados nas *poison pills*, os dirigentes da companhia utilizam-se, ainda, de características que são geralmente encontradas em seus acionistas, quais sejam, o absentéismo e o desinteresse em exercer seus direitos políticos dentro da sociedade.

Sobre essas características, Rodrigo R. Monteiro De Castro explica que há um risco muito grande para o acionista que contribui com largas somas de capital em uma única companhia, pois se esta quebra, ou não apresenta resultados tão positivos, a perda desse grande acionista será proporcional ao montante de capital investido, o que, nesse caso, representará um vasto prejuízo. Esse tipo de risco pode ser mitigado através de mecanismos que permitam que o acionista controle a empresa sem, no entanto, contribuir com a totalidade ou com a maioria do capital, o que possibilita a distribuição do risco empresarial entre vários acionistas, de modo que, no caso de resultados negativos, nenhum acionista sofrerá um prejuízo tão elevado⁵¹.

Este é um mecanismo largamente utilizado nos mercados em que há grande dispersão acionária. Com efeito, um dos primeiros ensinamentos de qualquer especialista ao orientar uma pessoa leiga que pretende investir na Bolsa de Valores é que ela deve sempre ter uma “carteira diversificada” de ações, ou seja, deve participar de várias sociedades, distribuindo seu capital, e não investir todos os seus recursos em apenas uma companhia. Através disso, almeja-se a diversificação dos riscos econômicos. Para ilustração, o autor citado previamente utiliza-se de exemplo bastante elucidativo⁵²:

Se um acionista investe em grande escala apenas em uma companhia do setor de aviação, e há uma baixa repentina da cotação de suas ações, baixa esta causada por um aumento do preço do petróleo, o acionista em questão sofrerá um grande prejuízo. Se, no entanto, este mesmo acionista optar por diversificar seu investimento, participando tanto da empresa do setor de aviação, quanto de companhia do setor petrolífero, cujas ações apresentarão um aumento no preço, em razão da alta do combustível, o mau desempenho de uma companhia será compensado pelo bom desempenho da outra, ou seja, o acionista não sofrerá um impacto financeiro relevante.

⁵¹ Cf. CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle Gerencial**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 119-124

⁵² Ibidem, p. 120.

Assim, a dispersão acionária seria, na visão deste autor, uma consequência da diversificação de investimentos. Esta, se, por um lado, diminui os riscos de investimento, por outro, faz com o investidor tenha seu interesse pelo monitoramento dos administradores da companhia diminuído, o que ocorre por uma variedade de fatores, como a quantidade de tempo que tal monitoramento em todas as companhias das quais o acionista detém pequena participação social irá demandar, os altos gastos nos quais o investidor pode incorrer ao ter que se deslocar para comparecer a assembleias gerais, a necessidade de compreender temas específicos e complicados para debater determinadas questões, entre outros.

Explica-se assim porque numa realidade de mercado acionário extremamente disperso há tanto absenteísmo e desinteresse de acionistas em exercer seus direitos políticos. São relevantes, para estes, apenas seus direitos econômicos, o que alavanca a possibilidade de se configurar o controle gerencial das companhias. É o que acontece largamente no Reino Unido e nos Estados Unidos, onde já há bastante tempo o mercado de capitais apresenta como característica marcante uma grande desconcentração acionária, ao contrário do que ocorre em países como Japão, Itália, Alemanha e Brasil, onde há impera a concentração.

Finalmente, em relação ao controle gerencial, é importante destacar que este não se encontra no elenco de possibilidades abarcadas no artigo 116 da Lei das S/A. Significa dizer que nas companhias de controle gerencial a figura do acionista controlador não é caracterizada, pois não há quem preencha os requisitos legais para ocupar tal posição. Em decorrência disso, não são aplicáveis a estas companhias os dispositivos da lei das S/A que regem a responsabilidade do acionista controlador (art. 116, §único e art. 117). Tampouco se aplicam as regras que tratam de alienação do controle acionário (art. 254-A) e do procedimento de votação em separado para eleição de membros do Conselho Administração (art. 141, §4º)⁵³.

Apesar de não serem aplicáveis os dispositivos que regem a responsabilidade do acionista controlador, aqueles que exercem o controle gerencial, conduzindo as atividades sociais, são passíveis de responsabilização civil e administrativa, com base no disposto nos artigos 153 a 159 da Lei das S/A, que apresentam um conjunto de deveres até mais rigoroso do que aquele instituído para o acionista controlador⁵⁴.

Estas, portanto, são as modalidades através das quais o controle interno da companhia pode ser exercido. A propósito deste, o professor Fábio Konder Comparato resume de maneira excepcional as ideias principais que giram em torno do conceito:

⁵³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 676..

⁵⁴ EIZIRIK, Nelson, et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 398.

O núcleo de definição de controle na sociedade anônima reside no poder de determinar as deliberações da assembleia geral. Controle interno haverá toda vez que esse poder estiver em mãos de titulares de direitos próprios de acionista, ou de administradores, pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto.⁵⁵

1.4. Natureza Jurídica do Controle

A natureza jurídica do controle é tema bastante controvertido na doutrina, por se tratar de instituto composto por uma série de características peculiares, particularidades que lhe são próprias, o que torna a sua qualificação ainda mais complexa.

Rubens Requião, a esse respeito, apresenta tese específica, segundo a qual o controle seria classificado na categoria de *bens imateriais*, com natureza jurídica de aviamento, mais especificamente. O jurista afirma ainda que o controle é apropriável por ocupação, pelo acionista ou grupo de acionistas controladores, ou seja, pertence ao acionista que o detém, e não à companhia ou à massa de acionistas coletivamente considerados⁵⁶.

Por sua vez, Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, em obra que vem servindo como base para o presente trabalho, valeram-se de conceitos de variados doutrinadores na investigação do tema⁵⁷. Assim, explicam os autores, para Berle e Means, por exemplo, o controle seria um bem social ou empresarial, que pertenceria, conseqüentemente, à própria companhia, e não aos acionistas individualmente considerados. Para Claude Champaud, por outro lado, trata-se de um poder sobre de dispor de bens alheios como se proprietário fosse⁵⁸.

Os citados autores brasileiros afirmam ainda ser o controle um “poder soberano no âmbito da sociedade anônima, embora suscetível de limitação pela via legal, estatutária ou contratual”⁵⁹, refletindo, ademais, que o controle seria, portanto, “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”.⁶⁰

⁵⁵ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 88.

⁵⁶ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 25ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 2. p. 147-149.

⁵⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 105-144.

⁵⁸ *Ibidem*, p. 121.

⁵⁹ PINTO JUNIOR, Mario Engler. Análise econômica da propriedade acionária. In: PEREIRA, Guilherme Teixeira. **Direito societário e empresarial: Reflexões Jurídicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 141-168. p. 145.

⁶⁰ COMPARATO, op. cit., p. 124.

O controlador, portanto, tem o poder de dispor sobre os bens da companhia. O titular do controle, no entanto, não pode agir de maneira livre, atendendo a seus interesses particulares. Está, sim, vinculado, atrelado, ao interesse da sociedade, já que, afinal, é esta a real titular dos bens dos quais dispõe o controlador. Este tem, portanto, o *dever* de utilizar seu poder de mando de acordo com o interesse social, e não com o seu interesse privado. Por esse motivo, Fabio Konder Comparato entende que se trata de um “*poder-dever*, a meio caminho entre o *jus* e o *munus*”⁶¹.

Continuando nesta linha de raciocínio, o autor argumenta que o controle não é um bem da empresa, e sim um *poder* sobre ela⁶², concluindo, assim, que o controle, que se caracteriza como um poder, tem natureza jurídica de *direitos de atuação sobre a esfera jurídica alheia*, explicando que

os poderes propriamente ditos comportam, diversamente dos direitos de gestão ou administração, a possibilidade de disposição dos bens alheios como prerrogativa própria e não, simplesmente, derivada. O controle entraria, pois, tipologicamente, nessa categoria [categoria de direitos de atuação sobre a esfera jurídica alheia]⁶³.

1.5. Abuso do Poder de Controle. Responsabilidade do Acionista Controlador.

Conforme explicado anteriormente, o acionista controlador tem o dever de agir não em função de seu interesse próprio, mas sim em razão do interesse *social*. De sua posição acionária derivam determinados encargos e deveres, que restringem seu poder de atuação. Assim, de acordo com o disposto no parágrafo único do artigo 116, o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. Tem ainda deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa (notoriamente, os minoritários), os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve *lealmente* respeitar e atender (dever de lealdade).

Caso o controlador desrespeite o que preconiza o citado dispositivo, agindo, por exemplo, em prol apenas de benefício próprio, em detrimento ao interesse social, incorrerá em *abuso de poder de controle*, que, conforme ensinamentos do jurista Haroldo M. D. Verçosa, consiste em

⁶¹ Ibidem, p. 131.

⁶² Ibidem, p 119.

⁶³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 136.

(...) um desvio do *direito-função* de que se reveste o controlador (...). No caso das companhias esse *direito-função* é atribuído para o fim de que o controlador execute finalidades precisas. Se houve um desvio, isto significa que o caminho principal foi abandonado pelo agente, em descumprimento da lei. Outra figura que se aplica no caso como espécie de abuso de poder é a de *excesso de poder*, ou seja, neste caso o agente extravasa os limites do poder que lhe foi atribuído. Ou seja, caracterizado o poder de controle em uma companhia, seu exercício abusivo pode dar-se por meio de desvio ou de excesso⁶⁴.

Pode-se afirmar, assim, que o “abuso de poder de controle caracteriza-se pela prática de uma infração no exercício da prerrogativa legal de controle acionário⁶⁵”, que pode caracterizar-se, inclusive, por conduta omissiva do acionista controlador.

O *caput* do artigo 117 da Lei das S/A determina que o controlador que incorrer em hipótese de abuso de poder responderá pelo dano causado. Trata-se de dispositivo de grande relevância para nosso estudo, pois comina uma sanção àquele que não age dentro de seus limites de poder de mando social, o que contribui em muito para a efetivação dos direitos e da proteção da minoria acionária no âmbito da companhia. Assim, o legislador de 1976 não apenas determinou limitações ao poder de controle, mas também impôs sanções a quem age além dos limites estabelecidos. Uma vez comprovado o dano causado pelo abuso de poder, a extensão da condenação decorrente será proporcional à extensão do dano.

A propósito de eventuais condenações, Nelson Eizirik ressalva que, para fins de responsabilização do acionista controlador, não basta que este tenha incidido em uma das modalidades de abuso de poder elencadas no artigo 117 da Lei das S/A. A ocorrência de dano concreto é condição *sine qua non* para que nasça a responsabilidade de indenizar⁶⁶. A esse respeito, o jurista aqui citado explica que

A jurisprudência, em reiteradas decisões, tem exigido a efetiva comprovação do dano causado pelo acionista controlador para a caracterização de sua responsabilidade, não podendo a mera configuração do abuso, sem a prova correspondente dos danos sofridos pelo autor da ação, ensejar a condenação ao pagamento de indenização; requer-se a prova do abuso de poder e da ocorrência do dano efetivo, concreto e atual, patrimonialmente ressarcível, cujo ônus cabe ao autor da ação⁶⁷.

Observa-se, ainda, que a mera inconveniência da decisão também não é suficiente para ensejar responsabilidade. Desde que o controlador aja no interesse da companhia, objetivando alcançar maiores benefícios para esta, o abuso de poder não restará caracterizado,

⁶⁴VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3. p. 287.

⁶⁵EIZIRIK, Nelson, et al. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 400.

⁶⁶EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v.1. p. 685.

⁶⁷Loc. cit.

mesmo que eventual decisão seja inconveniente para determinada classe de acionistas, por exemplo, mas seja, comprovadamente, a melhor escolha para a companhia. Nesse sentido, ademais, também não há que se falar em responsabilização em caso de controlador que toma decisão com base no interesse social, de maneira diligente e de acordo com os parâmetros legais, mas sua ação não surte o resultado esperado.

Incorrendo o controlador em conduta caracterizadora de abuso de poder, esta ensejará responsabilização por *perdas e danos*. Não há previsão legal de anulação ou desconstituição do ato abusivo, salvo quando este é praticado no âmbito da assembleia geral, ocasião na qual a deliberação realizada em razão do voto do acionista conflitante ao interesse da companhia é passível de anulabilidade (art. 115, §4º da LSA).

O artigo 117 da LSA é, portanto, dispositivo que complementa a norma trazida pelo parágrafo único do artigo 116, previamente citada, e traz, ainda, rol exemplificativo de modalidades de abuso de poder, entre elas hipóteses que se relacionam com a minoria acionária, sobre as quais trataremos mais adiante.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

A temática da governança corporativa já é, felizmente, vastamente disseminada no Brasil e no mundo. Há diversos modelos de governança corporativa, que se amoldam de acordo com as características de cada país, levando em consideração sua estrutura societária, ambiente legal e regulatório, e até mesmo aspectos históricos, econômicos e sociais. No entanto, com a evolução do fenômeno da globalização, observa-se cada vez mais a influência dos mercados uns nos outros, o que colabora para uma tentativa de se aproximar os variados modelos, ou, de maneira menos radical, apenas seus principais valores e princípios, o que facilita a participação de investidores internacionais em mercados domésticos. Isso é particularmente interessante ao Brasil, já que o mercado de capitais de países de economia mais avançada do que a nossa, como os Estados Unidos, encontram-se em processo de saturação, o que faz com que grandes investidores institucionais, como fundos de pensão, queiram cada vez mais buscar alternativas a seus mercados locais. Tendo isso em vista, é importante que o mercado brasileiro saiba atrair esses potenciais investidores estrangeiros, detentores de um enorme volume de recursos. Uma das principais maneiras de tornar nosso mercado mais atraente é através da instituição das melhores práticas de governança corporativa. Aliás, conforme veremos adiante, é essa uma das principais exigências feitas por grandes fundos internacionais para que se viabilize seu investimento em nosso país.

A atração de investimento estrangeiro, no entanto, é apenas uma das vantagens trazidas pelo crescente movimento pela governança corporativa observado em âmbito global. Esse movimento gera um aumento da confiança do investidor no mercado acionário, o que possibilita que este se desenvolva cada vez mais, trazendo inúmeros potenciais benefícios às empresas e à economia nacional em geral, pois a governança corporativa envolve noções de boa gestão empresarial, que se relaciona com o equilíbrio de interesses de acionistas e *stakeholders*. Para Leonardo Barém Leite, a governança corporativa é “o caminho para o real desenvolvimento e sustentabilidade das empresas, bem como de sua principal fonte de capitalização quanto atingem o porte das megaempresas, qual seja o mercado de capitais⁶⁸”. Ressalva, no entanto, que “ainda há um longo caminho a ser percorrido⁶⁹” em nosso país.

⁶⁸LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa- Considerações sobre sua aplicação no Brasil: (Das "limitadas" às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO,

Governança corporativa é um instituto interdisciplinar, que conjuga conceitos de Direito, Economia, Administração de Empresas, Contabilidade, entre outros, sendo influenciado, ainda, por fatores históricos e sociológicos de cada país. No Brasil, seu estudo na área da Economia e Administração já é bastante difundido. Já na seara do Direito, é tema ainda em desenvolvimento, que conta com poucas obras específicas (apesar de haver uma grande variedade de artigos jurídicos escritos sobre o assunto, não há número expressivo de livros doutrinários escritos sobre o tema no âmbito do Direito). Esse cenário, acreditamos, no entanto, parece estar mudando, a disseminação do estudo de governança corporativa nas escolas de Direito cresce cada vez mais, o que é motivo de comemoração, já que é assunto intimamente ligado a questões como controle, responsabilidade, deveres e direitos de acionistas, entre outros. Além disso, é notória a influência da disciplina na edição de diplomas legislativos, com destaque para a lei 10.303/01, que alterou a lei 6.404/76, trazendo diversos dispositivos semelhantes aos preconizados pelos códigos de melhores práticas.

Em nosso país, particularmente, o tema do presente estudo toma dimensões próprias, relacionando-se fortemente com a temática do poder de controle, pois a estrutura de propriedade acionária aqui encontrada é, ainda, bastante concentrada, e, dado que governança corporativa engloba aspectos de gestão empresarial, e, na maioria das empresas brasileiras, é possível detectar um acionista ou grupo de acionistas controlador, as regras de governança valerão também para estes, e não apenas para gestores (que muitas vezes coincidem com a pessoa do controlador).

Além disso, o movimento de governança corporativa é importante também por ter possibilitado a ampliação da proteção dos direitos dos minoritários, o que é muito relevante em um país que conta com uma estrutura acionária concentrada como a nossa. Essa ampliação potencializa o desenvolvimento de nosso mercado de capitais, tornando-o mais confiável e mais atrativo a pequenos e grandes investidores, o que traz também maior liquidez às bolsas de valores e entidades de balcão organizado, especialmente à BM&F Bovespa.

Importante ressaltar, no entanto, que, apesar de ser um dos pilares básicos da governança corporativa, a proteção ao minoritário não é o foco principal deste instituto. Este preconiza o equilíbrio e o respeito igualitário (*fairness*) a *todos* os acionistas, e não apenas ao minoritário. Ocorre que, dada a concentração de propriedade acionária existente em nosso país, por muito tempo, protegeram-se apenas os interesses dos controladores, que eram,

também, conforme disposto anteriormente, os maiores detentores de capital social votante (era vigente o modelo do princípio do acionista *majoritário*, e não o atual modelo do acionista *controlador*). Daí decorre que um dos maiores focos de conflito, se não o maior, no âmbito das companhias brasileiras é gerado pela relação majoritário-minoritário. Deste modo, para que se atinja o equilíbrio almejado e o respeito igualitário, é necessário que haja uma evolução na proteção às minorias acionárias, historicamente preteridas por nossos diplomas legais.

Observa-se, portanto, um embate entre acionista controlador e demais acionistas, o que potencializa o conflito entre ambas as classes, que, até pouco tempo, era quase sempre vencido pelo controlador, que gozava de vasta proteção legal. Por isso a conquista de direitos pela minoria acionária representa um grande avanço em nosso direito societário e mercado de capitais, pois ao se garantir o respeito a todos os acionistas, e não apenas aos controladores, garante-se o interesse da sociedade, da empresa, e não apenas o de um ou de outro sócio. Assegura-se, portanto, o interesse social, que é, como exposto anteriormente, o que deve nortear a gestão empresarial.

2.1. Terminologia

A expressão “governança corporativa”, já está consagrada em nossa língua, e não acreditamos haver mais espaço para guerra-la. Apesar disso, muitos autores criticam seu uso, afirmando ser um anglicismo, uma tradução simplista, literal, visão com a qual concordamos. É necessário, portanto, que se explicita o seu real sentido, não por preciosismo linguístico, mas para elucidar certas confusões que o termo pode causar no leitor, levando-o a interpretações errôneas.

O termo “Corporate Governance”, em inglês, faz menção à *corporation* norte-americana, tipo societário inexistente no Brasil, que, em nosso país, geralmente é relacionado com a noção de grandes companhias e macroempresas. Essa ideia pode levar o leitor a relacionar diretamente o instituto às grandes empresas e/ou sociedades anônimas ou por ações, apenas, o que não é o caso, pois, conforme veremos adiante, governança corporativa implica, entre outras coisas, em formas de gestão empresarial, que podem (e devem) ser aplicadas a quaisquer tipos societários e a empresas de qualquer porte.

Para Nilson Lautenschleger Jr., a palavra “governança” não apresenta tantos problemas, já que o termo alude à ideia de” ‘ato de governar’, e portanto, inclui não só a administração propriamente [...], como também a questão do controle [...] e da influência

[...]”. Afirma ainda que, dentro da correlação comumente encontrada entre sociedade anônima e a sociedade civil, o uso do termo “governança” está autorizado⁷⁰. “Corporativa”, por sua vez, dá a ideia de corporação, de um “direito corporativo”, que não é o que ocorre em nosso país, em que há um direito *societário*. Além disso, o termo corporativo alude à ideia de corporação, que seria um “grupo de pessoas com determinadas afinidades, especialmente econômicas, como marcado pelas corporações de ofício da idade média”⁷¹. Para este autor, portanto, a melhor expressão seria “governança empresarial”⁷².

O professor Arnoldo Wald também combate a expressão, afirmando ser um “anglicismo condenável⁷³”, preocupando-se com os sentidos com os quais o leitor pode acabar por relacionar erroneamente com a expressão. Para este jurista, melhor seria utilizar a expressão “governo das empresas”⁷⁴, correntemente empregada em países de língua latina, já que, para o professor, o instituto refere-se ao governo das empresas, “numa situação paralela ao estudo que se faz, em direito público, do governo de um país”⁷⁵.

Apesar dessas observações, conforme afirmamos anteriormente, a expressão “governança corporativa” já é consagrada em nosso idioma, razão pela qual continuaremos a adotá-la.

2.2. Breve Histórico e Conceituação

De acordo com doutrinadores, a governança corporativa teria surgido a partir de uma constatação, feita na Inglaterra, na virada da década de 1970 para 1980, de que algumas empresas eram mais valorizadas e respeitadas do que outras, e que, inclusive, suas ações eram mais valorizadas e mais caras dos que os títulos das demais⁷⁶. Para outros, no entanto, o debate teria começado nos Estados Unidos, onde teria sofrido forte influência da teoria institucionalista⁷⁷. No entanto, é inegável que a ideia de governança corporativa tenha surgido

⁷⁰ LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. p. 29.

⁷¹ Ibidem, p. 29.

⁷² Ibidem, p. 29.

⁷³ WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 15, p. 53-78, janeiro-março de 2002. p. 53.

⁷⁴ Ibidem, p. 54.

⁷⁵ Ibidem, p. 54.

⁷⁶ LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa- Considerações sobre sua aplicação no Brasil: (Das "limitadas" às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 503-529. p. 509

⁷⁷ LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. p.33.

pioneiramente nos estados anglo-saxões, tendo como primeiro marco regulatório o *Relatório Cadbury (Cadbury Report)*, publicado em 1992 por comissão realizada a pedidos da *London Stock Exchange*, a bolsa de valores londrina. A partir daí, a temática da *corporate governance* foi trazida para o âmbito do Direito, pois passou a influenciar o mercado de capitais, a partir da adoção de um código de melhores práticas⁷⁸.

2.2.1. Conceituação

Para que a conceituação do termo possa ser definida, é necessário, primeiramente, que se compreendam alguns conceitos relativos à conjuntura econômica empresarial que possibilitou o surgimento da governança corporativa. Assim, a explanação de algumas teorias, as quais colaboraram para a elaboração da doutrina dos chamados conflitos de agência, é fundamental para que se possa entender a relação existente entre governança corporativa e proteção do acionista minoritário em nosso país, pois, conforme explicaremos adiante, no Brasil, os conflitos de agência se dão entre acionistas controladores e não controladores, e não entre gestores e proprietários, como acontece nos países anglo-saxões.

2.2.1.1. Conflitos de Agência

A primeira teoria relevante para o presente estudo é a clássica tese de Berle e Means⁷⁹, anteriormente citada, a qual preconizou o divórcio entre propriedade e gestão, afirmando que aquele que detém a propriedade acionária não necessariamente gere a sociedade. Apesar de esta teoria ter sido elaborada com base na estrutura acionária do mercado de capitais norte-americano, em que imperam as sociedades de capital pulverizado, com o exercício do controle gerencial, a tese pode ser transplantada para a realidade brasileira, com algumas adaptações, como veremos a seguir. Esta é importante porque, a partir dela, é possível constatar a possibilidade de nascerem conflitos de interesse entre aqueles que efetivamente investiram seu capital e são proprietários da companhia e aqueles responsáveis pela tomada de decisões no âmbito destas.

Quando há separação entre gestão e propriedade acionária, é possível que nasça uma dicotomia entre os interesses dos acionistas e os interesses dos gestores. Estes devem atuar a fim de maximizar o valor de propriedade daqueles. Os gestores, no entanto, também

⁷⁸ LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. p. 35.

⁷⁹ BERLE, A.A.; MEANS, G. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. 2ª Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1897. 335p.

têm interesses próprios, os quais, muitas vezes, podem entrar em conflito com os interesses dos titulares das ações. Desse embate de interesses surge o conflito de agência. Assim, pode-se observar que há interesses conflitantes no âmbito da companhia, sendo que estes são causados, principalmente, por dois fatores, descritos pelo axioma de Klein, de acordo com o qual não existe contrato completo, e pelo axioma de Jensen-Meckling, que predica a inexistência do agente perfeito.

Assim, de acordo com Flávio C. Bettarello,

A relação de agência estabelece-se entre os outorgantes ou agente principais- as grandes massas de acionistas – e outorgados – os executivos encarregados da gestão da companhia. Essa relação fundamenta-se na contratação de decisões que maximizem o valor de propriedade dos acionistas. No entanto, os gestores têm seus próprios interesses, que buscarão maximizar. Esta dicotomia conduz aos conflitos de agência, que, tanto para Klein quanto para Jensen e Meckling, são uma decorrência natural do sistema, sendo dificilmente evitados⁸⁰.

De acordo com José P. Rossetti e Adriana Andrade⁸¹, os conflitos de agência dificilmente conseguirão ser evitados no mundo dos negócios, em decorrência das duas razões sintetizadas nos axiomas citados. Segundo estes autores, o axioma de Klein, *a inexistência do contrato completo*, decorre da própria dinâmica atual do ambiente corporativo, capaz de exigir e passar por mudanças e reestruturações muito rapidamente. Essa nova conjuntura exige do administrador a capacidade de desenvolver respostas rápidas, flexíveis e eficientes às surpresas do mercado e às ações imprevisíveis. Diante disso, Klein teria previsto, de acordo com os autores, que “os contratos perfeitos e completos, abrangendo todas as ocorrências possíveis e as respostas às mudanças do ambiente de negócios, simplesmente deixaram de existir, se é que algum dia existiram realmente”⁸². Três seriam as razões essenciais registradas por Klein para explicar tal ocorrência: i) o grande número de ocorrências imprevisíveis possível, ii) a multiplicidade de reações a cada nova ocorrência, e iii) a crescente frequência de ocorrências imprevisíveis⁸³. Além disso, importante ter-se em mente a ideia proposta por A. Alchian e H. Demsetz, segundo a qual “as corporações podem ser encaradas como um nexos de contratos⁸⁴”, que envolvem acionistas, gestores e demais *stakeholders*. Tendo isso em vista, Rossetti e Andrade explicam que

⁸⁰BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 21-22.

⁸¹ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5ª.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 85.

⁸²Ibidem, p. 86.

⁸³Ibidem, p. 86.

⁸⁴BETTARELLO, op. cit., p. 22.

Como todas estas realidades deságuam na impossibilidade de se definirem contratos completos, outorgam-se aos gestores, conseqüentemente, mais do que a execução de ações previsíveis: o direito residual de controle da empresa, resultante do livre arbítrio para a tomada de decisões em resposta a eventos não previstos. Esta condição outorgada é definida como *managerial discretion*, ou *juízo gerencial*. Juízo que pode estar mais a serviço dos objetivos dos gestores do que dos acionistas, gerando conflitos de agência⁸⁵.

O axioma de Jensen-Meckling, por sua vez, que justifica a *inexistência do agente perfeito*, analisa o comportamento do agente em si, afirmando haver uma propensão dos agentes em, no processo de tomada de decisão, pender para a proteção de seus interesses próprios, por aquilo que lhe traga mais benefícios. Os agentes, assim tendem sempre a primar por seus objetivos próprios, egoísticos. Supõe-se, portando, que “a cooperação desinteressada dificilmente prevalece em relação ao jogo de interesses”⁸⁶, ou seja, os agentes são imperfeitos. O agente perfeito, segundo Flávio C. Bettarello, “seria aquele indiferente entre maximizar seus próprios objetivos e os de terceiros”. O autor ensina ainda que

Na realidade, (...) prevalecem os propósitos imperfeitamente simétricos que, em conjugação com a inexistência de contratos completos apregoada por Klein, conduzem aos *custos de agência*, frutos do conflito de interesses de acionistas e gestores (...) Nesse contexto, as boas práticas de governança corporativas foram largamente identificadas com o trinômio propriedade – gestão - retorno (grifo nosso)⁸⁷.

No entanto, o conflito proprietários – gestores é apenas uma das categorias possíveis de conflitos de agência. Esta deriva de condições em que a estrutura de mercado que se observa em determinado país é de capital pulverizado, onde a propriedade e a gestão não são exercidas pelo mesmo indivíduo. Em grande parte dos países, no entanto, entre eles o Brasil, não é esse o cenário que se observa. Em mercados onde impera a concentração, como no nosso, “a questão central de agência desloca-se do conflito proprietários – gestores para o *conflito majoritários – minoritários*⁸⁸”, já que nesse contexto, há justaposição entre propriedade e gestão, ou seja, ou o gestor é também o controlador, ou este tem poderes de indicar os gestores, e, na prática, impor suas vontades. Nesses casos, o conflito se dará entre o interesse do controlador e o interesse dos minoritários, fato que corrobora ainda mais na

⁸⁵ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5ª.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 86.

⁸⁶ Ibidem, p. 87.

⁸⁷ BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 23- 24.

⁸⁸ ANDRADE; ROSSETTI, op. cit., p. 89.

demonstração da relevância e atualidade do tema do presente estudo. Para melhor elucidação, transcrevemos a brilhante lição de Flávio C. Bettarello acerca do assunto:

Outro conflito bastante comum e extremamente relevante é aquele que se dá entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Em países com desenvolvimento empresarial mais atrasado e com um mercado de capitais imaturo, em que há uma menor dispersão da propriedade acionária, esta é uma questão central. Aqui também o conflito é explicado pela ocorrência de propósitos imperfeitamente simétricos, ou seja, a maximização dos interesses dos majoritários nem sempre se coaduna à preservação dos interesses dos minoritários, que podem sofrer perdas em seus direitos, em sua riqueza e seu retorno. Além disso, a permissão legal para a emissão de classes de ações com direitos diferenciados (ações ordinárias e preferenciais sem direito a voto, por exemplo) também incita a assimetria de direitos dos acionistas. A existência de classes de ações sem direito a voto podem conduzir à dispersa concentração de propriedade com alta concentração de votos, permitindo aos controladores tomarem decisões contrárias aos interesses dos proprietários da maioria do capital, alijando-os do processo decisório da empresa⁸⁹ (grifo nosso).

No Brasil, portanto, os conflitos de agência se dão entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. À governança corporativa, dentro desse contexto, atribui-se o papel de minimizar este conflito, criando um ambiente em que haja equilíbrio entre os interesses de ambas as categorias acionárias, instituindo mecanismos de proteção ao minoritário, responsabilização do controlador, entre outros, o que, ao final, contribuirá para o interesse social da própria companhia, evitando-se a prevalência de interesses particulares de acionistas, controladores ou não.

Explicitados os problemas aos quais a governança corporativa se propõe a resolver, ou, ao menos, minimizar, passaremos à sua conceituação propriamente dita.

2.2.1.2. Conceituação

Governança corporativa é um instituto interdisciplinar, que pode ser estudado através de variados enfoques. Em decorrência disso, há uma multiplicidade de conceitos diferentes a seu respeito. Flávio C. Bettarello classifica o tema como “plurívoco”, pois pode ser utilizado para exprimir diferentes visões conceituais. O jurista, assim, apresenta quatro agrupamentos conceituais em que a doutrina enquadra a governança corporativa, quais sejam: i) Governança Corporativa como conjunto de direitos e de sistemas de relações; ii) Governança Corporativa como sistema de governo e estruturas de poder; iii) Governança

⁸⁹BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 24- 25.

Corporativa como valores e padrões de comportamento; e iv) Governança Corporativa como Sistemas Normativos⁹⁰.

José P. Rossetti e Adriana Andrade, por sua vez, ao analisar o “conjunto de diversidades” que cerca a temática da governança corporativa, também reúnem os variados conceitos em quatro grupos, o quais enxergam a governança como i) Guardiã de direitos das partes com interesses no âmbito das companhias; ii) Sistema de relações pelo qual as companhias são dirigidas e monitoradas; iii) Estrutura de poder observada no interior das sociedades; e iv) Sistema normativo que rege as relações internas e externas das companhias⁹¹.

Apesar da multiplicidade conceitual, pode-se identificar que governança corporativa quase sempre é relacionada, em maior ou menor grau, com uma forma de gestão empresarial, uma maneira de se estruturar as relações de poderes e de harmonizar os interesses no âmbito da companhia, buscando a consecução dos interesses desta.

Leonardo Barém Leite, acreditamos, passa a ideia central da governança corporativa de maneira sintética, afirmando ser uma “mentalidade de boas práticas empresariais”⁹², ou ainda “uma verdadeira mentalidade de gestão e de se conduzir empresas e negócios”⁹³, o que não deixa ser verdade. Ora, analisando-se o histórico de desenvolvimento do tema, observa-se que a governança corporativa surgiu como uma tentativa de se definir as melhores condutas a serem adotadas no âmbito interno da empresa, objetivando a maximização de seu lucro, a melhoria da relação com os investidores, as regras de proteção das minorias, a minimização de conflitos de interesses, entre outros. Posteriormente, essas “melhores práticas” acabaram impactando em outras searas, como a do Direito, com a edição de novos códigos, leis e regras de melhores práticas. Estas, no entanto, não deixam de ser *guidelines* para a boa gestão empresarial, que, segundo nosso entendimento, está no cerne do conceito de governança corporativa.

Seguem alguns exemplos de conceitos adotados por alguns doutrinadores e órgãos relevantes:

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), “governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas,

⁹⁰ Ibidem, p. 20-30.

⁹¹ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 138.

⁹² LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa- Considerações sobre sua aplicação no Brasil: (Das "limitadas" às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura(coord.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 503-529. p. 509.

⁹³ Ibidem, p. 507.

envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”⁹⁴.

Já para a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), governança corporativa “envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes (*stakeholders*). A governança corporativa também define a estrutura através da qual são fixados os objetivos da sociedade e como são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos”⁹⁵.

O Cadbury Report, por sua vez, afirma que governança corporativa é o sistema através do qual companhias são dirigidas e controladas.⁹⁶

Entre os doutrinadores, Mario Engler Pinto Jr. explica tratar-se de um modelo de gestão empresarial, que combina instrumentos regulatórios e mecanismos de incentivos, com o objetivo de controlar a atuação do corpo dirigente da companhia e forçar o alinhamento com os interesses dos prestadores de capital. A literatura norte-americana aponta quatro princípios basilares da boa governança corporativa: *transparency, accountability, equity e fairness*⁹⁷.

Outro jurista, Jorge Lobo traz a ideia de governança corporativa como o conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal e dos auditores externos, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral⁹⁸.

⁹⁴INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: Ibgc, 2009. p. 19.

⁹⁵ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OCDE. **Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades**. Paris: Ibgc, 2004. 70 p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2013.

⁹⁶CADBURY COMMITTEE. **Report of the committee on the financial aspects of corporate governance**. Londres: Gee, 1992. 90 p.

⁹⁷PINTO JUNIOR, Mario Engler. Análise econômica da propriedade acionária. In: PEREIRA, Guilherme Teixeira. **Direito societário e empresarial: Reflexões Jurídicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 141-168. p. 157.

⁹⁸LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 142, p.141-154, 2006.

Finalmente, Milton Nassau Ribeiro traz o conceito governança corporativa como sistema de gestão empresarial que privilegia o uso de instrumentos (lei, regulamentos e práticas comerciais) visando compatibilizar os diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia, ou seja, controladores, administradores, conselheiros fiscais e demais interessados ⁹⁹.

Observamos, portanto, que independentemente do conceito adotado, governança corporativa sempre estará relacionada ao funcionamento da companhia, à gestão empresarial, o que pode ser expandido para a estruturação de como o relacionamento de seus órgãos internos e a relação destes com os entes externos deve se dar, visando a compatibilização e harmonização dos diferentes interesses existentes no âmbito da companhia, sejam estes interesses internos dos proprietários, dos gestores, ou, ainda dos trabalhadores e funcionários, ou interesses externos, da sociedade e demais interessados em geral.

2.3. Governança Corporativa: Pilares, Princípios e Valores

Há uma variedade muito grande de modelos, códigos, diplomas e cartilhas que versam sobre governança. Apesar disso, é possível identificar alguns pontos em comum entre estes, sendo possível ainda distinguir os diferentes modelos de acordo com o grau de importância conferido a um ou outro princípio. Muitos destes princípios e valores coincidem com aqueles encontrados em determinados diplomas legislativos, o que é natural e até positivo, já que estes diplomas, em sua maioria, sofreram e continuam a sofrer grande influência do fenômeno da governança, o qual assume cada vez mais dimensões globais. Em decorrência disso, apesar das diferenças existentes entre os variados diplomas que recomendam as melhores práticas em cada país, é possível identificar alguns pontos em comuns entre estes, pois todos sofrem influência de um mesmo fenômeno global, o que leva os governos, companhias, órgãos e demais entes relevantes locais a considerar a literatura especializada acerca do tema quando da edição de algum texto normativo, seja ele um diploma legal vinculante, uma mera cartilha sugestiva de melhores práticas editada por algum órgão ou instituto, como o IBGC, ou até mesmo um código de governança corporativa válido apenas no âmbito de determinada companhia.

⁹⁹RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 12.

Classicamente, a literatura especializada, com destaque para a norte-americana, cita quatro pilares básicos sobre os quais se estrutura governança corporativa, os quais podem ser identificados nos variados conjuntos de princípios válidos em diferentes países. São eles: *fairness, disclosure, accountability e compliance*.

Fairness, que pode ser traduzido como “equidade”, traz a ideia de tratamento igualitário a todos os acionistas, garantia de que aos grupos minoritários será dispensado o mesmo tratamento dispensado ao(s) majoritário(s). Segundo definição trazida por José P. Rossetti e Adriana Andrade, diz respeito aos “direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, quanto nos resultados das operações, quanto ainda na presença ativa em assembleias gerais”¹⁰⁰.

Disclosure, por sua vez, remete à noção de “transparência”, principalmente no que diz respeito à transparência de informações relevantes, capazes de impactar os negócios. Esse valor é importante para que se fortaleça a confiança na companhia, que age de modo cristalino, transparente, o que faz com que o investidor perceba a sociedade como um ambiente seguro para aplicar seus recursos. Juliana G. Vilela afirma que “a comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas contemplar os demais fatores que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor”¹⁰¹.

O terceiro pilar citado, *accountability*, faz referência à necessidade de prestação de contas por parte dos agentes, trazendo ainda noção de responsabilidade dos agentes pelos atos praticados. Ressalta-se que tal prestação de contas deve ser realizada de acordo com determinados padrões de contabilidade e auditoria, conforme o grau de governança corporativa praticado e exigido da empresa.

Compliance, finalmente, relaciona-se com a ideia de “obediência das leis, regulamentos e estatutos sociais”¹⁰².

Além da literatura especializada, que costuma citar alguns princípios básicos, os textos em geral acerca do tema também costumam levar em consideração os Princípios de Governança Corporativa da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE). Publicados pela primeira em 1999 e revisados em 2002, os Princípios tornaram-se base de um “amplo programa de cooperação entre os Estados-Membros da OCDE e países

¹⁰⁰ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 140.

¹⁰¹ VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 146, p.47-80, 2007. p. 62

¹⁰² LOBO, J. Princípios de Governança Corporativa. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Malheiros. v. 142, 2006. p. 151.

terceiros”¹⁰³, e foram, ainda, considerados como uma das doze normas fundamentais para sistemas financeiros sólidos pelo Fórum para a Estabilidade Financeira.

De acordo com a própria OCDE,

Os Princípios são um instrumento vivo que contém *normas não vinculativas* e boas práticas, bem como linhas orientadoras sobre a sua aplicação, podendo ser adaptados às circunstâncias específicas de cada país e região. A OCDE proporciona um fórum para um diálogo permanente e intercâmbio de experiências entre os seus Estados-Membros e países terceiros. Para se manter a par de uma situação em constante evolução, a OCDE acompanhará de perto a evolução do governo das sociedades¹⁰⁴, identificando tendências e procurando soluções para novos desafios¹⁰⁵ (grifo nosso).

Os princípios da OCDE dividem-se entre as seguintes áreas: I) Assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades; II) Os direitos dos acionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos; III) O tratamento equitativo dos acionistas; IV) O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades; V) Divulgação de informação e transparência; e VI) As responsabilidades do órgão de administração.

Assim, observadas as bases valorativas e principiológicas que influenciam o fenómeno da governança corporativa em âmbito internacional, analisaremos alguns dos principais modelos de melhores práticas adotados em diferentes países.

2.4. Modelos de Governança Corporativa

Demonstrados determinados conceitos, é necessário que se alguns apresentem modelos práticos de governança corporativa empiricamente observados nos variados países. Ressalva-se que estes modelos não se enquadram em apenas um dos variados conceitos ou aceções conceituais do tema.

Os modelos de governança corporativa adotados nos diferentes países do globo diferem entre si em decorrência de uma série de fatores, como a estrutura do capital no mercado acionário (concentrado ou disperso, pulverizado), forma de financiamento

¹⁰³ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OCDE. **Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades**. Paris: Ibgc, 2004. p. 3. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2013.

¹⁰⁴ “Governo de Sociedades” é a expressão portuguesa equivalente a nossa “Governança Corporativa”. Como o português empregado nesta edição dos Princípios é aquele falado em Portugal, algumas expressões típicas daquele país são encontradas ao longo do texto.

¹⁰⁵ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OCDE. **Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades**. Paris: Ibgc, 2004. P 4. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2013.

predominante (*bank oriented* ou *market oriented*¹⁰⁶), peculiaridades do sistema legal e financeiro, grau de proteção aos investidores, peculiaridades históricas e socioeconômicas, orientação para os *shareholders* (*shareholder oriented*¹⁰⁷) ou para *stakeholders* (*stakeholder oriented*), entre outros. O estudo dos variados sistemas é importante para o presente ensaio porque, no mundo globalizado em que vivemos, há grande influência dos modelos uns nos outros. Além disso, é possível que uma empresa brasileira opte por negociar seus papéis em bolsas estrangeiras, situação em que tal empresa terá que se adequar aos padrões de governança exigidos pelo sistema do qual a Bolsa escolhida participa. O inverso também é possível, que uma companhia estrangeira decida por negociar seus papéis em bolsa de valores brasileira, adaptando-se ao nosso sistema. Ademais, a compreensão dos padrões internacionais é importante para a atração de investimento estrangeiro, já que muitos investidores institucionais, por exemplo, exigem padrões mínimos de governança corporativa para aplicar seus recursos em determinado mercado, padrões esses geralmente observados em seus países natais. Finalmente, o estudo de diferentes sistemas permite ao leitor observar exemplos variados da relação entre concentração de capital, proteção de investidores e governança corporativa, que é tema central do presente trabalho.

Com base nas diferentes abordagens admissíveis para as possíveis diferenciações entre os diversos sistemas, José P. Rossetti e Adriana Andrade identificaram dez fatores de diferenciação, quais sejam: i) fonte predominante de financiamento das empresas; ii) separação entre a propriedade e o controle; iii) separação entre a propriedade e a gestão; iv) tipologia dos conflitos de poder; v) *proteção legal aos minoritários*; vi) dimensões usuais, composição e formas de atuação dos Conselhos de Administração; vii) liquidez da participação acionária; viii) forças de controle mais atuantes; ix) estágio em que se encontra a adoção das práticas de boa governança; x) abrangência dos modelos de governança praticados, quanto à conciliação dos objetivos de retorno total dos *shareholders* com os de

¹⁰⁶ As expressões inglesas *bank oriented* e *market oriented* são utilizadas para designar a forma predominante de financiamento de cada sistema empresarial-econômico. Assim, se em determinado país as companhias recorrem majoritariamente aos bancos para conseguir capitalização e financiamento, diz-se que o sistema é *bank oriented*, com as instituições financeiras assumindo papel de forte relevância. Se, por outro lado, as companhias utilizam-se do mercado de capitais como fonte principal de captação de recursos e autofinanciamento, o sistema será *market oriented*. Nestes, o mercado de capitais é fortemente desenvolvido, e assume, no cotidiano organizacional, um papel mais relevante do os bancos em geral (no que tange à captação de recursos).

¹⁰⁷ O termo *shareholder oriented* designa aquele modelo que prima pelos interesses dos acionistas (*shareholders*), como a maximização de lucros com vistas à valorização suas ações ou recebimento de dividendos. *Stakeholder oriented*, por sua vez, é aquele sistema que prima pelos interesses dos *stakeholders*, colocando-os em posição de superioridade em relação aos *shareholders*. É o modelo encontrado em países de influência institucionalista, como a Alemanha e o Japão, em que se dá extrema importância ao papel que a companhia desempenha dentro da sociedade.

outros *stakeholders* com interesses em jogo nas companhias¹⁰⁸. A partir destes fatores, inúmeros doutrinadores dedicados à investigação do tema desenvolveram classificações dos variados sistemas identificados em cada país.

A literatura especializada geralmente aponta como mercados relevantes para o estudo da governança corporativa os sistemas encontrados nos Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha, Japão, França e, às vezes, Itália. Além disso, citam-se também os países latino-americanos, como Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Esses países, por apresentarem determinadas semelhanças, costumam ser agregados em um só modelo, de acordo com os mais variados critérios, a depender do doutrinador. Com fins de pertinência temática e objetividade, analisaremos apenas aqueles modelos os quais consideramos mais relevantes para a compreensão do presente estudo, agrupando os países da seguinte maneira: modelo anglo-saxão, modelo nipo-germânico, modelo latino-europeu e modelo latino-americano.

2.4.1. O Modelo Anglo-Saxão

O mercado de capitais dos Estados Unidos e da Inglaterra são frequentemente citados como os mais desenvolvidos entre nós. A estrutura de capital encontrada é majoritariamente pulverizada, com forte presença do fenômeno do controle gerencial. Nesses países, os conflitos de agência costumam se dar entre gestores (*managers*) e proprietários. Além disso, o financiamento das empresas é *market oriented*, já que o mercado de capitais é desenvolvido, o que possibilita que as companhias busquem capital para investimento através do comércio de seus papéis em bolsas de valores, preferindo o mercado acionário aos bancos e instituições financeiras. Estas não são tão fortes nestes países quanto as instituições existentes em outras localidades. Suas taxas de juros e condições de financiamento não são competitivas o suficiente, o que faz com que a capitalização através do mercado seja mais interessante para as companhias. Além disso, pode-se classificar este modelo como *shareholder oriented*, pois “considera o próprio acionista o proprietário da companhia, e, conseqüentemente, destinatário dos resultados da atividade empresarial”¹⁰⁹.

O próprio mercado nos países anglo-saxões exerce grande pressão para que as regras de melhores práticas sejam cumpridas. Empresas que não aderem a estas são

¹⁰⁸ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5ª.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 339.

¹⁰⁹ RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 48.

frequentemente mal avaliadas, o desrespeito às regras de governança pode acarretar em um mau desempenho no preço de suas ações e papéis em geral. A proteção aos acionistas é algo tratado com especial importância nesses países, que tem como base legal a lei Sarbanes-Oxley¹¹⁰, nos EUA, e o City Code no Reino Unido. Além disso, os fundos de pensão e de investimento exercem grande influência nesses mercados, configurando-se como um dos principais atores no que tange à proteção da minoria acionária e na observância das regras de governança corporativa em geral.

O papel destes investidores institucionais, ou do chamado “capital institucional” é importantíssimo na disseminação de boas práticas de governança corporativa, e principalmente, na garantia de observância destas. Destaca-se aqui o fundo da *Calpers – Californian Public Personel*, um dos maiores fundos de pensão do mundo, se não o maior, com uma carteira de investimentos que, em abril de 2013, estava na casa dos US\$263 bilhões¹¹¹. Conforme explica Flávio C. Bettarello, “em 1984, a Calpers realizou uma oferta pública para a compra da Texaco, frustrada por manobras dos gestores dessa companhia, que agiram contra os interesses dos acionistas¹¹²”. A partir desse episódio, o fundo começou a se tornar cada vez mais ativo, passando a exigir e monitorar as práticas de governança corporativa das empresas onde investia, expondo aquelas que não obedeciam à mídia¹¹³. Finalmente, em 1985, o fundo juntou-se a outros agentes do mercado para criar o CIL – *Council of Institutional Investors*, objetivando

estabelecer boas práticas de governança corporativa, propor alterações regulatórias para maior proteção dos acionistas, monitorar as corporações, incorporar a avaliação dos processos de governança em suas decisões de investimento, e finalmente, de votar em bloco nas assembleias gerais, de forma a eleger representantes para os conselhos de administração. No Reino Unido, o “capital institucional” também ganhou grande relevância, organizando-se em movimentos semelhantes aos norte-

¹¹⁰ A Lei Sarbane-Oxley (ou SOX, como é comumente referida), de 2002, foi uma resposta direta aos escândalos corporativos experienciados nos Estados Unidos na virada da década de 1990 para 2000, notadamente os casos Enron e WorldCom. De acordo com Flávio C. Bettarello, a lei foi “uma regulação estatal para condutas anteriormente consideradas como melhores práticas de governança corporativa facultativamente adotadas” (BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 57). Segundo, Juliana G. Vilela, o principal intuito da SOX é o de “coibir a conduta antiética de administradores e auditores, visando a restaurar a confiabilidade nas demonstrações contábeis e financeiras e, com isso, incentivar o investimento nas bolsas de valores” (VILELA, Juliana Girardelli. **Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 146, p.47-80, 2007. p. 52).

¹¹¹ CALPERS – California Public Personel. **Facts at a glance**. Disponível em <<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/facts/facts-at-a-glance.pdf>>. Acesso em 26/08/2013.

¹¹² BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 41.

¹¹³ RIBEIRO, M. N. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 28.

americanos, encampando também a ideia de um aprimoramento na divulgação dos demonstrativos patrimoniais e de resultados das companhias¹¹⁴.

Dentro desse contexto surgiu Robert Monks, notória figura de referência para o ativismo da governança corporativa nos Estados Unidos. Monks desenvolveu um raciocínio segundo o qual o ativismo dos fundos de pensão seria um *dever* destes, já que o voto do acionista é um ativo, que pertence aos pensionistas. Como o fundo age no interesse destes, é seu dever, também “exercer conscientemente seu direito de voto nas assembleias de suas empresas investidas”.¹¹⁵ É possível inferir daí o importante papel desempenhado pelos investidores institucionais na disseminação, fomento e imposição de melhoras práticas de governança corporativa às companhias que integram o modelo anglo-saxão. Não é apenas nestes países, no entanto, que o papel do capital institucional é importante, já que, além desse modelo de investidores institucionais atuantes ter sido transplantado para demais países do globo, é comum que os fundos anglo-saxões busquem alternativas de investimento em outros mercados, que não o doméstico. Para que o investimento seja possível, no entanto, esses detentores de carteiras milionárias (bilionárias, às vezes, como é o caso do Calpers), exigem das companhias estrangeiras o mesmo nível de governança corporativa exigido de suas empresas locais. Ademais, o papel ativista que os investidores institucionais desempenham dentro e fora de seus mercados acionários domésticos é o mesmo, o que colabora no fomento do ativismo acionário nos demais países.

Importante lembrar ainda que, como citado anteriormente, o primeiro código conhecido de melhores práticas de governança corporativa foi publicado em 1992, em Londres. Fruto de um comitê encomendado pela Bolsa de Valores de Londres, o chamado Comitê *Cadbury* elaborou um trabalho intitulado “*The Financial Aspects of Corporate Governance*”, considerado o primeiro marco regulatório da governança corporativa.

2.4.2. O Modelo Nipo-Germânico

Diferentemente do modelo anglo-saxão, o mercado do modelo nipo-germânico é caracterizado por uma estrutura acionária fortemente concentrada e pelo forte papel exercido pelos bancos, que são a principal fonte de financiamento das companhias, motivo pelo qual se fala em sistema *bank oriented*.

¹¹⁴ BETTARELLO, op. cit., p. 41-42.

¹¹⁵ BETTARELLO, op. cit., p. 42.

Devido a peculiaridades históricas e culturais, diz-se que em ambos os países o modelo é *stakeholder oriented*, há uma visão institucional acerca do papel das companhias, sendo que é dada maior importância à relação destas com seus trabalhadores e sociedade em geral do que à maximização dos lucros dos acionistas.

Juliana G. Vilela ressalta três características distintas no modelo alemão, quais sejam: “(i) modelo de equilíbrio dos *stakeholders* como objetivo primordial das empresas, em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas; (ii) o mercado de capitais apresenta papel limitado no fornecimento de capital de risco, (iii) gestão coletiva das empresas”¹¹⁶.

Importante citar ainda a criação do *Neuer Markt*, em 1997, pela Bolsa de Valores alemã. Este surgiu como um segmento de mercado diferenciado, com exigências mais rigorosas de governança do que o mercado tradicional. O segmento foi inicialmente destinado a novas empresas em setores de alta tecnologia, e tinha como objetivo a atração de um maior número de investidores, resultante das proteções adicionais oferecidas. Em um primeiro momento, o *Neuer Markt* foi considerado uma iniciativa de sucesso. Em 2003, no entanto, após constatações de fraudes de empresas listadas, o segmento foi encerrado¹¹⁷.

O Japão, por sua vez, apresenta como particularidade a existência dos *keiretsu*, conglomerados de bancos e empresas formados pela participação cruzada, o que colabora para o fortalecimento das instituições financeiras no mercado japonês. Além disso, em decorrência da cultura coletivista existente no país, “a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício”¹¹⁸ dos funcionários das empresas tem sido o principal objetivo das companhias japonesas.

2.4.3. O Modelo Latino-Europeu

Nos modelos observados na Espanha, França, Itália e Portugal, a “predominância de famílias controladoras já em terceira ou quarta geração, com bem arquitetados e rígidos acordos de acionistas, reflete-se na sobreposição da propriedade e gestão”¹¹⁹. A propriedade,

¹¹⁶ VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil:** Industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v. 146, p.47-80, 2007. p. 54.

¹¹⁷ Cf. BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa:** Fundamentos Jurídicos e Regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 120-121.

¹¹⁸ VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil:** Industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v. 146, p.47-80, 2007. p. 55-56.

¹¹⁹ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa:** Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 369.

portanto, é bastante concentrada. A forma predominante de financiamento, no entanto, não é clara. Os mercados de capitais não são muito desenvolvidos, há pouca transparência, pouca e inefetiva proteção aos minoritários e pequena presença de capital institucional.

2.4.4. O Modelo Latino-Americano

Tomando por base a análise da América Latina realizada pela *Latin American Corporate Governance Roundtable*, promovida pelo *Centre for Co-operation with Non-Member* (CCNM) da OCDE, que resultou num documento denominado “*White paper sobre gobierno corporativo em América Latina*”, Adriana Andrade e José P. Rossetti destacam algumas características fundamentais do cenário econômico latino-americano que influenciam fortemente o modelo de governança corporativa praticado nesses países (entre eles, especialmente, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru), quais sejam: (i) privatização dos serviços públicos, principalmente na década de 1990; (ii) concentração patrimonial, com forte presença de grupos de controle, principalmente familiares, inclusive em grandes sociedades de capital aberto; (iii) existência de grandes grupos que exercem o controle de operações de grandes empresas; (iv) reestruturação dos sistemas financeiros; (v) internacionalização, com forte presença de multinacionais e crescente processo de integração regional e quebra das fronteiras entre os mercados locais, o que leva, entre outras coisas, à adoção de modelos híbridos de governança corporativa, em que empresas subsidiárias de multinacionais passam a incorporar aos modelos locais as práticas exercidas nos países de suas matrizes, o que contribui para a disseminação das melhores práticas; (vi) limitação dos mercados de capitais, sendo comum que as companhias locais busquem financiamento em outros mercados, através, por exemplo, de um mecanismo denominado *American Depositary Receipts* (ADR's), sobre o qual falaremos adiante, o que também colabora em muito para a disseminação da governança corporativa; (vii) os fundos de pensão e investimentos configuram-se como os mais importantes investidores institucionais na região; (viii) tradições jurídicas dos países compartilham uma mesma origem, baseada no Código Civil francês. Pontos em comum também são encontrados no que tange à interpretação das leis e contratos e aos níveis de *enforcement* e cumprimento destes¹²⁰.

Estas características levam às particularidades de mercado existente na América Latina, de estrutura acionária fortemente concentrada, sendo que o controle é exercido

¹²⁰ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5ª.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 373-375.

predominantemente por grupos familiares ou, ainda, sob forma de consórcio exercido por grandes grupos, com crescente participação de capital estrangeiro. Além disso, há sobreposição da propriedade e da gestão, já que o controlador geralmente ou aponta a si mesmo como condutor da empresa ou escolhe gestores que atuam conforme a sua vontade. Ademais, dada a estrutura concentrada de capital e do controle, os conflitos de agência geralmente se dão entre majoritários e minoritários (ou, pode-se dizer, controladores e demais acionistas), e não entre acionistas e gestores, como ocorre em casos de companhia de controle pulverizado.

Sobre o modelo de governança corporativa latino-americano, Flávio C. Bettarello explica que

A elevação da participação do capital estrangeiro nas companhias locais gerou uma pressão para o rápido desenvolvimento das embrionárias práticas de governança corporativas existentes na região. A concentração do capital acionário, com a gestão geralmente exercida pelos majoritários, conjugada à baixa proteção conferida aos minoritários, torna o conflito majoritários –minoritários central para o modelo de governança corporativa latino-americano (grifo nosso)¹²¹.

O modelo brasileiro, mais especificamente, segue as características gerais encontradas no modelo latino-americano. Em nosso país observamos, também, grande concentração acionária, com forte presença de grupos familiares no controle de grandes companhias, ou, ainda, de grupos econômicos ocupando estas posições, com crescente participação estrangeira nestes. Alia-se à concentração de propriedade das ações com direito a voto a prerrogativa legal que permite que companhias emitam ações preferenciais em até cinquenta por cento de seu capital social, o que possibilita a alta concentração de poder sem a necessidade de contrapartida de investimento proporcional a este. Em decorrência disso, observa-se nas sociedades brasileiras uma alta emissão de ações preferenciais, detentoras de direitos patrimoniais, apenas, e não de direitos políticos. Esses são alguns dos fatores que levam a outra característica encontrada em nosso país: a existência de acionistas minoritários pouco ativos. Além disso, observa-se a sobreposição entre propriedade e gestão, a falta de precisão e distinção entre os papéis que devem ser exercidos pelo conselho e pela diretoria, o que ocorre principalmente nas companhias familiares, onde, muitas vezes, há uma confusão entre a família e a sociedade. Outros fatores comumente encontrados são a falta de relevância dada à remuneração dos conselheiros, a escassez de conselheiros profissionais no conselho de

¹²¹BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 36.

administração e a estrutura informal deste¹²². Sobre a governança corporativa no Brasil trataremos especificamente no próximo capítulo.

Assim, como podemos observar, em países diferentes são encontrados variados modelos de governança corporativa, o que é justificado pelas características particulares de cada uma dessas sociedades. Estas, no entanto, estão inseridas em um contexto econômico globalizado, o que colabora para a influência de um sistema sobre o outro, e para a disseminação em geral das melhores práticas. Apesar de não acreditarmos ser possível uma total uniformização dos variados modelos expostos anteriormente, pois cada um deles apresenta particularidades às quais as regras de governança devem se amoldar, pensamos ser possível que alguns pilares básicos comuns sejam instaurados em todos, ou na grande maioria, dos mercados acionários, como aqueles anteriormente citados (*fairness, compliance, accountability e disclosure*). Estes são importantes para o crescimento dos mercados locais, pois, através da instauração da exigência de níveis básicos de governança, o ambiente para investimentos torna-se mais seguro.

Além disso, é comum que dentro desse contexto de globalização, grandes investidores, como os fundos de pensão, queiram expandir seus investimentos para outros mercados, conforme citamos anteriormente. A busca pela captação destes recursos estrangeiros faz com que os mercados locais adotem práticas diferenciadas de governança, na esperança de atrair estes grandes investidores, que geralmente exigem acentuados níveis de governança corporativa para que se sintam em um ambiente seguro para aplicar seus recursos.

Ademais, também é comum que companhias busquem investimentos em mercados estrangeiros, abrindo seu capital em bolsas de outros países ou através da utilização de mecanismos como os ADR's, o que também leva à disseminação de práticas de governança, já que, para abrir o capital na Bolsa de Valores de Nova York, por exemplo, é necessário que a empresa estrangeira se adeque às rígidas exigências trazidas pela SOX. Por esses motivos, é importante que se entendam as diferenças existentes entre os variados modelos, suas causas e consequências, o que foi objeto de nossa exposição. Feito isso, passaremos à análise do modelo de governança corporativa existente em nosso país.

¹²²VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil**:: Industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v. 146, p.47-80, 2007. p. 60.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL. INFLUÊNCIA NA ARCABOUÇO JURÍDICO, REGULATÓRIO E AUTORREGULATÓRIO

3.1. Introdução

O Brasil, conforme explicado acima, está inserido em um contexto de forte concentração de propriedade acionária, com grande incidência de sociedades familiares e detrimento legal histórico das minorias acionárias. Em nosso país, os conflitos de agência se dão entre majoritários e minoritários, pois, dada a extrema concentração de capital e controle das companhias em geral, ocorre no Brasil o fenômeno da justaposição entre gestão e propriedade. Daí nascem conflitos entre o proprietário-gestor e o proprietário- não gestor, ou, pode-se falar, acionista controlador e demais acionistas, comumente referidos como *minoritários*.

Esse cenário brasileiro, no entanto, vem, felizmente, apresentando mudanças significativas. Observa-se em nosso país um crescente movimento pelo aumento da proteção às minorias, o que leva cada vez mais ao maior desenvolvimento de nosso mercado de capitais, o qual, com a edição de novas normas protetivas, torna-se paulatinamente um ambiente mais seguro e atraente para o investidor não - controlador. Esse movimento, pode-se afirmar, é encabeçado, principalmente, pela implementação das melhores práticas de governança corporativa em nosso sistema econômico, o que é feito tanto através de alterações legislativas, como a edição da lei 10.303/2001, que trouxe normas cogentes de proteção ao investidor, quanto através de soluções contratuais, às quais as companhias aderem de maneira voluntária, como ocorre no caso dos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa, sobre os quais comentaremos adiante.

Esse contexto de transição, que culmina num aumento da proteção do investidor, confere uma pujança cada vez maior a nosso mercado acionário, com um aumento tanto do investimento estrangeiro, de grandes grupos e de investidores institucionais, quanto do número de pessoas físicas, que contribuem com uma soma relativamente pequena se comparada aos grandes investidores, mas que, somadas, impactam nas finanças da companhia de maneira significativa. É o que comprova matéria veiculada na revista Exame, em 2006, segundo a qual as pessoas físicas já respondiam, naquele ano, por 25% dos negócios ocorridos

no âmbito da Bovespa¹²³. Uma das causas para esse crescimento estrondoso de participação de pessoas físicas na bolsa de valores é, ainda de acordo com a reportagem, o advento do Novo Mercado, segmento diferenciado da Bovespa, que exige alto nível de governança corporativa das empresas ali listadas.

O Novo Mercado, sobre o qual discorreremos mais profundamente a seguir, é o ambiente de mercado em que se confere o maior grau de proteção ao minoritário observado em nosso país. Outros segmentos de listagem da bolsa de valores, no entanto, também oferecem grau diferenciado de proteção às minorias em relação ao nível mínimo legal de amparo que deve ser oferecido pelas companhias que atuam no Brasil ao investidor não-controlador. Essa diferenciação entre os variados graus de proteção ao minoritário observada no contexto econômico brasileiro será objeto dos próximos capítulos. Para que se possa entender e aprofundar nossa explanação, no entanto, é necessário que expliquemos, primeiramente, o modelo vigente de governança corporativa no Brasil, suas principais influências e instituições relevantes, para que se possa finalmente compreender a real influência do fenômeno da governança em nosso país, seu impacto sobre a proteção ao acionista minoritário, seus desdobramentos e sua real importância.

3.2. Modelo Brasileiro de Governança Corporativa

Em breve síntese do exposto até aqui sobre o contexto econômico, estrutural e histórico em que se encontra o mercado acionário brasileiro, pode-se afirmar que, atualmente, verifica-se em nosso país um mercado em que o controle das companhias é largamente concentrado, sendo possível identificar facilmente um acionista ou grupo de acionistas majoritário, que é, ainda, muitas vezes, um grupo familiar. Ademais, nosso mercado de capitais, apesar de encontrar-se ainda em fase de desenvolvimento, tem um grande potencial de crescimento. Do ponto de vista histórico, já foi comentado que a lei antiga (Decreto-Lei 2.627/40) privilegiava a figura do acionista *majoritário*, em detrimento ao acionista *controlador*. Esse cenário, no entanto, foi, felizmente, superado pelo advento da lei 6.404/1976, que permitiu implicitamente diferentes arranjos possíveis de configuração do poder de controle (controle minoritário, pulverizado, entre outros).

¹²³ GRADILONE, Cláudio; NAPOLITANO, Giuliana. O Brasil descobre a bolsa. **Exame**, 24 mar. 2006. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0864/noticias/o-brasil-descobre-a-bolsa-m0081219>>. Acesso em: 30 set. 2012.

Sobre o modelo de governança corporativa observado no Brasil, Adriana Andrade e José P. Rossetti dissertam que

A aderência do modelo de governança corporativa praticado no país às condições do macroambiente global é, de um lado, dependente do alinhamento da estratégia econômica nacional aos traços dominantes da economia mundial; de outro lado, do grau de internacionalização das corporações que operam no país. Já a aderência às condições internas estabelecidas por órgãos reguladores é influenciada, de um lado, pelo grau de *enforcement* dos estatutos legais e das regulamentações; de outro lado, pelo poder de pressão das forças ativistas e, primordialmente, pelas condições estruturais em que operam as companhias, com destaque para as fontes de acumulação, a origem do capital e a concentração ou dispersão da propriedade acionária.¹²⁴

Milton Nassau Ribeiro identifica algumas características comuns à maioria das companhias abertas brasileiras, sejam elas privadas (de controle nacional ou estrangeiro), estatais ou de economia mista (em que o controlador é o Estado), o que nos ajuda a compreender e explicar a estrutura do mercado acionário brasileiro. Isso é importante porque, apesar da governança corporativa ser possível e necessária em todo e qualquer tipo de empresa, independente de seu tamanho ou arranjo societário, seja de capital aberto ou fechado, listada ou não em bolsa, o mercado de capitais de cada país costuma impactar e amoldar o padrão de governança praticado em cada modelo, motivo pelo qual é importante que se definam suas principais características, até porque um dos principais benefícios trazidos pela adoção de melhores práticas é o fortalecimento do mercado de capitais nacional, tornando-o alternativa viável de financiamento das empresas. Sendo assim, as características citadas pelo autor são as seguintes: alto índice de emissão de ações preferenciais sem direito a voto; forte presença de controle familiar ou compartilhado entre poucos acionistas signatários de acordo de acionistas; grande influência do acionista controlador sobre o conselho de administração; pouca presença de conselheiros independentes e pouca relevância na sua remuneração, *acionistas minoritários pouco ativos*; confusão entre as competências do conselho de administração e da diretoria; grande concentração das ações ordinárias sob a propriedade do acionistas controlador^{125 126}.

¹²⁴ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 391.

¹²⁵ Importante frisar, no entanto, que essas características foram apontadas com base em estudo realizado pela McKinsey & Company, em parceria com a Korn/Ferry Internacional (disponível em <http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf>), no ano de 2001. Desde então, muitas mudanças ocorreram em nosso mercado de capitais, como, por exemplo, o advento dos segmentos diferenciados da BM&F Bovespa. Atualmente, nosso mercado acionário encontra-se substancialmente mais desenvolvido, com uma liquidez muito superior àquela verificada à época na pesquisa. No entanto, mesmo que de maneira um pouco menos acentuada, essas características ainda estão fortemente presentes em nosso cenário empresarial. Além

Esse cenário é consequência, entre outros, de fatores históricos. A instabilidade econômica vivenciada em nosso país na década de 1980 e a massiva onda de privatizações de empresas públicas experienciada na década seguinte influenciaram fortemente o desenvolvimento de nosso mercado acionário e cenário empresarial em geral. As privatizações representaram “a inversão da tendência histórica de fortalecimento do Estado-empresário, inaugurada na Era Vargas e aprofundada no período militar”¹²⁷. Isso significou uma mudança importante na realidade societária brasileira, que contava, antigamente, com uma forte presença do Estado no comando das grandes companhias, o que começou a mudar em 1987, quando o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) realizou as primeiras privatizações do período. Essas, no entanto, passaram a ocorrer de maneira cada vez mais acentuada a partir do advento da lei 8.031/90, que criou o Programa Nacional de Desestatização (PND), tornando a privatização uma das “principais forças motrizes das reformas econômicas propostas pelo Governo”¹²⁸. Mais de cem empresas foram privatizadas no período. A consequência da desestatização, com a decorrente retirada do Estado do controle do setor industrial e de áreas de serviços, foi a possibilidade de criação de novas oportunidades ao capital privado, tanto nacional quanto estrangeiro. Conforme aponta Flávio C. Bettarello, “Novos agentes (...) ganharam relevo, especialmente os fundos de pensão e investidores externos. Com a emergência de novos arranjos societários, novas formas de governança corporativa no Brasil tornaram-se prementes”¹²⁹. Dentro desse contexto, surge a lei 9.457/97, que representou um verdadeiro retrocesso no tocante às minorias acionárias, justamente para facilitar os processos de desestatização e garantir que o Estado lucrasse fortemente com as privatizações.

Passada a época das privatizações, as características de concentração de propriedade no Brasil não deixaram de existir. A abertura do país ao capital estrangeiro foi um dos principais fatores que levou muitos grupos financeiros- industriais a adentrarem o país, como ocorreu na América Latina em geral. “As principais peculiaridades desses grupos é o controle e a propriedade comum de grandes companhias não necessariamente pertencentes ao mesmo ramo de atuação”¹³⁰. O controle das companhias, portanto, começou a girar em

disso, sua exposição é importante para que possamos entender alguns aspectos históricos e estruturais do mercado de capitais brasileiro.

¹²⁶ RIBEIRO RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 51.

¹²⁷ BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 63.

¹²⁸ *Ibidem*, p. 63-64.

¹²⁹ *Ibidem*, p. 65

¹³⁰ *Ibidem*, p. 68.

torno de grandes grupos, de *holdings*, de conglomerados, restando altamente concentrado. O problema disso é que, quando um grande grupo detém o controle de várias empresas diferentes, que atuam em segmentos diferentes, inclusive, passa a ser comum que haja, por exemplo, transferência de recursos de uma empresa rentável para uma empresa ainda em estágio incipiente. “O efeito negativo dessa via de capitalização é que ela é *pouco democrática*”¹³¹ (grifo nosso), além de ser complexa e pouco transparente, pois possibilita a ocorrência de variadas ações cruzadas entre as empresas participantes do grupo. Esbarra ainda na prestação de contas, temas centrais para a existência de uma boa governança.

Juliana G. Vilela aponta, ainda, outra questão importante para o presente trabalho. De acordo com a jurista,

o modelo de financiamento do setor produtivo nacional, calcado em créditos oficiais subsidiados, esgotou-se, devido ao alto endividamento do Estado, a partir de 1982. O desenvolvimento do mercado de capitais, portanto, passou a ser uma importante alternativa para esse ultrapassado modelo de crescimento¹³².

Ocorre que, no final dos anos 1990, observamos a ocorrência de um duplo movimento no Brasil: a “retração do número de companhias listadas em bolsa e uma maior demanda por recursos financeiros em mercados estrangeiros”¹³³ movimento este ocasionado por inúmeros fatores sobre os quais não nos aprofundaremos por não ser tema pertinente ao presente estudo. A baixa liquidez do mercado de capitais brasileiro fez com que grandes empresas passassem a buscar capitalizações em outros ambientes, como os Estados Unidos. Isso foi feito, principalmente, mediante emissão de *American Depositary Receipts (ADRs)*, ou mesmo através da abertura direta do capital de companhias brasileiras em bolsas de valores daquele país, o que possibilitou que nossas empresas tivessem maior contato com o nível de governança corporativa exigido nos Estados Unidos, o que analisaremos a seguir.

3.2.1. *A influência da Lei Sarbanes-Oxley no Brasil*

A vasta liquidez e pujança das bolsas norte-americanas tornam estas altamente atrativas para as grandes empresas brasileiras, que veem naquele mercado uma alternativa para sua capitalização, pois, além de ser mais desenvolvido, os custos do mercado de capitais

¹³¹ BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 68.

¹³² VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 146, p.47-80, 2007. p. 59.

¹³³ BETTARELLO, op. cit., 73.

dos Estados Unidos é relativamente baixo. Essas características fizeram com que muitas companhias brasileiras buscassem investimentos através do acesso ao mercado acionário daquele país, principalmente no final dos anos 1990, época em que se observou uma “retração do número de companhias listadas em bolsa¹³⁴” no Brasil, o que ocorreu em função de motivos variados, como uma regulação mais rígida do mercado aberto e fácil acesso a fontes alternativas de financiamento, como o BNDES¹³⁵. Diante dessa conjuntura, as grandes companhias brasileiras passaram a buscar uma alternativa de capitalização no mercado de acionário dos Estados Unidos, através do acesso direto, abrindo o capital nas bolsas norte-americanas, ou através da emissão dos chamados *American Depositary Receipts (ADRs)*, que, conforme explica Milton Nassau Ribeiro, funcionam da seguinte maneira:

Um banco fora dos Estados Unidos custodia ações de emissão de uma companhia de seu país (ex.: Banco do Brasil custodia ações de uma companhia brasileira); quase simultaneamente, um banco americano emite ADRs, lastreadas nas referidas ações custodiadas, para subscrição por investidores nos Estados Unidos. Uma vez subscrita a ADR pelo investidor norte-americano nos Estados Unidos, os titulares têm os direitos de crédito eventual perante o banco emissor, em valores equivalentes às remunerações (dividendos, bonificações, etc.) que receberá a ação custodiada. Para tal, os bancos envolvidos fazem um acerto de contas, conforme contrato previamente estabelecido¹³⁶.

O ADR, portanto, é uma maneira de acesso ao mercado acionário norte-americano, que pode ser emitido por iniciativa tanto dos bancos daquele país “quanto pela própria companhia (emissão patrocinada), em busca de recursos em outro mercado”.¹³⁷

Ocorre que, tanto para abrir o capital em bolsas norte-americanas quanto para emitir ADRs, é necessário que as companhias que pretendem fazê-lo se adequem às rígidas regras de governança corporativa do direito norte-americano, pois o acesso ao mercado daquele país só é permitido a sociedades que cumprem com as regras, normas e padrões empresariais exigidos pela *Securities and Exchange Commission* (SEC, a agência reguladora competente dos Estados Unidos), e obedecem aos ditames legais e normativos daquele país, adequando-se às rígidas exigências da SOX e às eventuais regras próprias estabelecidas por cada bolsa norte-americana, como ocorre, por exemplo, na *New York Stock Exchange* (NYSE, a bolsa de valores de Nova York), que tem um código próprio de padrões mínimos de governança corporativa exigidos das companhias que pretendem negociar ali.

¹³⁴BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 73.

¹³⁵Ibidem, p. 73-74.

¹³⁶RIBEIRO, Milton. Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 57

¹³⁷Ibidem, p. 57.

A SOX exige das companhias que pretendem atuar nos Estados Unidos níveis de governança corporativa muito elevados, e versa, principalmente, sobre os seguintes temas:

(i) auditoria independente e comitês de auditoria; (ii) proibição de empréstimos pessoais aos gestores; (iii) regras adicionais de *disclosure*; (iv) penalidades civis e penais mais rígidas para violações da legislação do mercado de capitais; e (v) maior responsabilização de gestores pela publicação dos demonstrativos financeiros de suas empresas.¹³⁸

Assim, a busca por investimento no mercado de capitais norte-americano, que apresenta alta liquidez, foi um dos fatores que levou as companhias brasileiras a iniciarem um movimento *voluntário* de adesão às melhores práticas de governança corporativa, adequando-se aos altos padrões exigidos naquele país, o que impactou profundamente a disseminação e popularização da governança no Brasil.

Além disso, podemos citar como outros fatores de disseminação da governança corporativa a busca por investimento estrangeiro em nosso mercado doméstico de capitais, que faz com que as empresas que procuram investidores estrangeiros para sua capitalização passem a observar os padrões de governança exigidos por esses investidores, que são, muitas vezes, grandes fundos de pensão, que costumam exigir um nível bastante elevado de adequação às melhores práticas. A existência de um grande número de empresas multinacionais em nosso país também ajuda na disseminação da governança corporativa, pois a filial instalada no Brasil costuma seguir os padrões praticados em sua matriz. A atuação ativista dos investidores institucionais, como o *Calpers*, chegou também ao Brasil, o que significou a implementação de uma mudança em nosso país: a modificação paulatina no perfil dos minoritários, que passam a ser cada vez mais ativos.

3.2.2. *O Ativismo e Mudança no Perfil do Minoritário: Os Investidores Institucionais*

O cenário econômico brasileiro é historicamente marcado pela característica de baixo ativismo e absentismo dos minoritários. Isso pode ser explicado por uma variedade de motivos relacionados à estrutura societária, à tradição legal de constante detrimento das minorias, à própria cultura empresarial observada em nosso país, entre outros. A alta incidência de ações preferenciais e o descompasso entre propriedade acionária e poder de mando nas organizações brasileiras também colaboram para esse cenário.

¹³⁸BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 59.

A recente revolução pela qual vem passando nosso mercado de capitais, no entanto, está sendo acompanhada por uma mudança no perfil do minoritário. Hoje, já se observam em nosso país companhias de controle diluído, até mesmo pulverizado, como é o caso das Lojas Renner, por exemplo. Há ainda um esforço das organizações para atrair investidores estrangeiros, nominalmente os grandes fundos de pensão, detentores de carteiras milionárias e com enorme potencial de investimento, como o *Calpers*, os quais apresentam como condição para investir que a companhia que pretende captar seus recursos cumpra com altos padrões de melhores práticas de governança corporativa, conforme explicado anteriormente.

Nesse novo cenário passa a surgir um perfil diferenciado de acionista minoritário, representado, principalmente, pelos investidores institucionais¹³⁹, como fundos de investimento, clubes de investimento, entidades (abertas ou fechadas) de previdência privada, bancos, entre outros. Estes, na prática, consistem em conglomerados de vários pequenos investidores, os quais contribuem para uma mesma carteira de investimentos, a qual passa a contar com um grande volume de recursos, o que lhe confere a possibilidade de participar em companhias com um percentual que, ainda que minoritário, assume dimensões muito expressivas. Além do volume de recursos, estas entidades contam também, geralmente, com uma administração profissionalizada, a qual dispõe de conhecimento técnico e de tempo para gerir os investimentos. Estes profissionais têm o dever de atuar no interesse de seus contribuintes, cuidando inclusive para que a companhia investida lhe assegure determinados direitos e garantias, o que é feito através da atuação ativa nas assembleias gerais e extraordinárias. Ademais, conforme citado anteriormente, o voto é considerado um ativo dos contribuintes, devendo, portanto, ser exercido por aqueles que gerem a carteira de investimento.

Nesse sentido, o jurista Arnoldo Wald pondera que

O acionista minoritário é diferente daquele que existia antigamente, o qual vendia suas ações caso a empresa não desse bons resultados. Hoje temos, ao lado dos pequenos acionistas, os grandes acionistas minoritários que são as fundações, os fundos mútuos e os Fundos de Pensão. Temos, outrossim, toda uma estrutura de

¹³⁹Conforme definição apresentada por Luís André N. de Moura Azevedo, são considerados investidores institucionais “todos os veículos de investimento de recursos de terceiros geridos em caráter profissional, que dependem de registro e estão sujeitos à regulação e fiscalização de autarquias ou órgãos governamentais tais como a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Banco Central do Brasil ou Secretaria de Previdência Complementar” (AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 217-262. P. 219)

controle partilhado, que o legislador não imaginou que viesse a surgir tão rapidamente com toda a sua problemática.¹⁴⁰

No Brasil, a entidade nacional tida como pioneira do ativismo dos investidores institucionais é a Previ, o fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil. A Previ, maior fundo de pensão da América Latina, conta com um patrimônio aproximado de R\$ 57 bilhões e possui aproximadamente 130 mil participantes. O fundo apresenta uma postura de forte proatividade. Além de participar de órgãos de governança de suas companhias investidas, a entidade desenvolveu o que chama de “Modelo Previ de Governança Corporativa”, definitivamente adotado no ano de 2003. Ademais, em 1999, instituiu um documento denominado “Critérios para a Composição de Conselhos de Administração e Fiscal das Empresas Participadas”, e lançou, ainda seu Código de Ética, em 2001¹⁴¹. Além da Previ, pode-se citar entre os fundos de pensão brasileiros relevantes o Petros (funcionários da Petrobrás) e Funcef (funcionários da Caixa Econômica Federal).

Assim, observa-se a paulatina mudança no perfil do minoritário brasileiro, influenciada principalmente pela proliferação de investidores institucionais em nosso país. Assinala-se ainda a importância do papel exercido por estes na disseminação da adoção de melhores práticas de governança corporativa e proteção dos minoritários por parte das empresas investidas. Tudo isso colabora para o desenvolvimento da temática da governança corporativa, que acabou por ganhar um instituto próprio em nosso país: o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

3.2.3. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e seu Código de Melhores Práticas

Criado em 1995, sob a denominação de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), a instituição ampliou seus objetivos e, em 1999, passou a adotar o nome atual de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Nesse mesmo ano, lançou o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa produzido no Brasil e divulgou suas novas diretrizes institucionais, que, conforme relatam Adriana Andrade e José P. Rossetti, consistem em (i) ser referência nacional em governança corporativa, atuando com

¹⁴⁰WALD, Arnoldo. A evolução do direito societário. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 120, n. , p.56-65, 2000. p. 64.

¹⁴¹ Cf. BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 82.

centro de difusão dos melhores conceitos e práticas nesta área; (ii) formar profissionais qualificados para atuação em Conselhos de Administração e outros órgãos de governança das empresas; (iii) estimular e promover a capacitação profissional de acionistas, sócio-quotistas, diretores executivos, auditores e membros de conselhos de família, consultivo e fiscal, preparando-os para atuação segundo as práticas da boa governança; (iv) promover o treinamento dos órgãos de governança das empresas, buscando excelência nessa área; (v) promover pesquisas sobre governança corporativa; (vi) contribuir para que as empresas adotem os valores da boa governança – transparência, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa – como diretrizes fundamentais de sucesso e perpetuação¹⁴².

3.2.3.1. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa

A primeira edição do código de melhores práticas foi lançada em 1999, com foco no Conselho de Administração. Desde então, o documento passou por três revisões, uma em 2001, outra em 2004, até chegar à versão atualmente vigente, publicada em setembro de 2009, a qual adaptou o código às intensas mudanças ocorridas no cenário organizacional pátrio, “como o renascimento do mercado de capitais, um grande número de novas empresas listando seu capital na Bolsa, o aparecimento de empresas com capital disperso e difuso, fusões e aquisições de grandes companhias”,¹⁴³ entre outros.

A versão atual, formulada com o intuito de poder ser aplicada a qualquer tipo de organização, independente de sua natureza jurídica, porte ou tipo de controle, está dividida em seis capítulos, que versam sobre: propriedade (sócios), Conselho de Administração, Gestão, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e Conduta e Conflito de Interesses. O código adota como princípios básicos de governança corporativa a transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa, ou seja, os mesmo citados no tópico 2.3 do presente trabalho.

O código como um todo traz disposições interessantes aos minoritários, pois seu objetivo é tornar as companhias que o seguem mais transparentes, eficientes, igualitárias e responsáveis. Num contexto mais amplo, portanto, a implementação das melhores práticas ali previstas tornam o ambiente organizacional mais seguro e mais interessante ao minoritário

¹⁴² ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5ª.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 459.

¹⁴³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: Ibgc, 2009. p. 13

como um todo. Olhando-se mais especificamente ao que tange à proteção da minoria, no entanto, é possível destacar algumas disposições interessantes:

3.2.3.1.1. Propriedade

No capítulo que versa sobre propriedade há vários dispositivos interessantes que colaboram para a proteção dos interesses da minoria. Primeiramente, o documento afirma que “cada sócio é um proprietário da organização, na proporção de sua participação no capital social¹⁴⁴”, e traz, ainda, o conceito de “uma ação = um voto¹⁴⁵”, ou seja, o poder político deve estar sempre em equilíbrio com o direito econômico, o direito de voto deve ser assegurado a todos e a cada ação ou quota deve corresponder um voto, sendo que exceções a essa regra, como emissão de ações sem direito a voto (preferenciais) ou com voto restrito, *golden shares*, *poison pills*, entre outros, devem ser evitados. Ainda, se esse tipo de mecanismo for utilizado, o código predica que é “fundamental que haja uma justificativa forte o suficiente para compensar o desalinhamento de interesses gerado. Deve ser dada transparência sobre as razões dessa escolha, para que os sócios avaliem suas vantagens e desvantagens¹⁴⁶”.

São dispositivos que tratam claramente de assegurar a *equidade*, prescrevendo a necessidade de haver tratamento igualitário entre *todos* os sócios, aos quais devem ser garantidos direitos políticos proporcionais à contribuição econômica. O documento afirma ainda que a companhia que não pratica o conceito de “uma ação, um voto” deve justificar porque não o faz e dar publicidade às razões de sua escolha, o que assegura a *transparência*. Prescreve ainda que “organizações com controle definido devem divulgar, com clareza, como o poder político é exercido por seus controladores”¹⁴⁷, prestando informações aos sócios, o que também visa garantir maior transparência. Observa-se, assim, que há nesses dispositivos o claro intuito de aumentar a proteção à minoria, assegurando-lhe tratamento igualitário ao dispensado aos controladores (equidade), além de transparência e acesso às informações relevantes.

Ainda na seara da transparência, o código aconselha que todos os acordos de acionistas que tratem de compra e venda de suas participações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto ou do poder de controle devem estar disponíveis e acessíveis a

¹⁴⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: Ibgc, 2009. p. 21.

¹⁴⁵ Ibidem, p. 21.

¹⁴⁶ Ibidem, p. 21.

¹⁴⁷ Ibidem, p. 21.

todos os demais sócios. Predica ainda que a convocação da Assembleia Geral, órgão soberano da organização, deve ser feita de maneira a favorecer a presença do maior número de sócios possível, e a pauta pormenorizada desta deve estar disponibilizada na data da primeira convocação, para que os sócios possam preparar-se da maneira adequada. Pautas e atas da assembleia geral devem ser enviadas a todos os sócios, em caso de companhia fechada, e tornadas públicas, em caso de companhia aberta, o que, mais uma vez, favorece o *disclosure*.

Ademais, deve ser estimulado que *qualquer* sócio formule propostas que pretendem incluir na pauta. Estes ainda devem ter o direito de solicitar informações à Diretoria e obter respostas em tempo razoável. Além disso, as regras de votação devem ser claras, objetivas e definidas e disponíveis a todos os interessados.

O documento prevê ainda que, em caso de transferência de controle, o *tag along*¹⁴⁸ deverá ser garantido, afirmando ainda que “as organizações e os seus sócios devem abster-se de utilizar instrumentos jurídicos que, embora legais, violem o princípio da equidade entre os sócios”¹⁴⁹, que é uma clara conquista das minorias. Ademais, o código repudia o uso de informações privilegiadas e estimula o uso de arbitragem e mediação na solução de eventuais conflitos entre sócios, evitando-se que se recorra ao judiciário.

3.2.3.1.2. Conselho de Administração

Indicado como o principal componente do sistema de governança, o Conselho de Administração é o “órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico”¹⁵⁰. O IBGC afirma que o órgão tem o papel de ser o “elo entre a propriedade e a gestão para orientar e supervisionar a relação desta última com as demais partes interessadas. O Conselho recebe poderes dos sócios e presta contas a eles”¹⁵¹, e deve sempre orientar seu processo de tomada de decisões de acordo com o interesse da organização, e não conforme a vontade das partes que indicaram ou elegeram seus membros, o que é uma clara tentativa de se assegurar que o controlador não imponha sua vontade aos demais através da indicação de conselheiros que ajam sempre de acordo com suas orientações. O conselheiro deve, portanto, agir de maneira desvinculada à vontade daquele que o elegeu ou indicou, atuando sempre no interesse da organização, buscando o equilíbrio

¹⁴⁸ *Tag along* é o nome que se dá ao mecanismo legal que assegura que a alienação de controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle (art. 254-A da Lei sãs S/A).

¹⁴⁹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4ª. ed. São Paulo: Ibgc, 2009. p. 26.

¹⁵⁰ *Ibidem*, p. 29.

¹⁵¹ *Ibidem*, p. 29.

de interesses entre todas as partes interessadas (shareholder e stakeholders), sem priorizar os anseios de sócios particulares.

3.2.3.1.3. Gestão

É necessário que o diretor-presidente e demais diretores garantam um relacionamento transparente e de longo prazo com todas as partes interessadas, definidas como “indivíduos ou entidades que assumem algum tipo de risco, direto ou indireto, relacionado à atividade da organização¹⁵²”. São exemplos, “além dos sócios, os empregados, clientes, fornecedores, credores, governo, comunidades do entorno das unidades operacionais, entre outras”¹⁵³. A comunicação com estes deve ser feita de maneira clara, todas as informações que sejam de seu interesse (e não apenas as comunicações legalmente impostas) devem ser prestadas prontamente, tão logo estejam disponíveis, o que, novamente, demonstra uma preocupação com a transparência da empresa. O executivo principal tem ainda o dever de prestar contas, pois este é o órgão responsável pela atuação e desempenho da companhia¹⁵⁴.

3.2.3.1.4. Auditoria Independente

A existência de uma auditoria independente que verifique a veracidade das demonstrações financeiras conforme a realidade organizacional contribui para o *compliance*, tornando o ambiente corporativo como um todo mais seguro, o que aumenta também a segurança dos investidores não controladores, refletindo ainda no grau de atratividade da companhia a novos investidores.

3.2.3.1.5. Conselho Fiscal

De acordo com Juliana G. Vilela, o “Conselho Fiscal é uma instituição brasileira, criada com o objetivo de preencher uma lacuna na fiscalização das atividades do conselho de administração, e funciona como um controle independente para os proprietários”¹⁵⁵.

O Conselho Fiscal deve obedecer ao princípio da representatividade de todos os sócios, mesmo nas companhias de controle não- definido. Nas organizações em que há controle definido, o código determina que o controlador deve abrir mão de sua prerrogativa de

¹⁵² INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: Ibgc, 2009. p. 54.

¹⁵³ Ibidem, p. 54.

¹⁵⁴ VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil**: Industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v. 146, p.47-80, 2007. p. 63..

¹⁵⁵ Ibidem, p. 64.

eleger a maioria dos membros do Conselho Fiscal, permitindo assim que sócios não-controladores escolham a maior parte de seus membros. Assim como os demais, este órgão deve agir no interesse da companhia, e não daqueles que elegeram ou indicaram seus componentes.

3.2.3.1.6. Conduta e Conflito de Interesses

Além de respeitar as leis do país, toda companhia deve ter um código de conduta, o qual deve prever ainda caminhos para eventuais denúncias ou resolução de dilemas de cunho ético. Ademais, é necessário que o código de conduta verse sobre conflito de interesses, uso de informação privilegiada, política de negociação de ações, política de divulgação de informações, política sobre contribuições e doações e política de combate a atos ilícitos, o que também ajuda na composição de um ambiente mais seguro, transparente e responsável.

O código de melhores práticas do IBGC traz, portanto, uma série de dispositivos mais benéficos à proteção da minoria do que o previsto no mínimo legal. As companhias que o seguem estão sujeitas a se configurarem como ambientes mais seguros, viáveis e, porque não, rentáveis, do que aquelas que não adotam as melhores práticas. O código condiz claramente com a realidade acionária e organizacional de nosso país, e oferece às companhias alternativas que melhor se adéquam às necessidades atuais das empresas brasileiras. É importante que as organizações notem que a aderência aos mecanismos de governança corporativa, embora a primeira vista possa parecer custoso à empresa, na verdade é um meio de, no longo prazo, tornar a associação mais rentável e lucrativa. Assim, não cumprir apenas com o mínimo previsto na legislação, mas ir mais adiante, amoldando-se às melhores práticas traz benefícios de longo prazo muito interessantes às organizações em geral.

Os institutos privados, a exemplo do IBGC, encontram em órgãos regulatórios aliados na disseminação da governança corporativa. É o caso, por exemplo, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). No site desta agência é possível encontrar muita informação acerca dos direitos e prerrogativas dos minoritários e governança corporativa em geral, o que é muito importante, já que, para atuar corretamente na fiscalização da companhia e conseguir exercer a plenitude de seus direitos, é necessário que os minoritários sejam educados e informados acerca destes. Outra ferramenta de extrema relevância para a disseminação da governança corporativa foi a edição da Cartilha de Governança Corporativa desta agência, a qual será objeto do próximo tópico.

3.2.4. Cartilha de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Em junho de 2002, a CVM lançou sua cartilha de recomendações sobre governança corporativa, cuja adoção, conforme o próprio documento explica, não é obrigatória, tendo em vista que as diretrizes ali previstas constituem padrões de condutas superiores aos exigíveis pela legislação e pela própria agência reguladora, e, por isso mesmo, constituem meras “recomendações”, cujo descumprimento não é passível de sanção. Apesar de não obrigatória, após a publicação da cartilha a CVM declarou que começaria a exigir das companhias abertas informação acerca do nível de adesão destas às práticas recomendadas, na forma “pratique ou explique”, ou seja, a companhia não é obrigada a adotar recomendações da cartilha, mas deverá justificar porque não o faz.

A intenção da CVM ao publicar a cartilha foi estimular o desenvolvimento do mercado de capitais do país através da divulgação de práticas de boa governança corporativa. O objetivo do documento é oferecer orientação nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. A agência, contudo, ressalta que a cartilha não pretende esgotar o assunto, e, portanto, estimula que as companhias podem e devem ir além das recomendações contidas no documento, as quais são similares àquelas contidas no Código de Melhores Práticas do IBGC, motivo pelo qual consideramos desnecessária a explicação pormenorizada de seu conteúdo.

A não obrigatoriedade é entendida por Flávio C. Bettarello como um esforço para que a “adesão *espontânea* aos preceitos de governança corporativa seja disseminada” (grifo nosso). Há, realmente, um esforço das entidades que pregam a disseminação da governança corporativa no sentido de que as práticas preceituadas por esta sejam adotadas *voluntariamente* pelas companhias. Exemplo disso é o código de melhores práticas do IBGC, a cartilha de governança corporativa da CVM e os segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa, cuja adesão pelas companhias é de realizada de modo voluntário, sendo que as obrigações geradas pela entrada em segmento diferenciado têm caráter contratual, conforme veremos mais adiante.

A legislação também traz dispositivos cujos escopos são a segurança e a proteção do minoritário, mas em menor grau do que o determinado nos códigos e cartilhas de melhores práticas. Nossa lei de Sociedades Anônimas, contudo, passou por mudanças significativas nos

últimos anos, sendo influenciada fortemente pelo fenômeno da governança corporativa, conforme veremos a seguir.

3.3. O Ambiente Legal, Regulatório e Autorregulatório Das Sociedades por Ações: Influência da Governança Corporativa

O dilema causado pelo embate entre maiorias e minorias e a necessidade de se equilibrar a proteção aos interesses de cada uma delas já é há muito algo que permeia as legislações societárias ao redor do globo. Sobre o tema, o professor Alfredo Lamy Filho, um dos autores do projeto que redundou na Lei 6.404/1976, ao explicar acerca da necessidade da adoção do princípio majoritário para a aprovação de decisões em Assembleia Geral, dada a impossibilidade de se depender da unanimidade para que alguma decisão pudesse ser tomada no âmbito da organização, explica que

(...) a adoção do princípio majoritário deu origem a uma enorme gama de problemas que passou a constituir o desafio dos legisladores de todo o mundo: como definir e conciliar poderes e direitos da maioria e da minoria, como ajustar os interesses em jogo, especialmente quanto ao comando da sociedade, de forma a não imobilizar o empresário geralmente majoritário, que tem o maior risco no negócio, e muitas vezes, é a razão do sucesso ou insucesso da empresa. De outro lado, a minoria que subscreve ou adquire ações, que confia seu dinheiro à administração do controlador, que se dispõe a correr os riscos empresariais, exige a proteção porque sem segurança ninguém quererá ser minoria – e, sem ela, não haverá mercado de capitais nem sociedade aberta.¹⁵⁶

Essa dificuldade para se conciliar os interesses da maioria e da minoria, e como se deu a proteção desta ao longo das alterações legislativas pelas quais passou a disciplina da sociedade anônima em nosso país será o objeto do presente tópico. Analisaremos, ademais, a autorregulação da BM&F Bovespa e a solução contratual dada pela Bolsa de Valores de São Paulo para a correção de determinadas distorções de nossa estrutura acionária e para alavancar o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

3.3.1. Evolução histórica da lei 6.404/1976 e suas Alterações

Não se considerando o Código Comercial de 1850, diploma no qual estão contidos os mais antigos, porém parcos, dispositivos acerca das sociedades mercantis, afirma-se que o primeiro instrumento regulador específico do direito das companhias em nosso país

¹⁵⁶ LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, os minoritários e o mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 117, p.53-56, 2000. p. 54

foi o Dec.-lei 2.627/40. Este apresentava nítido caráter institucionalista, sua preocupação maior era com a companhia, não se ocupava dos interesses da minoria. Em substituição a este, sobreveio a Lei 6.404/76, a chamada Lei das Sociedades por Ações, cujos autores foram os juristas Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Em sua exposição de motivos, os referidos autores afirmam que o projeto legislativo objetivava

criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade ¹⁵⁷.

O diploma sempre foi muito elogiado pela doutrina nacional, considerado inovador e avançado para seu tempo. A referida lei, no entanto, foi elaborada em uma época em que nosso mercado de capitais era ainda muito incipiente, e as expectativas de ampliá-lo e dinamizá-lo foram frustradas. Ademais, apesar de pregar a importância da proteção ao minoritário, muito faltou ao diploma nessa seara. Exemplo disso é dispositivo constante da referida lei, posteriormente modificado, o qual permitia a emissão de ações preferenciais, sem direito a voto ou com voto restrito, em até dois terços do capital social. O Dec.-lei anteriormente vigente limitava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto em até cinquenta por cento do capital social, e foi omissivo em relação a ações com voto restrito. A solução trazida pela lei nova tinha o escopo de permitir a capitalização das companhias, sem que houvesse ameaça ao seu controle e à estabilidade do poder, como afirma claramente a citada exposição de motivos, explicando que esse aumento de limite tinha “o objetivo de facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado” ¹⁵⁸.

Por mais nobres que possam parecer as justificativas para a citada alteração no percentual autorizado de emissão de ações sem direitos políticos (afirmava-se que a elevação no número de ações preferenciais traria mais liquidez, favorecendo a dispersão, e, ao mesmo tempo, ofereceria um incentivo ao controlador, que poderia emitir ações sem o receio de perder sua posição de controle acionário), estas não relevam a grande distorção causada pelo dispositivo, o qual permitia que o controle acionário fosse exercido por detentor de pouco

¹⁵⁷ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp> . Acesso em 05/08/2013.

¹⁵⁸ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp> . Acesso em 05/08/2013.

mais de quinze por cento do capital social, o que, tendo em vista a proporção entre o risco patrimonial empregado e o poder de mando do controlador, não parece razoável.

Fato é que, até o fim da década de 1990, no mercado de capitais brasileiro sempre preponderou um forte caráter de subvenção, “seja mediante concessão de subsídios, criação de empresas estatais, abertura de crédito oficial, protecionismo e reserva de mercado”. Como observado anteriormente, até o fim da década de 1980/início da década de 1990, quando o Programa Nacional de Desestatização foi implementado, era muito forte a presença do Estado na economia brasileira, o que, conforme explicaremos adiante, pode ter influenciado em muito para o não desenvolvimento do mercado de capitais de nosso país.

Em 1989, foi promovida a primeira alteração na lei das S/A, com a promulgação da Lei 7.958/1989, ou Lei Lobão, como ficou conhecida. Essa peça legislativa significou um verdadeiro retrocesso na disciplina da proteção da minoria acionária, pois conferiu nova redação ao *caput* do artigo 137, pretendendo retirar dos minoritários o direito de recesso nos casos de fusão, cisão e incorporação das companhias. De acordo com José Anchieta da Silva, este diploma teria sido “uma verdadeira agressão” à Lei de S/A, pois o direito de recesso teria sido celebrado como uma das grandes conquistas obtidas pelos minoritários na legislação de 1976¹⁵⁹.

Posteriormente, em 1997, a lei 9.547 revogou a Lei Lobão e alterou inúmeros dispositivos do diploma vigente. Entre as alterações, importante citar a revogação do artigo 254, o qual dispunha acerca do direito de *tag along*. Surgida à época das privatizações, esta peça legislativa veio claramente atender às necessidades do Estado, que passava por vários processos de alienação de controle de companhias estatais e temia que as minorias acionárias dessas empresas causassem problemas nas negociações. É certo que, ao revogar a Lei Lobão, o diploma de 1997 devolveu aos acionistas minoritários o direito de recesso nas hipóteses de fusão e incorporação. Também é certo que a referida lei conferiu aos preferencialistas algumas conquistas. Atenta-se, no entanto, ao fato de que nenhuma das operações de desestatização programadas compreendia fusões ou incorporações, ou seja, o Estado logrou assegurar uma certa medida de satisfação aos minoritários, assegurando também seus interesses próprios. As minorias, no entanto, foram fortemente prejudicadas com a medida protetiva ao governo, e a conquista representada pela revogação da Lei Lobão não compensou os prejuízos.

Acerca da referida lei, Waldirio Bulgarelli afirma que

¹⁵⁹ SILVA, José Anchieta da. Aspectos relevantes da lei de sociedades anônimas reformada. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 15, p.281-290, 2002. P. 282.

Por outro lado, *perante o conflito de interesses entre a maioria e a minoria, que permanece inarredável na dialética diuturna do poder nas sociedades por ações, é indubitoso que pendeu – aliás, como sempre, entre nós – para a maioria (ou pelo controlador se se preferir)* embora não tenha deixado de lado, integralmente, os reclamos dos minoritários, sobretudo, os detentores de ações preferenciais. Aonde, entretanto, parece ter ferido fundo foi em relação às alterações no direito de recesso e à oferta pública de ações (...) (grifo nosso)¹⁶⁰.

Finalmente, a última alteração relevante para o presente estudo na Lei das S/A foi promovida pela Lei 10.303/01, diploma influenciado pelos preceitos de governança corporativa, que já começava a ser difundida no Brasil. O objetivo principal da reforma legislativa foi o fortalecimento do mercado de capitais, e, conforme assinala Flávio C. Bettarello, “o cerne da revisão legal foi a proteção dos pequenos e médios investidores, através de uma tutela legal apropriada a seus interesses¹⁶¹”. A nova lei trouxe dispositivos que têm por escopo aumentar a transparência e qualidade das informações (*disclosure*) e proteger os não- controladores (*fairness*) (houve um aumento na gama dos direitos de preferencialistas, por exemplo). Trouxe também novas regras no tocante à prestação de contas e de responsabilidade de administradores, conselheiros fiscais e auditores (*accountability*), além de tipificar e sancionar novas condutas as quais considera contrárias ao ordenamento.

Importante citar ainda a edição, nesse mesmo ano de 2001, da Medida Provisória nº 8 (convertida na Lei nº 10.411 de 26.02.02), a qual conferiu à CVM *status* de agência reguladora, o que reforçou sua autonomia e seu poder regulador.

Uma das alterações de maior relevância na Lei das S/A foi concernente ao artigo 15, § 2º, que diz respeito ao número máximo permitido de ações preferenciais em relação ao capital social. Conforme exposto anteriormente, a emissão de ações preferenciais, sem direito a voto ou com voto restrito, estava adstrita ao limite de dois terços do capital social. A nova lei diminuiu esse limite para cinquenta por cento do capital social. O dispositivo é de aplicação imediata para novas companhias e para companhias fechadas que optarem por abrir seu capital. As companhias já abertas antes da alteração legislativa poderão manter a proporção de dois terços do capital social, inclusive no caso de novas emissões. Se, contudo, estas companhias decidirem por reduzir seu percentual de ações preferenciais, este não poderá ser novamente elevado além do limite atingido. Há quem afirme que o dispositivo em

¹⁶⁰ BULGARELLI, Waldirio. Aspectos relevantes da reforma da lei 6.404/76 pela recente lei 9.457/97. **Revista de Direito Mercantil**: Industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v. 108, p.69-72, 1997. p. 69

¹⁶¹ BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa**: Fundamentos Jurídicos e Regulação. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 93.

comento não teria sido ousado o suficiente, contentando-se apenas em diminuir o limite de ações preferenciais autorizado, quando na verdade o melhor seria extinguir esta classe de ações de uma vez por todas, conforme aconselha, por exemplo, o IBGC, ao recomendar a adoção do postulado “uma ação = um voto” como boa prática de governança corporativa. Em verdade, o projeto de lei 3.519/1997, que se transformou na Lei 10.303/2001, não previa a existência de ações preferenciais sem direito a voto, pois estas permitiam que o controle fosse exercido por detentor de apenas 16,67% do capital social. A existência de ações sem direitos políticos, ou com restrição destes, potencializa os conflitos de agência entre controladores e não- controladores, o que é prejudicial para o mercado. Em contrapartida, há quem argumente que as ações preferenciais são tradicionais no Brasil, e que extingui-las subitamente seria uma mudança muito radical em nosso mercado acionário, que não estaria preparado para o trauma que tamanha transformação causaria.¹⁶²

Outra conquista de extrema relevância para os minoritários foi o retorno¹⁶³ do *tag along* em caso de alienação de controle da companhia, com a inserção do artigo 254-A, o qual torna obrigatória a realização de oferta pública de aquisição das ações com direito de voto não integrantes do bloco de controle no caso de alienação direta ou indireta do controle de companhia aberta, sendo assegurado ao proprietário de tais ações montante não inferior a oitenta por cento do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle. Apesar de ter reintegrado direito reclamado pelas minorias acionárias desde sua revogação pela lei 9.547/1997, este dispositivo é suscitador de grandes controvérsias e duras críticas.

Em primeiro lugar, observa-se que apenas ações *com direito de voto* têm direito ao benefício previsto. Os preferencialistas, portanto, num primeiro momento, não teriam direito ao *tag along*. É certo que a Lei 10.303/01 trouxe a opção do estatuto da companhia conferir às ações preferenciais o 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, como uma das possíveis vantagens que devem ser obrigatoriamente concedida às ações preferenciais, a fim de que sua negociação no mercado de valores mobiliários seja autorizada. Essa vantagem, no entanto, não é obrigatória, pode ocorrer sua supressão, desde que seja substituída por uma das outras duas alternativas previstas na lei.

¹⁶² Cf. SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais – dilema do legislador brasileiro: Dilema do legislador brasileiro. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 126, n. , p.75-86, 2002.

¹⁶³ Na realidade, a nova lei das S/A não reintegrou totalmente os direitos previstos no antigo artigo 254 da lei 6.404/1976. Este, resultado da chamada “Ementa Lehmann”, subordinava a alienação do controle a prévia autorização da CVM e assegurava tratamento igualitário aos acionistas, determinando que fosse realizada oferta pública para aquisição das ações dos minoritários por valor igual ao das ações dos controladores.

Em segundo lugar, há muita discussão acerca da diferença no valor que deve ser pago pelas ações ordinárias não integrantes do bloco de controle em relação ao valor daquelas que o integram. Argumenta-se que o dispositivo, ao atribuir preços diferentes a ações que pertencem ao mesmo tipo, qual seja, ordinárias, acaba por criar duas “classes” de papéis dentro de um mesmo tipo, pois determinadas ações ordinárias têm um valor superior ao das demais, também ordinárias (ações integrantes do bloco de controle valeriam mais). Comentando sobre o tema, Flávio C. Bettarello cita a Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC) como uma das entidades representativas que considera a Lei 10.303/01 insuficiente quanto à tutela dos direitos dos minoritários. O autor cita, inclusive, declaração dada pela entidade, segundo a qual

é incompreensível que ações de um mesmo tipo (ordinárias), tenham direitos diferentes (os antigos controladores recebem 100% e os minoritários recebem apenas 80% do valor pago pelos novos controladores). Quando a empresa necessitou dos recursos para investimentos, o dinheiro dos minoritários tinha exatamente o mesmo valor que o dos controladores. Pergunta que deve ser feita é por que no caso da venda do controle, o acionista deve receber apenas 80%?¹⁶⁴

Por outro lado, é certo que as ações integrantes do bloco de controle da companhia conferem prerrogativas muito maiores àquele que as adquire do que as ações não integrantes do bloco. Além disso, a extensão aos não controladores de direito de exercer o *tag along* por valor igual ao pago pelas ações do controlador pode acabar por onerar em demasia a transferência de controle, dificultando eventuais mudanças no mesmo. Essas são possíveis justificativas à diferenciação trazida pela lei. Ressalta-se, no entanto, que o tratamento igualitário a todos os acionistas quando da transferência de controle é considerado boa prática de governança corporativa. O IBGC preceitua no item 1.5 de seu código de melhores práticas que em caso de transferência de controle, mesmo que de forma indireta, a oferta de compra de ações/quotas deve ser dirigida a *todos os sócios nas mesmas condições*, incluído nestas o preço dos papéis. O regulamento do Novo Mercado, segmento da Bovespa com o mais alto nível de exigência de governança corporativa praticado no Brasil, traz a mesma disposição. Observa-se ainda que a norma do IBGC determina tratamento igualitário a *todos* os sócios, o que inclui os preferencialistas, ao passo que no Novo Mercado a emissão de ações tolhidas do direito de voto, no todo ou em parte, não são admitidas.

¹⁶⁴ BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 94-95.

Observa-se, portanto, que, apesar da intenção de se promover maior proteção às minorias com o advento da nova lei, esta é considerada ainda insuficiente para suprir as necessidades atuais do mercado de capitais brasileiro. Nesse sentido, Nilson Lautenschleger Jr afirma que

O tom da reforma brasileira foi ainda marcado pela acomodação de interesses políticos (o que é absolutamente compreensível). Os maiores impasses e controvérsias (limite de emissão de ações preferenciais, leia-se sem direito de voto; direitos dos preferencialistas; direito de retirada nas mudanças estruturais da empresa) não modificam – ou não estão aptas, com exceção talvez da questão da participação dos minoritários nos prêmios de alienação de controle, a modificar – de forma drástica o modelo de mercado de capitais no Brasil. o sonho da revolução cultural para o mercado de capitais brasileiro permanece traído¹⁶⁵.

Com vistas a suprir estes anseios do mercado, a BM&F Bovespa tomou iniciativa para conferir aos que nela atuam as garantias pelas quais grande número de companhias e agentes, nacionais e internacionais, anseia, porém não encontra no ambiente regulado pela legislação competente, apenas. Para tanto, a Bolsa criou os segmentos diferenciados de governança corporativa, quais sejam, o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, os quais apresentam ordem crescente de grau exigido de observância de melhores práticas de governança corporativa, sobre os quais falaremos a seguir.

3.3.2. Autorregulação da Bolsa de Valores: Os Segmentos Diferenciados da BM&F Bovespa

O período que compreende o fim da década de 1990 e início dos anos 2000 foi marcado por uma forte retração do mercado de capitais brasileiro. A título exemplificativo, segundo dados da BM&F Bovespa¹⁶⁶, em 1994, o número de empresas listadas em bolsa perfazia o total de 582. Em 2000, esse número caiu para 495, apenas. Nesse mesmo ano, o índice Bovespa¹⁶⁷ apresentou uma variação negativa de 10,7%. Eduardo A. T. Boulous e Fernando Szterling explicam que contribuem para esse fraco desempenho fatores estruturais do nosso ordenamento jurídico e fatores conjunturais. Os primeiros consistem basicamente na

¹⁶⁵ LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005. p. 107.

¹⁶⁶ Dados disponíveis em <<http://bmfbovespa.comunique-se.com.br/ListGroup.aspx?idCanal=xK1ESLWw+XZhfLpAxAA+gQ==&pagina=0>>. Acessado em 01/09/2013.

¹⁶⁷ O índice Bovespa, ou Ibovespa, como é chamado, é o “mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro” (Fonte: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&Idioma=pt-BR>>, acessado em 01/09/2013).

fraca proteção legal dos acionistas minoritários, o que é agravado pela falta de efetividade das normas protetivas das minorias. Os autores citam ainda a reforma legislativa ocorrida em 1997, (Lei 9.457/97) que prejudicou ainda mais a situação das minorias acionárias. Os últimos dizem respeito ao cenário econômico internacional, como a diminuição da atividade econômica verificada em quase todo o globo e a crise argentina; e também a fatores internos que impactaram nosso mercado de capitais, entre eles a crise energética, a aceleração da transferência dos negócios de companhias brasileiras para bolsas estrangeiras (através, principalmente, da emissão de ADRs), a incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF) nas operações de mercado de capitais, e a intensificação do processo de fechamento de capital das companhias, causado pela expectativa de que esse processo seria dificultado pela reforma da Lei das S/A pela edição da Lei 10.303/2001, o que realmente ocorreu ¹⁶⁸.

O mercado de capitais brasileiro nunca conseguiu atingir o nível de desenvolvimento observado em países de economia mais forte, como os Estados Unidos e a Inglaterra. Ocorre que, conforme assinala o professor Calixto Salomão Filho, a estrutura societária encontrada no modelo anglo-saxão é centrada na extrema relevância conferida ao mercado de capitais nesses países, onde “a importância do mercado de capitais e a diluição do poder societário funcionam como um elemento organizador natural para as sociedades, garantindo autonomia dos administradores e promovendo a cooperação entre sócios” ¹⁶⁹. Significa dizer que, como o mercado de capitais dos países anglo-saxões assume uma extrema importância, a organização deste acaba ocorrendo de maneira natural, espontânea, sem necessidade de intervenção estatal.

Estudo comparativo entre os modelos anglo-saxão, germânico e francês realizado por Fernando Shayer complementa e elucida esse raciocínio. Analisando trabalho elaborado por Coffee, o autor brasileiro conclui ser possível afirmar que um dos motivos pelos quais o mercado anglo-saxão é mais desenvolvido do que o francês e o alemão é a histórica separação, no modelo anglo-saxão, entre setor privado e setor público. Nesses países, na ausência de uma presença forte do Estado, “desenvolveram-se sistemas fortes de autorregulação, administrados por órgãos privados, que regularam a conduta dos agentes no

¹⁶⁸ BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; STERLING, Fernando. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, p.96-113, 2002. p. 96.

¹⁶⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito societário**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 51.

interesse, e para o benefício, de todos os participantes do mercado”¹⁷⁰. Por outro lado, na França e Alemanha, a constante presença do Estado interferindo no mercado teria retardado a evolução deste.

Essa explicação também se adéqua ao Brasil, onde a intervenção estatal na economia, e, mais especificamente, no mercado de capitais, é notória, como pôde ser observado no tópico em que dissertamos acerca das constantes alterações na legislação societária. No modelo anglo-saxão, por outro lado, a autorregulação do mercado sempre foi muito forte, tanto é que partiu da *London Stock Exchange*, a bolsa de valores londrina, a iniciativa de se iniciarem estudos sobre governança corporativa. Na Inglaterra e nos Estados Unidos as próprias bolsas de valores e entidades de balcão organizado têm seus níveis de exigência de observância de melhores práticas, a exemplo da NYSE, a bolsa de valores de Nova York. Calixto Salomão Filho afirma que essa lógica de organização natural não se aplica ao Brasil, que deve buscar o impulso para estruturar suas regras de mercado de capitais nas normas societárias. A lei 10.303/01 (reforma da Lei das S/A) e o Novo Mercado são exemplos dessas regras societárias que procuram impulsionar o mercado de capitais através de mudanças nas normas que regem as sociedades¹⁷¹.

A propósito, este professor assinala que a importação de modelos é um grave problema do qual padecem os países em desenvolvimento em geral, e a América Latina em particular. Explica que os mercados locais latino-americanos apresentam características específicas, as quais não se encaixam em modelos estrangeiros. É necessário, portanto, que se editem normas capazes de impulsionar e fortificar o mercado de capitais brasileiro, levando em consideração as características particulares deste. Foi exatamente isso o que a BM&F Bovespa pretendeu com a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado, criar um ambiente que seja ao mesmo tempo propício ao crescimento econômico e adequado às particularidades brasileiras, cuidando para corrigir distorções mercadológicas típicas de nosso país, como a alta concentração do poder de controle. Assim, conforme assinalam Adriana Andrade e José P. Rossetti, na realidade, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa estabeleceram quatro mercados no país: O mercado tradicional, o qual segue apenas as regras estabelecidas pela Lei das S/A e regulamentadas pela CVM; o mercado diferenciado para empresas listadas no Nível 1 de Governança

¹⁷⁰ SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais – dilema do legislador brasileiro: Dilema do legislador brasileiro. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 126, n. , p.75-86, 2002. p. 80.

¹⁷¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 51 a 52.

Corporativa; o mercado diferenciado para empresas listadas no Nível 2, de Governança Corporativa; e, finalmente, o Novo Mercado¹⁷².

Os níveis diferenciados de governança corporativa – Nível 1 e Nível 2- e o Novo Mercado foram implantados pela Bovespa em 2000, através das Resoluções 264/2000 e 265/2000, as quais representam o Regulamento de Listagem do Novo Mercado e o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. De acordo com a própria Bovespa, estes consistem em “segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias”¹⁷³. A adesão a esses segmentos implica em um grau de conformidade crescente de melhores práticas de governança corporativa. O nível 1 e 2 são segmentos intermediários entre o modelo legal e o Novo Mercado, que trazem regras adicionais de transparência e de proteção e direitos dos minoritários.

Algumas dessas exigências adicionais presentes no Nível 1 são: manutenção de parcela mínima de 25% do capital em circulação (*free float*); cumprimento de regras de *disclosure* e disponibilização de informações adicionais; instituição de mecanismos que favoreçam a maior dispersão do capital; proibição de emissão e existência de partes beneficiárias; divulgação de calendário anual de principais eventos corporativos; divulgação de acordos de acionistas; imposição de sanções, entre outros.

O Nível 2, por sua vez, engloba tudo o que é exigido no nível 1, e adiciona a necessidade de elaboração de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais; instituição de *tag along* com idênticas condições a todos os ordinaristas, e pagamento de no mínimo 80% do valor pago a estes pelas ações preferenciais; concessão de direito de voto a preferencialistas em matérias de alta relevância; regra específica em caso de fechamento do capital; imposição de controle difuso; existência de auditores independentes no conselho de administração e solução de conflitos por arbitragem.

Finalmente, o Novo Mercado configura-se como o segmento onde há o mais alto grau de exigência de observância de melhores práticas de governança corporativa. Inspirado no *Neuer Markt* alemão, o Novo Mercado engloba todas as disposições trazidas pelo Nível 2, e trata ainda de corrigir uma importante distorção mercadológica observada em nosso país: a existência de ações sem direitos políticos. Neste segmento, são admitidas apenas ações

¹⁷² ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5ª.ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 443.

¹⁷³ Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf>. Acessado em 20/08/2013.

ordinárias, todos têm direito a voto, e o *tag along* é estendido a todos os acionistas, sem distinções de condição.

Uma das mais importantes características da iniciativa da BM&F Bovespa é o caráter *voluntário* da adesão aos diferentes segmentos. Estes trazem obrigações adicionais àquelas previstas na legislação, e a Bolsa de Valores não tem competência para exigir das companhias obrigações adicionais àquelas previstas na letra da lei. Por esse motivo, a organização que pretende aderir a cada um deles deve celebrar com a Bolsa um *contrato*, declarando estar de acordo com as exigências adicionais. Controladores e administradores também devem assinar contrato, pois este cria para os agentes obrigações extraleais, com as quais devem estar de acordo e cuja aderência deve ser voluntária. A licitude e obrigatoriedade das normas adicionais previstas nestes segmentos decorrem, portanto, de *vínculo contratual*, o que autoriza, inclusive, a imposição de sanções. Tanto é assim que, mesmo que, por exemplo, determinada companhia reúna todas as características necessárias requeridas no Nível 2, a inserção da organização neste não se dá de maneira automática, é preciso que a companhia que pretende aderir a um segmento requeira a adesão à BM&F Bovespa, assinando com esta o contrato pertinente.

Passados mais de dez anos desde a implementação dos níveis diferenciados, estes são vistos como uma iniciativa que gerou resultados extremamente positivos. Atualmente, o Nível 1 conta com 21 empresas listadas, enquanto o Nível 2 conta com 32. O Novo Mercado, que apresenta um sucesso estrondoso, após a recente aderência da CPFL Energias Renováveis, em 19/07/2013, passou a contar com 130 empresas listadas¹⁷⁴. Em 2012, o Ibovespa apresentou variação positiva de 7,4%, enquanto o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada -IGC¹⁷⁵, no mesmo ano, apresentou uma alta ainda maior, de 19%. A solução contratual apresentada pela Bovespa, portanto, dá indicativos cada vez maiores de sucesso, o que é motivo de grande comemoração para nosso mercado de capitais.

O fato dos segmentos diferenciados serem de adesão *voluntária* é um dos fatores que mais contribuem para esse sucesso, pois permite que parta das próprias companhias a iniciativa de desenvolver melhores práticas e escolher o momento que julgam mais propício para sua entrada em um segmento diferenciado. O movimento, portanto, passa a ser natural,

¹⁷⁴ Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2013/CPFL-Renovaveis-inicia-negociacao-de-acoes-no-Novo-Mercado-2013-07-19.aspx?tipoNoticia=1&idioma=pt-br>>. Acessado em 01/09/2013.

¹⁷⁵ Segundo a BM&F Bovespa, o “IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BM&F BOVESPA”. Fonte: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGC&idioma=pt-br>>.

permitindo às companhias o amadurecimento e tempo de preparo necessário para que sua entrada no mercado de capitais seja feita de maneira consciente, com maiores chances de alcançar bons resultados. Isso é extremamente importante em um país detentor de características como as nossas, com alto grau de concentração acionária. O processo de mudança e adaptação das companhias às novas regras é demorado e custoso, por isso é importante que estas disponham de tempo e ajuda para fazê-lo (o BNDES, por exemplo, é uma das instituições brasileiras que mais contribuem com empresas que pretendem abrir seu capital no Novo Mercado, participando diretamente destas, através da compra de ações, e ajudando na busca por novos investidores, inclusive institucionais). Nesse sentido, a iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo enquadra-se exatamente na solução mercadológica descrita anteriormente como a mais adequada a nosso cenário organizacional, pois, ao mesmo tempo, permite a solução de distorções, como a forte concentração acionária, sem, no entanto, forçar as companhias a fazê-lo (como ocorreria em caso de edição de uma nova lei societária), garantindo a estas o tempo suficiente para realizar as adaptações necessárias e adentrar o mercado no momento mais propício.

Os segmentos diferenciados de governança corporativa configuram-se, portanto, como ambientes que apresentam em relação ao mínimo legal prescrito pela Lei das S/A uma elevação significativa do grau de proteção e garantia de direitos aos minoritários, os quais encontram nas companhias ali listadas uma segurança maior para investir. A investigação aprofundada de cada um desses direitos, o panorama de proteção e de direitos das minorias e a comparação entre as prerrogativas garantidas aos minoritários em cada sistema (Lei das S/A, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) serão objeto do próximo capítulo.

4. PANORAMA BRASILEIRO DE PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO

Intentamos até agora demonstrar a importância da tutela do acionista minoritário, a influência que a governança corporativa exerce sobre esta e como a disseminação das melhores práticas, com a consequente melhoria e ampliação da proteção e dos direitos das minorias acionárias colaboram para fortalecer o mercado de capitais e o cenário econômico em geral, o que gera benefícios para o país e para a sociedade como um todo. Acreditamos que a influência positiva da governança corporativa e sua relação com o acionista minoritário já foi evidenciada nos capítulos anteriores. Resta agora demonstrar o panorama de proteção das minorias encontrado na legislação pertinente e em cada um dos segmentos diferenciados da BM&F Bovespa, comparando os sistemas. Com isso, pretendemos analisar os direitos e garantias encontrados pelo minoritário em cada um destes, demonstrando, ao final, as vantagens encontradas no Novo Mercado, segmento com mais alto grau de exigência de melhores práticas de governança corporativa, que se configura, acreditamos, como o ambiente de maior segurança para investimentos minoritários. Para tanto, analisaremos alguns dos direitos trazidos pela Lei das S/A, a qual dispõe de muitos artigos que sofreram influência da governança corporativa. Em seguida, apontaremos os direitos adicionais trazidos pelos segmentos diferenciados, quais sejam, o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Iniciaremos, assim, com a análise do mínimo legal trazido pela Lei 6.404/1976, aplicável a todas as organizações e investidores que atuam no Brasil.

Frisamos que o intuito deste capítulo é demonstrar o crescente grau de proteção e direitos conferidos aos minoritários, através da confrontação entre a legislação pertinente e a solução contratual da Bolsa de Valores de São Paulo, demonstrando assim a influência da governança corporativa na proteção do acionista minoritário tanto na letra da lei quanto no cotidiano do mercado de capitais. Não se pretende aqui elaborar estudo pormenorizado acerca dos direitos das minorias, portanto, e sim apenas aponta-los. Ainda, o objeto do estudo é o direito material, os direitos propriamente ditos, motivo pelo qual não comentaremos acerca das possíveis ações a serem utilizadas na defesa desses direitos, *i.e.*, direito processual, cujo estudo, apesar de apresentar extrema relevância, não é pertinente ao presente trabalho.

4.1. Proteção à Minoria Acionária na Lei 6.404/1976

Cumpra, inicialmente, fazer uma distinção conceitual entre direitos de minoria qualificada e direitos individuais de cada acionista. Os últimos dizem respeito aos direitos de cada e qualquer acionista individualmente considerado, independente da posição acionária que ocupa (controlador ou não), são direitos inerentes à condição de sócio. Os primeiros, por sua vez, consistem em direitos garantidos àqueles que detêm, separadamente ou em conjunto, determinado percentual do capital social, uma minoria qualificada, portanto, que, por representar uma parcela considerada significativa do capital social, dispõe de determinadas prerrogativas. Ainda, de acordo com Jorge Lobo, “direitos da minoria garantem uma efetiva participação do acionista nos negócios sociais, enquanto os direitos individuais protegem os acionistas contra atos abusivos”¹⁷⁶ dos demais acionistas.

Modesto Carvalhosa corrobora nossa tese, explicando que

Os direitos individuais aplicam-se a qualquer acionista, independentemente do percentual de ações que detenha. São atributos jurídicos que advêm da qualidade de subscritor do capital social e não apenas da de membro da assembleia geral, mesmo porque esta não pode majoritariamente modificar esses direitos, ainda que o acionista pertença ao grupo de controle. Já os direitos da minoria propriamente ditos (...) pressupõe a existência de um bloco significativo de ações possuídas por um ou mais acionistas não detentores do controle. Os *direitos de minoria* são exercidos tendo em vista a dupla satisfação do interesse do minoritário e da própria companhia, em face da atuação dos controladores e dos órgãos da companhia¹⁷⁷.

Além dos direitos individuais e direitos da minoria, Modesto Carvalhosa assinala ainda a existência de outras três categorias de prerrogativas dos acionistas no direito pátrio, quais sejam: *direitos próprios de classes de acionistas*, que são aqueles resguardados aos titulares de ações preferenciais ou de classes diferenciadas de ações ordinárias. Estes não são passíveis de modificação sem o consentimento dos titulares das respectivas prerrogativas; *direitos gerais de dissidência*, relativos, basicamente, ao direito de retirada da sociedade, mediante reembolso de suas ações, do acionista que não concorde com deliberação assemblear que verse sobre determinadas matérias previstas na lei; *direitos coletivos*, passíveis de alteração estatutária ou assemblear, são aqueles em que prevalece a vontade do acionista controlador.¹⁷⁸ Quanto ao conteúdo, os direitos podem ser *patrimoniais* ou

¹⁷⁶ LOBO, Jorge. Proteção à minoria acionária. *Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 105, p.25-37, 1997. p. 25. .

¹⁷⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 2. p. 289.

¹⁷⁸ *Ibidem*, p. 290-291.

políticos, conforme reflitam no patrimônio do acionista ou lhe permitam a efetiva participação na vida social.

Assim, feita esta primeira necessária distinção, passaremos a análise dos direitos individuais de cada acionista.

Os direitos individuais têm caráter irrenunciável, inderrogável e intangível, não sendo passíveis de alteração estatutária ou assemblear. Consistem nas “prerrogativas que cabem aos acionistas, na sua qualidade plena de sócios, sem qualquer distinção quanto à sua posição eventual de controladores ou minoritários”¹⁷⁹.

O artigo 109 da Lei 6.404/76 traz os direitos essenciais dos acionistas, *in verbis*:

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

- I - participar dos lucros sociais;
- II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;
- III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;
- IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

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

§ 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 assembleia-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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Sobre esse artigo, importante indicar algumas observações.

Em primeiro lugar, explica a doutrina que esses são os direitos essenciais dos acionistas, “a exemplo do que ocorre nas coletividades sociais, certos direitos fundamentais, que são impostergáveis”¹⁸⁰, não sendo possível alterá-los estatutariamente ou através de deliberação em assembleia geral, mesmo com o consentimento de seu titular, por se tratar de direitos *irrenunciáveis*. Lei ordinária, no entanto, pode modificá-los, pois estes não se encontram salvaguardados sob a égide constitucional.

Em segundo lugar, cumpre discorrer acerca de alguns apontamentos específicos sobre os incisos do referido parágrafo. Deste modo, o direito de *participar dos lucros sociais* não significa exatamente direito à distribuição de dividendos, pois a retenção de lucros destinados ao autofinanciamento é importante para que a empresa possa investir em

¹⁷⁹ Ibidem, p. 290.

¹⁸⁰ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 2. p. 154

tecnologia, políticas de inovação, entre outros, construindo assim ferramentas para seu crescimento. Tendo isso em vista, Vera H. M Franco e Rachel Sztain definem esta prerrogativa (direito ao dividendo) como um “direito expectativo ou uma expectativa de direito”¹⁸¹. O direito ao lucro, diferentemente do direito ao dividendo, afirmam as autoras, não se encaixa na categoria de direito eventual, permanece, sim como direito “certo e inarredável”¹⁸². Modesto Carvalhosa, por outro lado, entende que nem o direito ao lucro nem o direito ao dividendo enquadram-se na categoria de direitos condicionais ou eventuais, uma vez que estes só se adquirem quando verificada determinada condição, sendo que a não ocorrência desta implica em extinção do direito. O direito ao lucro e ao dividendo, diferentemente, “não se esgota ou extingue, mesmo que num determinado período a condição factual do seu exercício não se realize. O direito ao dividendo, ainda assim, permanece intangível, prevalecendo nos exercícios seguintes”¹⁸³, quando se verificar a ocorrência do evento.

Já o inciso II do referido artigo traz como prerrogativa o *direito de participar do acervo da companhia em caso de liquidação*, cujo fundamento é a participação nos riscos do empreendimento. Quando este deixa de existir, solvido o passivo, o saldo deve ser devolvido ao acionista, pois cessada a atividade não há mais justificativa para a manutenção do patrimônio societário.

O inciso III refere-se ao *direito de fiscalizar, na forma prevista na lei, a gestão dos negócios sociais*. Nas sociedades anônimas, a fiscalização é feita de forma indireta, através do Conselho Fiscal (artigo 163 da Lei das S/A), ou mediante exame dos documentos (artigos 133 e 135, §3º do mesmo diploma), ou ainda através do pedido de informações em assembleia geral (artigos 132, I e 157, § 1º e § 2º). Trata-se de dispositivo que claramente favorece a transparência (*disclosure*) da companhia, pois, conforme assinala Modesto Carvalhosa, “o direito de fiscalizar corresponde a um dever da companhia de, *espontaneamente, informar os acionistas*”¹⁸⁴ (grifo nosso). Ressaltamos que vários dispositivos dos artigos citados foram incluídos pela Lei 10.303/01, com o claro intuito de favorecer a transparência e o acesso dos minoritários às informações relevantes, como é o caso, por exemplo, dos artigos 133, IV, V e §3º; 135, §3º; e 157, §6º.

¹⁸¹ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 2005. v. 2. p. 201.

¹⁸² Ibidem, p. 202

¹⁸³ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 2. p. 297.

¹⁸⁴ Ibidem, p. 304

O *direito de preferência*, por sua vez, previsto no inciso IV do artigo em análise e assegurado também pelo artigo 171 da lei 6.404/76, trata do direito que os acionistas têm de “subscreverem prioritariamente os aumentos de capital, na proporção das ações possuídas”¹⁸⁵. A finalidade desta norma é evitar a diluição na participação acionária, “eis que a redução indevida do percentual pode levar à perda do direito reservado”¹⁸⁶, tanto de controle quanto de minoria organizada. Cuida, portanto, da preservação da posição jurídica do acionista. Apesar de ser considerado um direito individual, configura-se, no entanto, como um “direito relativo por excelência”¹⁸⁷, haja vista as diversas limitações e exceções a esta prerrogativa trazidas pelos artigos 171 e 172 da Lei das S/A.

O último dos incisos dispõe sobre o *direito de retirar-se da sociedade nos casos previstos em lei*. Trata-se do direito de recesso, que se configura como prerrogativa individual do minoritário. De acordo com Vera H. M. Franco e Rachel Sztajn, o fundamento deste é a tutela da minoria, o que ocorre através da introdução de um meio termo entre o critério unanimidade (o qual representaria o engessamento da sociedade) e o poder absoluto da maioria¹⁸⁸. Assegura, assim, que o minoritário descontente com deliberação realizada em assembleia tenha o direito de se retirar da sociedade, solicitando o reembolso de suas ações. Só incide, no entanto, quando a deliberação dissentida versar sobre as matérias mencionadas na lei (artigos 137; 221; 236, § único; 252, §2º e 296, §4º, todos da Lei 6.404/76) e nas circunstâncias previstas (parágrafos do artigo 137 da Lei das S/A). Não é imprescindível que o acionista que pretende exercer o direito de retirada tenha votado em contrário à deliberação dissentida, nem ao menos que tenha comparecido à assembleia geral, sendo necessário apenas que manifeste em até 30 dias sua intenção de retirada, a contar da publicação da respectiva ata (prazo de decadência). Ressalva-se, entretanto, que, a fim de resguardar o patrimônio social, a lei confere aos administradores a possibilidade de convocar uma segunda assembleia para ratificar ou retificar a decisão impugnada (artigo 137, §3º da Lei das S/A). Caso mantida a decisão, contudo, o acionista dissidente tem o direito de recesso (artigo 45 da referida lei).

Conforme anteriormente exposto, o direito de retirada foi objeto de muita controvérsia, tendo sido tolhido dos minoritários em alguns momentos históricos. Sua reinserção total pela lei 10.303/01 configura-se, assim, como grande conquista das minorias

¹⁸⁵ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 2005. v. 2. p. 203.

¹⁸⁶ Ibidem, p. 203.

¹⁸⁷ CARVALHOSA, op. cit., p. 307.

¹⁸⁸ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 2005. v.2. p. 204.

acionárias, pois assegura que o acionista que não concorda com determinada decisão acerca dos rumos da companhia não seja obrigado a permanecer nesta.

Sobre o artigo 109 da Lei das S/A, importante ainda destacar o disposto no parágrafo 3º deste, o qual faculta à sociedade estabelecer em seu estatuto que as divergências geradas no âmbito da companhia poderão ser solucionadas mediante *arbitragem*. O dispositivo, incluído pela Lei 10.303/01, trata-se de medida de extrema importância às companhias que pretendem adotar as melhores práticas de governança corporativa e até mesmo aderir a um dos segmentos especiais da BM&F Bovespa, pois, conforme exposto, a adoção da arbitragem como meio de resolução de controvérsias é considerada melhor prática de governança pelo IBGC e pela CVM, além de ser condição obrigatória para a adentrada ao Nível 2 e ao Novo Mercado.

Além do artigo 109 da Lei 6.404/76, importante citar direitos essenciais previstos em outros dispositivos do referido diploma, que também apresentam caráter intangível, irrenunciável e inderrogável, como os que seguem:

Artigo 254-A: Conforme disposto anteriormente, o direito do não controlador de participar da alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta (*tag along*) já foi objeto de muita controvérsia. Suprimido pela Lei 9.457/97, à época das privatizações, o *tag along* foi restituído pela Lei 10.303/01, a qual assegurou às ações não pertencentes ao bloco de controle preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. O benefício, no entanto, não se estende necessariamente às ações preferenciais. Este dispositivo não atendeu totalmente ao aconselhado pelos códigos de melhores práticas de governança corporativa, os quais costumam prever que o *tag along* deve ser estendido a todos os acionistas em condições igualitárias¹⁸⁹.

O *tag along* é prerrogativa essencial do acionista, pois, conforme explica Leonardo B. Leite,

(...) com a mudança de controle, o mosaico societário e da propriedade das ações se altera, e alteram-se, assim, as premissas pelas quais os minoritários optaram, via de regra, por participar da empresa.

Assim, está claro que, no caso de alienação de controle, deve ser dado ao minoritário o direito de escolher se permanece ou não na empresa no contexto do novo controle¹⁹⁰.

¹⁸⁹ Cf. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: Ibgc, 2009. 73 p. Item 1.5.

¹⁹⁰ LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa- Considerações sobre sua aplicação no Brasil: (Das "limitadas" às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura(coord.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 503-529. p. 516.

Artigo 130: “direito de exigir a autenticação de cópia ou exemplar das propostas, proposições, protestos e declarações de voto oferecidos em assembleia geral cuja ata seja lavrada de forma sumária”¹⁹¹. Trata-se de dispositivo que favorece o *disclosure* e o acesso à informação.

Além destes, são direitos individuais dos acionistas, independente do percentual de ações que possua ou de posição acionária ocupada, aqueles previstos pelo artigo 36, (direito de negociar suas ações na companhia fechada, não podendo o estatuto desta impor limitações que impeçam o exercício deste direito), artigo 171 (direito de preferência para a subscrição do aumento de capital, na proporção do número de ações possuída por cada acionista), artigo 125 (que versa sobre quórum de instalação da assembleia geral, além de prever que quaisquer acionistas, inclusive sem direito a voto, poderão participar desta e discutir as matérias em pauta), artigo 123 (direito de convocar a assembleia geral, quando os administradores retardarem, por mais de 60 dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto), artigo 159 (direito de promover ação de responsabilidade contra administradores, tanto em nome próprio quanto por substituição processual da companhia) e artigo 206 (direito de propor ações de anulação de constituição da companhia), todos da Lei 6.404/76¹⁹². Estes, no entanto, não apresentam grande relevância para os fins do presente estudo, motivo pelo qual não os analisaremos mais profundamente.

Além dos direitos individuais, a lei traz os direitos da minoria, os quais apresentam, também, caráter de inderrogabilidade e intangibilidade. Estes pressupõem a propriedade de parcela significativa de ações, possuída por acionista individual ou por grupo de acionistas, unidos ou não por acordo parassocial. Sobre os direitos da minoria, explica Modesto Carvalhosa que

ainda que os direitos da minoria na pressupõem necessariamente o estabelecimento de uma dissidência, de qualquer forma o seu exercício visa à verificação da legalidade dos atos praticados pelos órgãos da companhia e pelos controladores¹⁹³.

¹⁹¹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 2. p. 293.

¹⁹² Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 293.

¹⁹³ *Ibidem*, p. 294.

Assim, a dados percentuais mínimos de participação no capital social a lei 6.404/76 confere determinadas prerrogativas, conforme o potencial de interferência que exercício destes direitos possa vir desempenhar na atividade normal da organização.

Deste modo, ao(s) detentor(es) de 0,5% do capital social (votante ou não) é facultada a solicitação da relação de endereços dos acionistas aos quais a organização tenha enviado solicitação de mandato, com o objetivo de enviar-lhes pedido com o mesmo conteúdo (art. 126)

Aos titulares de ações que representem 5% ou mais do capital social (votante ou não), são reservados pela Lei 6.404/76 os seguintes direitos: requerer em juízo a exibição por inteiro dos livros da companhia (art. 105); convocar assembleia geral, quando os administradores não o fizerem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação apresentado a estes nesse sentido (art.123, §único, alínea *c*); requerer que sua convocação para assembleia geral da companhia fechada seja feita por telegrama ou carta registrada (art.124, §3º); promover ação de responsabilidade civil contra o administrador, caso a assembleia geral decida pela não propositura da ação (art.159, §4º); solicitar que o administrador de companhia aberta revele à assembleia geral ordinária o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular (art. 157, §1º); requerer do conselho fiscal informações sobre sua competência (art. 163, §6º), entre outros.

Aos acionistas titulares de 10% do capital *votante* (ações ordinárias) é reservada a faculdade de solicitar a instalação do conselho fiscal e eleger um membro deste órgão (art. 161), e, ainda, requerer a instauração do processo de voto múltiplo para a eleição de membros do Conselho de Administração (art. 141).

O conselho fiscal poderá ainda ser instalado a pedido de acionistas que representem 5% das ações sem direito a voto (preferencialistas) (art. 161).

Finalmente, terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia geral, excluído o acionista controlador, os titulares que representem, ao menos, 15% do capital *votante* da companhia aberta; os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito que representem 10% do capital social; ou, ainda, caso os percentuais acima não forem atingidos, os titulares de ações preferenciais e ordinárias, em conjunto, desde que perfaçam o quorum mínimo de 10% do capital social.

Observa-se, assim, que estes dispositivos, em sua maioria, coincidem com os preceitos de governança corporativa. São normas que contribuem para a transparência

(*disclosure*), acesso à informação, igualdade acionária (*fairness*), e favorecem, ainda, a prestação de contas e conformidade no cumprimento de normas e regulação, pois trazem regras que ampliam as possibilidades de fiscalização dos órgãos da companhia (*accountability e compliance*).

São, ainda, dispositivos muito importantes à proteção dos minoritários os artigos 115 e 117 da Lei das S/A, além da norma trazida pelo artigo 116, a qual prescreve uma orientação geral de conduta ao acionista controlador, que, segundo disposto, deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. A norma determina ainda que o controlador tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve *lealmente* respeitar e atender (dever de lealdade).

Assim, o artigo 115, que dispõe sobre o abuso do direito de voto e o conflito de interesses, determina que o acionista deve exercer o direito a voto no *interesse da companhia*, e não em função de interesse próprio ou da somatória dos interesses individuais de cada acionista, e sim no propósito específico da organização, conforme definido em seu objetivo empresarial. Este dispositivo define ainda o conceito de abuso de direito de voto, o qual se configura quando o voto é exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida e que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. Há, assim, a necessidade de se caracterizar o elemento subjetivo, consubstanciado na intenção de causar dano, de lesar a companhia ou determinado acionista ou grupo de acionistas. O artigo dispõe ainda que o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, *ainda que seu voto não haja prevalecido*, e que a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável.

Sobre o tema, Modesto Carvalhosa ensina que

com base na teoria do *abuso de direito de voto*, atribui-se ao acionista a prerrogativa de paridade de tratamento. Entende-se esse direito como a coibição do uso do voto por um ou mais sócios para favorecer arbitrariamente alguns acionistas em detrimento de outros.

Trata-se, portanto, de dispositivo que cuida da igualdade entre acionistas e equidade no tratamento entre estes, que, como observado anteriormente, é um dos pilares da doutrina da governança corporativa (*fairness*).

O artigo 117, por sua vez, dispõe sobre a responsabilidade do acionista controlador pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. Vera H. M. Franco e Rachel Sztajn justificam a razão legal do dispositivo, explicando que se trata de dever específico do controlador porque nossa Lei das S/A designou uma disciplina específica para aquele que detém o poder de ditar os rumos da companhia. “Esta, consentaneamente ao princípio de ao maior poder corresponde maior responsabilidade, distinguiu a figura do acionista maior, atribuindo-lhe deveres específicos”¹⁹⁴.

O dispositivo traz rol exemplificativo de modalidades de exercício abusivo de poder. Entre estas, três tutelam diretamente os interesses dos não controladores, dispondo que

Art. 117, (...)§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, *em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia*, ou da economia nacional;
 - b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, *em prejuízo dos demais acionistas*, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
 - c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia *e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários*, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- (...) (grifo nosso).

As demais alíneas também colaboram para a proteção das minorias, de forma indireta, porém. Importante ainda frisar que a responsabilidade do controlador por ato praticado com abuso de poder é *pessoal*, portanto, ilimitada¹⁹⁵.

Cumprindo ainda analisar a disposição trazida pelo artigo 157 da Lei 6.404/76. Trata-se de dispositivo que versa sobre o dever de informar do administrador, garantindo a ampla divulgação de informações, e que guarda íntima relação com o *disclosure*, definido por Rubens Requião como o

(...) dever de revelar certas situações e negócios em que a companhia e os administradores estão empenhados, e que podem influir no mercado, no que se refere aos valores mobiliários por ela emitidos. A *disclosure* constitui, pois, um conjunto de regras que visam a proteger a lisura e a respeitabilidade do mercado de capitais. Não se refere propriamente à informação sobre os negócios inerentes à

¹⁹⁴ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 2005. v.2. p. 213.

¹⁹⁵ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 2005. v.2. p. 213..

realização do objeto social da companhia, pois esses integram e são protegidos pelos princípios do sigilo profissional da empresa, mas diz respeito a tudo aquilo que possa influir na cotação dos valores mobiliários (ações, debêntures etc.) emitidos pela companhia, e que são objeto de operações do mercado¹⁹⁶.

Assim, o extenso artigo traz regras as quais a companhia aberta deve seguir a fim de manter o mercado informado acerca de fatos relevantes, de sua política, de seus negócios e de tudo aquilo que possa nele influenciar. Importante lembrar que a transparência (*disclosure*) é também um dos pilares de governança corporativa, sendo considerada de importância fundamental para a vida da organização. A transparência gera segurança no investidor, que, ao se deparar com um ambiente de *full disclosure*, sente-se impelido a aplicar ali seus recursos, pois a transparência facilita também a fiscalização e a auditoria das operações da companhia, o que contribui para a construção de um ambiente organizacional mais confiável, refletindo, inclusive, no desempenho da empresa. Por isso, há uma tendência cada vez maior das companhias divulgarem voluntariamente relatórios contendo não só aquilo prescrito pela legislação, como também informações adicionais, como políticas ambientais e sociais, o que contribui para a percepção positiva dos investidores e da sociedade em geral acerca da organização. Não só o conteúdo, mas também a forma de divulgação tem sido alvo de discussão nos ambientes empresariais, sendo considerada boa prática de governança corporativa a utilização de padrões contábeis internacionais nos relatórios periódicos acerca do desempenho da companhia.

Deste modo, conforme assinala Nelson Eizirik,

(...) o *disclosure* pode desempenhar um importante papel de melhorar as práticas da chamada “governança corporativa”. Em primeiro lugar, permite que os acionistas, uma vez bem informados, possam melhor exercer o seu direito de voto, assim como fiscalizar de forma mais eficaz os administradores, no exercício de seus deveres fiduciários. Também apresenta efeitos positivos em alguns mecanismos essenciais de controle da gestão dos administradores: (i) a companhia é melhor avaliada no chamado “mercado de controle”; (ii), reduz-se o risco de os administradores atribuírem-se salários e outros benefícios despropositados; e (iii) obriga-se os administradores a submeter as suas políticas de captação de recursos e de investimento ao permanente escrutínio do mercado¹⁹⁷.

Importante destacar ainda o disposto no parágrafo 6º do artigo em análise, o qual dispõe que os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente à CVM e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado as modificações em suas posições acionárias na companhia. Este artigo, introduzido pela Lei 10.303/01, tem o

¹⁹⁶ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v.2. p. 220.

¹⁹⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v.2. p. 386.

importante objetivo de prevenir o *insider trading*, através da facilitação da fiscalização dos atos de negociação, compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia por parte dos administradores, sendo possível determinar se estes atos foram praticados, por exemplo, antes de divulgação de informação relevante, ao que se presume que tivera acesso a informação privilegiada, ainda não veiculada para todos os agentes do mercado. O mesmo raciocínio aplica-se ao disposto no artigo 116-A da Lei das S/A.

São de grande relevância para a proteção dos minoritários, ainda, o disposto nos artigos 153 a 158 da Lei 6.404/76, os quais versam sobre as obrigações dos administradores, entre elas o dever de diligência, dever de lealdade, dever de sigilo (*insider trading*), e o já analisado dever de informar (*disclosure*). Por motivos de pertinência temática, no entanto, estes não serão profundamente estudados neste ensaio.

Observamos, assim, o panorama de direitos e de proteção dos minoritários encontrado na legislação societária brasileira, bem como seus pontos de contato com aquilo que prega a doutrina da governança corporativa. Apesar das importantes conquistas conferidas às minorias com o passar do tempo, conforme demonstramos em tópico específico, há ainda muito a se fazer no tocante à proteção dos minoritários e ao fortalecimento em geral do mercado de capitais brasileiro. Tendo isso em vista, a Bovespa criou os níveis diferenciados de governança corporativa, os quais trazem obrigações adicionais em relação ao determinado na letra da lei. A adesão a esses segmentos, conforme explicado, é voluntária, as companhias aderentes criam com a Bovespa um vínculo contratual, do qual surgem as diversas obrigações com as quais as empresas devem cumprir a fim de conseguir autorização para atuar nesses ambientes cada vez mais valorizados da bolsa de valores de São Paulo. Um dos maiores diferenciais destes segmentos é justamente a maior proteção conferida aos minoritários, o que será objeto dos próximos tópicos.

4.2. Nível 1¹⁹⁸

O Nível 1 de governança corporativa prescreve basicamente compromissos adicionais de transparência, os quais, segundo o próprio regulamento¹⁹⁹ deste segmento especial de listagem, relacionam-se “à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia”. Assim, para aderir ao Nível 1 é, primeiramente, vedado que companhia aderente

¹⁹⁸ Este tópico é baseado no Regulamento de Listagem do Nível 1 de Governança Corporativa da BM&F Bovespa, disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel1.pdf>> e nas demais informações disponibilizadas pela instituição.

¹⁹⁹ Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel1.pdf>

tenha partes beneficiárias. Ademais, esta deve acrescentar informações adicionais às suas Informações Trimestrais (ITRs)²⁰⁰, às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs)²⁰¹ e às Informações Anuais (IANs)²⁰². Além dessas, são obrigações adicionais da companhia:

- i. Realização de ao menos uma reunião pública anual, com analistas e outros interessados, para apresentar sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas;
- ii. Divulgação de um calendário anual no qual constem os eventos corporativos programados;
- iii. Divulgação dos termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinjam os fixados no regulamento de Nível 1;
- iv. Divulgação mensal, por parte do acionista controlador, de quaisquer negociações relativas a valores mobiliários de emissão da companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuadas;
- v. Manutenção de um percentual de ações em circulação (*free floating*) que representem 25% do capital social, no mínimo;
- vi. Adoção de procedimentos que favoreçam a dispersão acionária
- vii. Elaboração e divulgação de código de conduta que estabeleça os valores e princípios que orientam a companhia e que devem ser preservados no seu relacionamento com administradores, funcionários, prestadores de serviço e demais pessoas e entidades com as quais a companhia se relacione.

À companhia que deixe de cumprir disposição contratual a BM&F Bovespa poderá cominar sanção, na forma de notificação de descumprimento, multas, sanções não pecuniárias, suspensão de negociações no Nível 1 e cancelamento da autorização para negociar no Nível 1.

²⁰⁰ Informações Trimestrais é um documento que deve ser enviado trimestralmente à CVM e à BM&F Bovespa por todas as empresas listadas na Bolsa, com todos os dados e informações prescritos na lei.

²⁰¹ Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) é um documento que todas as empresas listadas devem enviar à CVM e à Bolsa até o final de março de cada ano, contendo as demonstrações financeiras referentes ao exercício encerrado e outros comentários considerados importantes.

²⁰² Informações Anuais (IANs) são documento o qual todas as companhias listadas devem entregar à CVM e à Bolsa até o final de maio de cada ano, contendo informações corporativas.

4.3. Nível 2

Diferentemente do Nível 1, no qual o foco é a transparência da companhia, no Nível 2 a maior preocupação relaciona-se com a garantia de equilíbrio de direitos entre todos os acionistas (*fairness*). Assim, para adentrar este segmento, a organização deve cumprir com todas as obrigações adicionais exigidas no nível 1, o que inclui a vedação a existência de partes beneficiárias, e, ainda:

Caso a companhia tenha ações preferenciais, a estas deve ser concedido o direito de voto restrito em matéria de transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse, avaliação de bens que concorram para aumento de capital e escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, nos casos exigidos pelo Regulamento deste segmento.

No evento de alienação de controle acionário, devem ser asseguradas a *todos* os acionistas titulares de ações ordinárias as mesmas condições de venda (*tag along* em igualdade de condições), e, ainda, para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito deve ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias. Aqui não há, portanto, a diferenciação entre ações da mesma classe (ordinárias) feita pela Lei das S/A. As mesmas condições, inclusive o preço, são garantidas a todas as ações com direito de voto. Além disso, os preferencialistas encontram aqui condições e garantias melhores do que aquelas observadas no mercado tradicional em caso de alienação do controle acionário.

Na ocorrência de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Nível 2, a organização ou o acionista controlador, conforme o caso, deve fazer uma oferta pública de aquisição (OPA) das ações em circulação, sendo que esta deve ter por base, no mínimo, o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada.

O Conselho de Administração da empresa deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado e que não ultrapasse dois anos.

A organização deve elaborar seus relatórios anuais seguindo padrões contábeis internacionais (IFRS ou US Gaap). Além disso, suas demonstrações financeiras trimestrais devem ser feitas de acordo com os padrões internacionais ou, não sendo este o caso, suas ITRs devem ser divulgadas conforme o padrão Nível 2 e traduzidas para a língua inglesa.

Finalmente, é obrigatório que a companhia adira à Câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários, e, ainda, obrigue-se a não recorrer ao Poder Judiciário, a não ser nos casos previstos no Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, garantindo, assim, agilidade na resolução de conflitos.

5.3. Novo Mercado

O Novo Mercado é o segmento com mais alto nível de exigência de melhores práticas de governança corporativa. É também o mercado que apresenta o maior nível de crescimento, sendo, ainda, o segmento onde tem ocorrido a maioria dos processos de abertura de capital (IPO) em nosso país. Atualmente, o Novo Mercado conta com 130 companhias listadas.

A maior diferença deste segmento em relação aos demais mercados (tradicional, Nível 1 e Nível 2) é a proibição de emissão de ações sem direito a voto ou com voto restrito. São admitidas, portanto, apenas ações ordinárias. Com isso, pretende-se corrigir as distorções históricas causadas pela forte concentração acionária em nosso país, minimizando, assim, os conflitos de agência existentes entre acionistas controladores e não-controladores, que são potencializados pela existência de ações que não possuem direitos patrimoniais, pois geram um descompasso muito grande entre a propriedade acionária e o poder de mando do controlador, conforme explicado anteriormente.

Por esse motivo, especialmente, o Novo Mercado é voltado, sobretudo, para as empresas que pretendem abrir seu capital, pois estas ainda não possuem ações preferenciais. Somam-se à proibição de emissão de ações sem direito de voto todas as demais obrigações adicionais existentes no Nível 2 (e, por conseguinte, também no nível 1). O compromisso, portanto, é com a melhoria na prestação e disponibilização de informações (*disclosure*) e com o equilíbrio de direitos entre todos os acionistas, independentemente de sua posição acionária. De acordo com a própria BM&F Bovespa, a conjugação dessas ações é extremamente benéfica para a empresa, pois

A melhoria da qualidade das informações prestadas pela companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores de adquirir ações da companhia, tornando-se sócios desta.

A redução do risco também gera melhor precificação das ações, o que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas²⁰³.

Outra diferença existente é em relação ao *tag along*. Por não ser possível a existência de ações preferenciais, as condições de venda do controle acionário devem ser as mesmas para todos os acionistas, não existindo diferenciação entre o grupo minoritário e o grupo de controle.

Observamos, assim, o quadro comparativo entre os direitos dos minoritários existentes em cada um dos diferentes mercados (tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). A diferença no grau de proteção conferido às minorias existentes entre estes é extrema, sendo que o Novo Mercado apresenta-se como o ambiente de maior segurança para investimento de pequenos acionistas, pessoas físicas, ou até mesmo de grandes investidores institucionais que não pretendem, no entanto tomar o controle da companhia. Não resta dúvida que a iniciativa da BM&F Bovespa, que resultou na criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa, foi um empreendimento de sucesso, que contribuiu em muito para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, o que é comprovado por dados de mercado recentes e por declarações de dirigentes de empresa listadas no Novo Mercado.

Entre estas, como exemplo, pode-se citar a Linx, empresa líder em tecnologia de gestão para o varejo, que realizou o primeiro IPO na Bolsa no ano de 2013. De acordo com matéria veiculada na Revista da Nova Bolsa,

o mercado de capitais ajudou a alavancar a Linx (...). A abertura do capital no Novo Mercado da BM&F BOVESPA, em fevereiro, foi uma experiência satisfatória, segundo o diretor presidente da companhia, Alberto Menache. O valor de mercado se multiplicou durante o processo, e a empresa se tornou mais madura, completa, profissional e com alto nível de governança corporativa. *Os benefícios, em resumo, foram muito mais relevantes do que os custos* (grifo nosso).²⁰⁴

Na mesma edição desta revista, outra reportagem afirma que “pesquisa realizada em todo mundo aponta o Brasil no terceiro lugar entre os países que despertam mais interesse

²⁰³ Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf> Acesso em 01/09/2013.

²⁰⁴ PENTEADO, Sílvia. Abrir capital no novo mercado multiplicou o valor da empresa. **Revista da Nova Bolsa**, São Paulo, n. 17, p.12-16, 2013. Trimestral. p. 12. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/revista-nova-bolsa-17.pdf>>. Acesso em: 01 set. 2013.

dos investidores institucionais para lançamentos de ações neste ano”²⁰⁵. Essas reportagens colaboram para a verificação do crescente fortalecimento de nosso mercado de capitais, do sucesso da solução contratual apresentada pela Bolsa de Valores de São Paulo, e, ainda, que investir em um ambiente de maior proteção e segurança ao acionista minoritário, com a adoção de melhores práticas de governança corporativa, apesar de ser mais custoso, pode ser extremamente vantajoso à companhia que o faz, inclusive, e principalmente, em termos econômicos.

²⁰⁵ CARNIER, Theo. As aberturas de capital dão sinais promissores. **Revista da Nova Bolsa**, São Paulo, n. 17, p.18-20, 2013. Trimestral. p. 18. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/revista-nova-bolsa-17.pdf>>. Acesso em: 01 set. 2013..

CONCLUSÃO

Ante o exposto, evidencia-se a influência da governança corporativa na proteção do acionista minoritário, a importância de ambos os institutos e o grande impacto que estes exercem sobre a estrutura e o controle acionário das companhias brasileiras.

A disseminação das melhores práticas ajudou a alavancar o mercado de capitais nacional e reaquecer a economia do país, contribuindo ainda para a correção de distorções históricas, as quais representavam um dos maiores entraves para o desenvolvimento de nosso mercado acionário, como a extrema concentração acionária e o grande descompasso existente entre propriedade acionária e poder de mando do acionista controlador.

A importância da proteção dos minoritários evidencia-se ainda pelo fato de que os conflitos de agência no Brasil se dão entre acionista controlador e acionistas não – controladores (minoritários), o que ocorre em função da forte concentração acionária verificada em nosso país, a qual permite a sobreposição entre propriedade e gestão, gerando assim um acionista que é, ao mesmo tempo, proprietário de ações da organização e gestor da mesma. Nesse cenário, a necessidade de elevação do grau de proteção aos não-controladores é ainda maior, pois o alcance do poder que o controlador exerce sobre as companhias é extremamente elevado, o que torna imprescindível sua regulação e limitação. Isso é feito através, entre outros, da proteção das minorias e da imposição de deveres aos controladores e gestores, o que permite contrabalançar e harmonizar os interesses das diferentes classes e tipos de acionistas.

A recente alteração na Lei das S/A promovida pela edição da Lei 10.303/01 teve como principal escopo conferir maior proteção ao acionista minoritário, numa tentativa de possibilitar e potencializar a harmonização entre os diferentes interesses existentes no âmbito da companhia. A nova lei, no entanto, não foi suficiente para corrigir as históricas distorções do mercado nacional. Como resposta a isso surgiu a iniciativa da BM&F Bovespa, a qual conferiu às organizações uma solução *contratual* para corrigir essas distorções. O resultado da iniciativa foi o nascimento de um mercado de capitais mais forte, mais seguro e mais desenvolvido. O sucesso dos segmentos diferenciados de governança corporativa, pautados na transparência e no tratamento igualitário entre os acionistas (este último apenas no Nível 2 e no Novo Mercado), são a prova da extrema importância que a adoção de melhores práticas de governança corporativa e a conferência de maior proteção ao minoritário assumem no ambiente organizacional. A pujança do Novo Mercado, os índices de aproveitamento das

empresas listadas e o elevado percentual de IPO's ocorridos neste segmento comprovam que boa governança, que redundando em proteção às minorias, gera não apenas um bom ambiente organizacional; impacta também no desempenho e na lucratividade da empresa, motivo pelo qual observamos a tendência atual que as companhias vêm apresentando no sentido de adoção voluntária das melhores práticas.

A iniciativa autorregulatória da BM&F Bovespa foi também de extrema relevância porque possibilita que as companhias operem as mudanças estruturais necessárias da maneira correta, e, ainda, dispondo do tempo necessário para fazê-lo. Um dos motivos pelos quais a Lei 10.303/01 não pôde operar alterações mais profundas em nossas sociedades anônimas foi decorrente das características de concentração acionária e estruturação do poder de controle arraigadas em nossas companhias, as quais ainda não apresentam, ou apresentavam, à época, em sua maioria, capacidade de se adaptar a mudanças estruturais profundas. A solução contratual da Bolsa de Valores conferiu a essas companhias a oportunidade de buscarem e promoverem as adaptações necessárias para sua inserção num mercado mais desenvolvido, que apresenta maior liquidez e maior potencial de capitalização. Por esses motivos, principalmente, consideramos a iniciativa da BM&F Bovespa de extremo sucesso e importância para nosso cenário econômico e empresarial.

Observa-se, portanto, que um dos mecanismos mais eficientes de harmonização dos variados interesses existentes no âmbito das companhias é a adoção de melhores práticas de governança corporativa, as quais contribuem para um ambiente de maior transparência (*disclosure*) e igualdade entre os acionistas (*fairness*). Cria ainda ferramentas eficientes para prestação de contas (*accountability*) e cumprimento das regras e normas (*compliance*). A conjugação destes gera um ambiente geral de maior segurança para o investidor não-controlador, que passa a confiar que seus recursos estão sendo investidos em uma organização cujos resultados serão positivos. Contribuem ainda na construção de uma percepção geral positiva da organização, que é bem avaliada por seus acionistas, trabalhadores e comunidade em geral. Tudo isso reflete nos papéis e no valor de mercado da companhia, o que, em última análise, significa melhor desempenho e maior lucratividade. A maior proteção ao minoritário, portanto, decorrente da boa governança, gera desenvolvimento de mercado e maior lucratividade para as companhias, que é, em última instância, o objetivo precípua de toda e qualquer sociedade empresária.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Carlos Henrique. A nova lei de companhias. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 16, p.249-251, 2002.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2011. 596 p.

AZEVEDO, Luis André N. de Moura. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 217-262.

BERLE, A.A.; MEANS, G. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. 2ª Ed. São Paulo: Nova Cultural, 1897. 335p.

BERTUCCI, J. L. O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Rausp*, São Paulo, v.41, n.2, p.183-196, 2006.

BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BLAIR, M. M. **Ownership and Control – Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century**. Washington, DC: The Brookings Institution, 1995.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; STERLING, Fernando. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, p.96-113, 2002.

BULGARELLI, Waldirio. Aspectos relevantes da reforma da lei 6.404/76 pela recente lei 9.457/97. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 108, p.69-72, 1997.

CADBURY COMMITTEE. **Report of the committee on the financial aspects of corporate governance**. Londres: Gee, 1992. 90 p.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. 4v.

CARNIER, Theo. As aberturas de capital dão sinais promissores. **Revista da Nova Bolsa**, São Paulo, n. 17, p.18-20, 2013. Trimestral. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/revista-nova-bolsa-17.pdf>>. Acesso em: 01 set. 2013.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle Gerencial**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. 294p.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Org.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. 556 p.

CHIODARO, Renato. Novo mercado e governança corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 16, p.268-272, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa*. 14 ed. São Paulo: Saraiva, 2010. v.2.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. 597p.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 3 v.

EIZIRIK, Nelson, et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. 660p.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. 716p.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. **Manual de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 2005. 2 v.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Rausp.**, São Paulo, v.39, n.4, p.309-326, 2004. Disponível em < <http://www.planetaignis.com/sustentab-govern/2011/rausp-erica-gorga-f3904309a326.pdf>>, acesso em 05/12/2012.

GOUREVITCH, P. A.; SHINN, J. **Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance**. Princeton University Press, Princeton, 2005.

GRADILONE, Cláudio; NAPOLITANO, Giuliana. O Brasil descobre a bolsa. **Exame**, 24 mar. 2006. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0864/noticias/o-brasil-descobre-a-bolsa-m0081219>>. Acesso em: 30 set. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: Ibgc, 2009. 73 p.

LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, os minoritários e o mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 117, p.53-56, 2000.

LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. **Os desafios propostos pela Governança Corporativa ao Direito Empresarial Brasileiro**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

LEITE, Leonardo Barém. Governança Corporativa- Considerações sobre sua aplicação no Brasil: (Das "limitadas" às sociedades anônimas de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura(coord.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 503-529.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. Disponível em <<http://xa.yimg.com/kq/groups/22722970/1222946082/name/lethbridge-1997.pdf>> Acesso em 05/12/2012.

LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 142, p.141-154, 2006.

LOBO, Jorge. Proteção à minoria acionária. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 105, p.25-37, 1997.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa: O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. 9. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000. 190 p.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OCDE. **Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades**. Paris: Ibgc, 2004. 70 p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2013.

PARENTE, Norma. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 15, n. , p.81-90, 2002.

PENTEADO, Silvia. Abrir capital no novo mercado multiplicou o valor da empresa. **Revista da Nova Bolsa**, São Paulo, n. 17, p.12-16, 2013. Trimestral. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/revista-nova-bolsa-17.pdf>>. Acesso em: 01 set. 2013.

PEREIRA, Guilherme Teixeira (Org.). **Direito societário e empresarial: Reflexões Jurídicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. 278 p.

PESSOA, Ana Paula Gordilho. As constantes mudanças legislativas no mercado de capitais e seus efeitos. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 128, p.175-193, 2002.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. Análise econômica da propriedade acionária. In: PEREIRA, Guilherme Teixeira. **Direito societário e empresarial: Reflexões Jurídicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 141-168.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. 2 v.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos jurídicos da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. 190 p.

RODRIGUES, A. C., Comitês Especiais Independentes e Parecer de Orientação CVM nº 35: Quais As Suas Contribuições para a Governança Corporativa Brasileira? **Revista Estudos Jurídicos UNESP**, Franca, A. 14 n.20, p. 01-348, 2010.

ROE, M. J. A inevitável instabilidade da governança corporativa norte-americana. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 140, p 7-23. 2005.

RUIVO, Danilo Augusto. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 56, p.401-440, 2012.

SALAMA, B. M.; PRADO, V. M. "Proteção ao Acionista Minoritário no Brasil: Breve Histórico, Estrutura Legal e Evidências Empíricas (no prelo)" Estudos em Memória de José Luís Saldanha Sanches. Lisboa: , 2011. Disponível em <http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1058&context=bruno_meyerhof_salama>, acesso em 27/02/2013

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006. 277p.

SANTOS, Aline de Menezes. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo: Malheiros. v.130, p. 180-206. 2003.

SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais – dilema do legislador brasileiro: Dilema do legislador brasileiro. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 126, n. , p.75-86, 2002.

SILVA, José Anchieta da. Aspectos relevantes da lei de sociedades anônimas reformada. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 15, p.281-290, 2002.

SIMIONATO, F.A.M. Considerações sobre *tag along* e o direito societário brasileiro. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo: Malheiros. v. 153/154, p. 25-36.

STEINBERG, Herbert. **A dimensão humana da governança corporativa: Pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo: Editora Gente, 2003. 247 p.

VEIRANO R.; SIMÕES, P. C. O Direito Societário de Minorias. **Revista Consultor Jurídico**, 28 de julho de 1997. Disponível em <http://www.conjur.com.br/1997-jul-28/direito_societario_minorias> Acesso em 05/12/2012.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Malheiros, 2006. 3v.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **Acordos de Acionistas e a Governança das Companhias**. São Paulo: Saraiva, 2010.

VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de Governança Corporativa e a Concentração de Propriedade nas Empresas de Capital Aberto. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 146, p.47-80, 2007.

WALD, Arnoldo. A evolução do direito societário. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 120, n. , p.56-65, 2000.

WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 15, p. 53-78, janeiro-março de 2002.

DOCUMENTÁRIOS

Achbar, M.; Abbott, J. *The Corporation*. Dirigido por Mark Achbar e Jennifer Abbott. Documentário, 145 min. 2003.

FERGUSON, C. *Inside Job*. Dirigido por Charles Ferguson, escrito por Adam Bolt, Chad Beck e Charles Ferguson. Documentário, 105 min. 2010.

GIBNEY, Alex. *Enron: The Smartest Guys in the Room*. Direção de Alex Gibney, escrito por Peter Elkind, Alex Gibney, Bethany McLean. Documentário, 110 min. 2005.

HANSON, Curtis. *Too Big to Fail*. Direção de Curtis Hanson, escrito por Peter Gould e Andrew Ross Sorkin. Documentário, 99 min. 2011.

JOHNSON, J. *Born Rich*. Direção de Jamie Johnson. Documentário, 75 min. 2003.

MOORE, M. *Capitalism: A Love Story*. Dirigido e escrito por Michael Moore. Documentário, 127 min. 2009.