

Espaço Discente

PERSPECTIVAS PARA A DISCIPLINA DA COMPANHIA ABERTA: PRINCIPAIS DESAFIOS DO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO¹

JOÃO PEDRO SCALZILLI

LAURA AMARAL PATELLA

LUÍS ANDRÉ N. DE MOURA AZEVEDO

LUIS FELIPE SPINELLI

RODRIGO TELLECHEA

Introdução. 1. Sistemas de Direito Societário. Convergência e divergência. 2. Perspectivas e desafios para o Regime Jurídico das Companhias Abertas: o acionista não controlador: 2.1 Os acionistas não controladores e a tendência à dispersão da propriedade acionária – Ativismo “vs.” absenteísmo. 3. Perspectivas e desafios para o Regime Jurídico das Companhias Abertas: o acionista controlador: 3.1 O Estado controlador, interferência política e responsabilidade; 3.2 Transferência do controle, “poison pills” e “tag along”. 4. Perspectivas e desafios para o Regime Jurídico das Companhias Abertas: a administração: 4.1 O revigoramento do papel dos administradores? A tendência à profissionalização; 4.2. Profissionalização da gestão: 4.2.1 A substância sobre a forma. O dever de independência dos administradores “vs.” os conselheiros independentes. 5. Perspectivas e desafios para o Regime Jurídico das Companhias Abertas: a regulação: 5.1 A Lei das S/A (e a Lei n. 6.385/1976) – Os novos problemas e a adequação legal à realidade brasileira; 5.2 Os papéis fiscalizador e disciplinador da CVM “vs.” a estrutura reduzida e o crescimento dessas atribuições; 5.3 A solução da autorregulação: o papel do mercado; 5.4 Novo Código Comercial: necessidade ou fetichismo?. 6. Conclusão. 7. Referências bibliográficas.

Introdução

Em regra, quando se analisa o fenômeno da globalização, refere-se a um fato genérico, de natureza multidisciplinar, cujos significados e efeitos têm natureza

diversa e, muitas vezes, difíceis de mensurar. Desse evento de âmbito global já se ocuparam e ainda se ocupam filósofos, sociólogos, economistas, juristas e pensadores de muitas outras ciências, cada qual na sua esfera própria de referência. Raras foram as oportunidades em que esse fenômeno foi examinado e sistematizado a partir

1. O presente artigo foi apresentado como parte da avaliação da disciplina DCO 5875-1 – Novo Direito Societário, cursada no primeiro semestre de 2011, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a regência

dos Profs. Mauro Rodrigues Penteadó, Paulo Salvador Frontini e Eduardo Secchi Munhoz.

de um enfoque jurídico,² particularmente sob as lentes do direito societário.

Nesse contexto, a realidade presente, vista sob as coordenadas do tempo e do espaço, parece ser oposta à que se tinha até então. Nos dias de hoje, o aspecto dinâmico da realidade está acelerado, sendo cada vez mais intensas as mutações no tempo e no espaço, enquanto outrora seus eventos eram praticamente imutáveis no tempo e cambiantes no espaço.³

Numa perspectiva jurídica, em outros momentos, a lei posta pelo Estado era tida como a única fonte jurídico-normativa, que se distinguia territorialmente de um país para outro, sendo, no entanto, capaz de garantir a estabilidade e a segurança jurídica às sociedades nacionais. Diante da internacionalização dos mercados, esse quadro foi alterado. A globalização refletiu na esfera jurídica uma nova forma de manifestação do direito, com alcance universal, na qual o Estado cede maior espaço à autonomia contratual no papel de regulador das transações econômicas realizadas no mercado.⁴

A partir dessas premissas multifacetárias, far-se-á o exame de algumas mudanças estruturais ocorridas no sistema normativo de direito societário e do mercado de capitais no Brasil, com enfoque especial nas sociedades anônimas abertas, reconhecido instrumento jurídico de captação da poupança popular e catalisador do desenvolvimento econômico e de operações mercantis.

No final do século XX, particularmente no início dos anos 1970, em um ciclo de conferências organizado para exa-

minar os principais problemas jurídicos relacionados às sociedades anônimas,⁵ o Prof. espanhol Joaquín Garrigues, ex-Catedrático da Universidade de Madri, manifestou opinião no sentido de que sobre esse tipo societário já se disse, para o bem ou para o mal, tudo o que se poderia dizer.⁶

A opinião do respeitado Catedrático espanhol evidencia um fato sobre as sociedades anônimas que pouco se discute no direito das sociedades: sua grandiosidade, higidez e pujança exerceram (e ainda exercem) tamanho fascínio sobre os juristas a tal ponto que muito se escreveu sobre elas, mas pouco se alterou na sua modelagem jurídica desde o surgimento da Companhia das Índias Orientais em 1602.⁷

Evidente que transformações ocorreram. Porém, os inúmeros retoques e refor-

5. Dentre os problemas postos para discussão pelo Prof. espanhol merecem destaque os que seguem: (a) Sociedade e o Estado: (i) fenômeno, em média ou larga medida, de estatização. Intromissão do Estado nas sociedades anônimas. O Estado como acionista de caráter peculiar; (ii) Imposição de limites à liberdade das empresas e ao abuso do poder econômico; (iii) Resolução dos problemas da empresa por meio do direito societário. Exemplo: criação de participação minoritária dos operários nos conselhos de administração. (b) Sociedade e os acionistas: (i) Estrutura legal da companhia; (ii) O desinteresse do pequeno acionista; (iii) Maioria *versus* minoria; (iv) Acionistas e administradores. (c) Sociedade e terceiros: (i) Personalidade jurídica e seu abuso; (ii) Responsabilidade limitada; (iii) Participações recíprocas. (d) Movimento de reforma das S/A: (i) Alterações pontuais, sem modificação da estrutura da S/A; (ii) Impossibilidade de transferir para a lei societária os problemas da empresa. É importante destacar que, decorridos aproximadamente 40 anos da exposição do Prof. espanhol, muitos desses problemas permanecem sem solução (Joaquín Garrigues, *Problemas Atuais das Sociedades Anônimas*, 1982).

6. *Idem*, p. 9.

7. Merece referência o breve e interessante estudo do Prof. Fábio Konder Comparato acerca da evolução história das empresas multinacionais ("Na proto-história das empresas multinacionais - O Banco Medici de Florença", *RDM* 54/105-111). Ótima análise sobre a evolução histórica das sociedades anônimas pode ser encontrado em Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A (Pressupostos, Elaboração, Aplicação)*, pp. 19-103.

2. Entre nós merece referência a Tese de Livre-Docência do Prof. Titular do Departamento de Filosofia e Teoria Geral do Direito, da Faculdade de Direito da USP, José Eduardo Campos de Oliveira Faria, intitulada *O Direito na Economia Globalizada* (4ª ed., São Paulo Malheiros Editores, 2007).

3. Francesco Galgano, *La Globalización en el Espejo de Derecho*, p. 14.

4. *Idem*, pp. 14-15.

mas realizados desde então foram, na sua grande maioria, de caráter parcial, pontual, ortopédico, como se receosos estivessem os legisladores de alterar a maestria das suas fundações, buscando sempre modificar minimamente o estado da arte, com a finalidade de conseguir que o modelo jurídico da sociedade anônima funcione de forma perene, com a mesma engrenagem, cada dia de forma mais primorosa.⁸

Talvez em razão desse deslumbamento em torno do tema os estudiosos tenham demorado a perceber que a sociedade anônima tem natureza híbrida, isto é, é econômica na sua substância e jurídica na sua forma.⁹ O balanceamento e o equilíbrio final dessa equação requerem atenção especial, pois suas variáveis são vastas e suas alterações, contínuas, de modo que uma pequena desconexão entre a forma jurídica e a substância econômica determina um distanciamento fatal, uma linha cinzenta com a qual o direito não sabe lidar de forma satisfatória.

Aproveitamo-nos das reflexões acima para resgatar a crise dogmática que perpassa os modelos jurídicos que sustentam o sistema societário. A doutrina especializada já apontou a inadequação do modelo societário clássico (alicerçado na sociedade empresária isolada, dotada de responsabilidade limitada e com um acionista controlador predefinido) como solução para os problemas demandados pelas formas contemporâneas de organização empresarial, caracterizadas, na grande maioria das vezes, por grupos de sociedades unificados pelo poder de controle de fato, alocado em

diferentes graus de concentração e estabilidade aos sócios, administradores, credores, entre outros.¹⁰

Sabe-se, da mesma forma, que a titularidade do poder de controle, o poder atribuído às minorias, as operações em torno da sua transferência e a formação de grupos de sociedade emergem como fatores jurídicos centrais no exame da empresa contemporânea. A construção de uma adequada disciplina jurídica para esses pilares de sustentação da estrutura societária é uma tentativa de reduzir a crise do atual sistema societário, caracterizada e deflagrada a partir de uma enorme distância entre a ordem jurídica posta e a realidade econômica a ela subjacente.¹¹

Ainda que em dimensão distinta, em razão do estágio tardio de desenvolvimento do seu mercado, o Brasil continua enfrentando os reflexos dessa crise. Numa perspectiva eminentemente histórica, somos caracterizados como um país cujo sistema de direito societário é caracterizado como concentrado, no qual um acionista controlador ou grupo de acionistas controladores (coligados, geralmente, por acor-

10. Eduardo Secchi Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedades*, p. VII. O jurista português José Engrácia Antunes, em sua clássica obra sobre a estrutura e a organização jurídica dos grupos de sociedades, elucida que o edifício jurídico-societário, construído para a sociedade individual e independente, parte da pressuposição de que esta sociedade será ente econômico e juridicamente autônomo, fechado sobre si mesmo e imune a qualquer interferência externa, explorando sua atividade econômica através de uma vontade e interesses sociais próprios, determinados pela assembleia geral. O surgimento dos grupos societários por meio do qual se operou a passagem da era atomística à era molecular do direito das sociedades acarretou uma crise sem precedentes nos quadros jurídico-societários tradicionais, posto que o modelo da sociedade isolada com personalidade jurídica não constituía mais o epicentro econômico que movimenta o direito das sociedades (José Engrácia Antunes, *Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, p. 16).

11. Eduardo Secchi Munhoz, ob. cit., p. VIII.

8. Joaquín Garrigues, ob. cit., p. 9.

9. Para Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, citando Ferri, talvez nenhum outro instituto jurídico tenha mergulhado suas raízes tão profundamente no “humus” da vida econômica quanto as sociedades anônimas e, pelas consequências que provocou, parece evidenciar que nem sempre é a organização econômica que gera o direito, mas, muitas vezes, a ordem jurídica condiciona e promove a vida econômica (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A (Pressupostos, Elaboração, Aplicação)*, vol. I, 3ª ed., p. 20).

dos de voto) detêm a titularidade do poder de controle.

Em sentido oposto do que ocorre nos Estados Unidos da América e na Inglaterra – onde os sistemas de direito societário são do tipo disperso, nos quais existe uma efetiva separação entre a propriedade das ações e o exercício do controle¹² –, no direito brasileiro a figura do acionista controlador é um dos vértices da estrutura da sociedade anônima e do funcionamento do mercado de capitais, senão o principal.

Nessa toada, vale lembrar que, durante muitos anos, no Brasil, a separação entre propriedade e controle, típica característica do sistema societário de controle disperso, ficou restrita aos meios acadêmicos,¹³ não se verificando na realidade prática do mercado de capitais.¹⁴ Esse cenário começou a mudar a partir de 2004, com o fortalecimento dos segmentos especiais de governança corporativa criados pela Bovespa (hoje BM&F Bovespa), nos quais as regras de governança, de proteção aos acionistas minoritários¹⁵ e do público investidor são bem mais rigorosas do que aquelas previs-

tas pelas Leis ns. 6.404/1976 e 6.385/1976.

A concepção do Novo Mercado, como solução contratual capaz de vencer as barreiras políticas, econômicas e culturais¹⁶ que impediam o desenvolvimento de um mercado de capitais forte, se mostrou um caso de sucesso,¹⁷ a ponto de, a partir da sua criação, raros serem os exemplos em que as aberturas de capital ocorrem em outro segmento que não este.¹⁸

Verdade seja dita: após alguns anos de inércia e apatia, o direito societário brasileiro vive um momento de ebulição. Depois de aproximadamente 35 anos da promulgação das Leis ns. 6.404/1976 e 6.385/1976 pode-se afirmar que a sociedade anônima aberta, historicamente reconhecida como estrutura jurídica projetada para empreendimentos de grande envergadura econômica, parece ter atingido seu ápice, justificando, numa perspectiva nacional, as alcunhas

12. Nesse sentido, referência é feita à obra de Adolf Berle e Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, na qual os autores identificam através de pesquisa empírica, realizada na década de 1920, que a grande maioria das companhias abertas norte-americanas tinha o capital disperso e o controle exercido pelos administradores (gerenciais).

13. Nesse sentido, referência é feita à obra do Prof. Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas* e do Prof. Eduardo Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedade*.

14. Importante mencionar artigo de autoria de Nelson Eizirik – “O mito do controle gerencial” –, ainda na década de 1980, no qual restou comprovado a inexistência de controle gerencial no Brasil.

15. Estudos de autores norte-americanos, dentre os quais se destacam os de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (“Corporate ownership around the world”, *Journal of Finance* 54/471-518), indicam a necessidade de a legislação societária proteger os direitos dos minoritários e a transparência para com o mercado (como condição indispensável ao desenvolvimento do mercado de capitais).

16. Vale destacar, nesse sentido, a resistência oposta pelos agentes econômicos já estabelecidos no poder nas grandes sociedades anônimas e a forte influência política que exercem nos canais legislativos, na medida em que a alteração das regras do jogo poderia lhes ser prejudicial. Cf. o Problema de Olson (*Olson's Problem*) em Ronald J. Gilson, Henry Hansmann e Mariana Pargendler, “Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, in the US and the E.U.”, *ECGI – Law Working Paper* 149/2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1541226>; e em Mark J. Roe e Lucian Bebchuk, “A theory of path dependence in corporate ownership and governance”, *52 Stanford Law Review* 127.

17. O sucesso do Novo Mercado foi objeto de estudo de Ronald J. Gilson, Henry Hansmann e Mariana Pargendler, ob. cit.

18. Segundo informações da BM&F Bovespa, até 8.5.2011, o Brasil tinha 419 companhias abertas listadas na Bolsa de Valores. 119 delas listadas no Novo Mercado (representando 28% do total), 16 companhias listadas no Nível 2 (representando 4%), 39 companhias listadas no Nível 1 (representando 9% do total) e 245 companhias no segmento tradicional (totalizando 59%). Além disso, no ano de 2010, 11 companhias abriram seu capital, das quais 10 no Novo Mercado. Em 2011, até o momento, 7 companhias abriram seu capital, todas elas no Novo Mercado.

a ela atribuídas por doutrinadores estrangeiros, como, por exemplo, máquina jurídica e maravilhoso instrumento jurídico do capitalismo moderno.¹⁹

Nessa lógica, o mercado de capitais tem desempenhado um papel relevante no desenvolvimento econômico nacional, viabilizando o processo de capitalização das empresas, de captação da poupança popular e de alocação desses recursos no setor produtivo, impulsionando, ao fim e ao cabo, o crescimento econômico.

Não se pode ignorar, no entanto, que essa transformação do mercado e a sedimentação da sociedade anônima aberta como veículo jurídico destinado à exploração de grandes negócios expuseram muitas das fragilidades da nossa legislação societária. Em adição aos problemas já existentes (ainda não resolvidos de forma satisfatória), surgiram inúmeros outros, para os quais a legislação, as regras do Novo Mercado e os precedentes regulatórios e jurisprudenciais (administrativos e judiciais) parecem não endereçar soluções adequadas.

O objetivo primordial do presente ensaio é propor reflexões acerca dos novos desafios que perpassam o direito societário brasileiro. A ideia que circunscreve o estudo é propositiva e não conclusiva. Busca-se, com o trabalho, identificar os conflitos que permeiam o direito societário e o mercado de capitais nessa nova fase e, a partir disso, evidenciar que as regras hoje postas, assim como a doutrina e a jurisprudência de um modo geral, não nos parecem adequadas para enfrentar os problemas existentes.

19. Como demonstra o atual cenário brasileiro, cada vez mais o mercado de capitais vem desempenhando um papel relevante no desenvolvimento econômico nacional, pois viabiliza o processo de capitalização das empresas. Em outras palavras, serve de meio de ligação para que os poupadores possam investir suas economias em empresas que, por sua vez, necessitam captar recursos mais baratos do que os oferecidos pelas instituições financeiras, para continuar crescendo.

Diante da complexidade do desafio, é necessário estabelecer um corte metodológico para o estudo. Assim, os temas doravante abordados serão enfrentados sob a perspectiva do que se poderia chamar de “macrossistema das sociedades anônimas”, a partir da identificação dos seus grandes alicerces, dentre os quais destacaremos a temática em torno dos acionistas controladores e não controladores, dos administradores e da formulação das regras vigentes, isto é, a regulação do mercado.

1. Sistemas de Direito Societário. Convergência e divergência

A questão das convergências e divergências nos sistemas de direito societário pode ser encarada sob múltiplos aspectos, dentre os quais merecem destaque: (i) a convergência quanto às principais características da sociedade anônima; (ii) a convergência quanto ao interesse social; (iii) a convergência quanto à propriedade acionária e, por fim, (iv) as diferentes formas de convergência.²⁰ Iniciemos pelo último item (as diferentes formas de convergência), eis que se trata de ponto de partida para a compreensão dos demais.

Sobre as formas de convergência, independentemente das características do modelo em mira, a busca pela convergência pode ocorrer de diversas maneiras.

Será do tipo funcional, por exemplo, quando as instituições do sistema forem flexíveis o suficiente para responder às demandas de mudança, sem a necessidade de alterar seus aspectos formais. Será do tipo formal, por sua vez, quando as mudanças demandadas dependerem de uma ação legislativa para alterar a estrutura básica das instituições. Por fim, será contratual (*security design* ou *stock exchange listing*) quan-

20. Henry Hansmann e Reinier Kraakman, “The end of history for corporate law”, *Yale Law School Working Paper* 235, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=204528> ou doi:10.2139/ssrn.204528.

do as instituições não forem suficientemente flexíveis e as barreiras políticas restringirem a capacidade de mudança legislativa,²¹ cabendo aos agentes contratar soluções para contornar tais problemas.

Nesse particular, o enfoque do presente estudo será o da convergência em torno da propriedade acionária, na medida em que é um tema de grande relevância para o atual estágio de desenvolvimento do nosso mercado. Existem, nesse sentido, dois principais sistemas relacionados à propriedade acionária: (i) o sistema de controle disperso e (ii) o sistema de controle concentrado.

Sabe-se que os sistemas que apresentam propriedade acionária dispersa caracterizam-se por não terem um controlador majoritário, mas, sim, o controle desconcentrado, com um mercado de capitais forte, regulado por uma agência estatal ativa e bem equipada, com padrões rigorosos de *disclosure* e transparência, bem como com um mercado de controle acionário bastante ativo que impõe metas de eficiência aos administradores.

Por outro lado, os sistemas de controle concentrado são caracterizados pela existência de controladores fortes, por um mercado de capitais fraco, menos institucionalizado, no qual o órgão regulador tem atuação restrita, onde os benefícios privados do controle são elevados e há um baixo padrão de *disclosure* e de transparência, assim como um mercado de controle fraco e pouco ativo.

Nos últimos anos, muito tem se discutido na doutrina societária, mormente nos países da *common law*, sobre a eficiência e a ineficiência dos sistemas de propriedade acionária dispersa e concentrada, respectivamente, a ponto de alguns estudiosos predizerem que a maturidade de um mercado

de capitais (numa espécie de linha evolutiva) estaria na existência de dispersão acionária.²² Apesar dos bons fundamentos que justificam essas teses, evidências empíricas demonstram que uma convergência definitiva em torno desse sistema ainda está longe de acontecer. O que se verifica é uma polarização global em torno dos sistemas acima descritos.²³

Em razão das características distintas, é preciso compreender que os sistemas de controle disperso e concentrado enfrentam conflitos diferentes e, em virtu-

22. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54/471-518.

23. P. ex., EUA e UK são países cujos mercados financeiros estão fortemente baseados no mercado de ações como fonte de captação de recursos para investimento na atividade produtiva. Diferentemente, na Alemanha e no Japão, os mercados financeiros estão fundados na atuação de instituições financeiras, principais financiadores das empresas de grande porte (restando os bancos e as companhias seguradoras os maiores acionistas das principais empresas alemãs ao lado das famílias). Alguns ordenamentos são caracterizados pela presença de estruturas grupais, como o Japão, a Coreia, etc., enquanto outros apresentam famílias no controle dos grandes empreendimentos, como são os casos do Canadá, Itália e Alemanha. O poder alocado de forma mais contundente na administração aparece mais claramente nos EUA e na França (Ronald J. Gilson, "Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy", *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* 309, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=78474>). O Prof. da Universidade de Columbia John Coffee Jr. vê na *common law* um sistema jurídico mais fértil para a autorregulação privada ou semiprivada, fatores que, segundo o autor, foram determinantes para o fortalecimento do mercado de capitais norte-americano e para o surgimento da dispersão acionária. Os países do *civil law*, por sua vez, encontram maiores barreiras para o desenvolvimento do mercado disperso. No entanto, em favor da convergência, o referido Professor vê nos movimentos de autorregulação recentemente verificados na Europa e nas economias em desenvolvimento como possíveis indícios em direção à dispersão (John Coffee Jr. "The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control", *Yale Law Journal* 111/88 e 91).

21. Ronald J. Gilson, "Globalizing, Corporate Governance: convergence of form or function", *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* 192, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=229517> ou doi:10.2139/ssrn.229517.

de disso, requerem tratamento legislativo diferente. Vejamos, ainda que de forma breve, qual o reflexo dessa conclusão nos desafios que a legislação de cada um deles deve enfrentar.

No sistema de controle concentrado, o conflito central a ser regulado é aquele que se estabelece entre o controlador e os não controladores, ao passo que no sistema de controle disperso é aquele que se forma entre a coletividade acionária e os administradores. Em apertado resumo, pode-se dizer que no primeiro sistema a questão central é evitar que o controlador extraia benefícios particulares muito elevados do controle, em detrimento dos demais acionistas. Já no segundo, os principais problemas dizem respeito ao monitoramento dos administradores pela coletividade de acionistas (*agency problems*) e à criação de incentivos para que eles atuem em conformidade com o interesse social²⁴ (e não de acordo com seu interesse particular).

Essas diferenças refletem no exame da eficiência/ineficiência dos sistemas, posto que em ambos é possível encontrar aspectos positivos e negativos que merecem destaque. Por exemplo, se no sistema de controle diluído o problema é o monitoramento dos administradores, deve-se buscar formas de assegurar que estes comandem a empresa no melhor interesse da coletividade dos acionistas (*agency problems*), em uma perspectiva de longo prazo. Ora, se isso é verdadeiro, pode-se afirmar que no sistema de controle concentrado esse aspecto específico é superior ao sistema de controle diluído, já que a presença de um controle forte e organizado pode reduzir drasticamente os problemas de monitoramento dos administradores.²⁵

24. Eduardo Secchi Munhoz, "Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado", in Rodrigo R. M. de Castro e Leandro S. de Aragão (coords.), *Direito Societário – Desafios Atuais*, pp. 119-155.

25. Eduardo Secchi Munhoz, ob. cit., pp. 137-139.

A partir dessa lógica, é razoável dizer que o sistema de controle concentrado pode ser vantajoso ou eficiente quando comparado ao sistema disperso, desde que os custos decorrentes da obtenção de benefícios particulares pelo controlador sejam menores que os custos que deixaram de ser incorridos pela companhia no monitoramento dos administradores.²⁶

Em outras palavras, se a presença do controlador gerar custos menores (inexistência de excessivos benefícios particulares do controlador) do que os que seriam enfrentados numa estrutura de controle diluído (redução dos custos de monitoramento dos administradores), então, o primeiro sistema pode ser eficiente e eventualmente superior ao segundo.²⁷

Da mesma forma, pode-se dizer que o sistema societário de controle disperso será mais vantajoso ou eficiente que o sistema concentrado, desde que os custos de monitoramento dos administradores (e a criação de incentivos para que eles atuem no interesse da companhia numa perspectiva de longo prazo) sejam inferiores aos custos decorrentes do estabelecimento de limites e/ou da efetiva obtenção de benefícios particulares pelo controlador.

Chega-se, assim, a uma conclusão importante para o caso brasileiro: a ênfase do direito societário em um sistema de controle concentrado, caracterizado pela existência de um controlador forte e ativo, deve ser a de procurar limitar em níveis adequados seu poder de extrair excessivos benefícios particulares da companhia.²⁸

26. Idem, *ibidem*.

27. Ronald J. Gilson e Jeffrey N. Gordon, "Controlling controlling shareholders", *Columbia Law and Economics Working Paper* 228.

28. Nesse ponto é preciso identificar as principais formas de extração de tais benefícios pelo controlador. A esse respeito a divisão sugerida por Gilson e Gordon é interessante, na medida em que identifica três espécies de benefícios particulares: (i) aqueles obtidos no curso do comando da atividade empresarial; (ii) aqueles obtidos por operações de alienação do controle; (iii) aqueles obtidos em ope-

Em resumo, por meio da comparação entre os sistemas de controle concentrado e disperso, pode-se dizer que não se deve falar no “bom sistema de controle diluído” ou no “mau sistema de controle concentrado”. Existem boas leis tanto em sistemas de controle diluído quanto em sistemas de controle concentrado. O importante é a legislação dar enfoque ao problema central de cada sistema, primando pela eficiência e buscando formas de reduzir suas consequências negativas.²⁹

A partir dessas considerações iniciais, concordamos com a opinião do Professor da Universidade de São Paulo, Eduardo S. Munhoz, no sentido de que os focos de regulação no sistema de controle concentrado e no sistema de controle disperso são distintos, posto que os desafios enfrentados têm natureza evidentemente diversa. No caso do Brasil, qualificado como um sistema de controle concentrado, esse enfoque deve estar na redução dos benefícios privados extraídos pelo acionista controlador, seja no segmento tradicional de listagem ou nos especiais, incluindo o Novo Mercado.

Apesar disso, o que se verifica na prática, principalmente na experiência brasileira, é uma verdadeira importação dos remédios e previsões do modelo norte-americano, sem a devida reflexão sobre essas distinções fundamentais, o que resulta na adoção de regras inadequadas e desalinhadas com a realidade econômica que se pretende regular.³⁰

A partir dessa contextualização do tema, passaremos a expor alguns dos problemas que precisam ser enfrentados pelos operadores do direito societário no atual estágio de desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Não se preten-

de, no entanto, esgotar o tema ou propor soluções definitivas para tais questões, mas, sim, contribuir de forma propositiva para o debate de assuntos de tamanha importância para o direito societário pátrio nesta sua nova fase de desenvolvimento.

2. Perspectivas e desafios para o Regime Jurídico das Companhias Abertas: o acionista não controlador

É sabido que a conformação da maioria das estruturas societárias requer a conjugação de vontades de, no mínimo, dois sujeitos, orientadas a um escopo comum, com forte elemento cooperativo e com finalidade lucrativa. O acionista é o sujeito titular dessa vontade cuja conjugação com outros titulares dará forma à chamada vontade social. Contudo, essa titularidade, aparentemente clara, tem se mostrado cada vez mais complexa, sendo considerada um dos grandes enigmas do direito societário moderno, cuja solução ainda não foi plenamente explorada.

De pronto, é possível identificar uma aparente impropriedade técnica no tratamento unitário e indistinto conferido pela Lei n. 6.404/1976 aos acionistas das sociedades anônimas, sejam eles partes de uma macrocompanhia aberta, sejam de uma companhia fechada, de natureza familiar. A evolução desse tipo societário e de suas espécies – aberta e fechada – revelou características radicalmente distintas, sobretudo quanto ao perfil e interesses dos acionistas, o que não se refletiu, até o momento, no regime jurídico a eles endereçado.

A despeito das diferenciações feitas ao longo do diploma legal das companhias, relativamente às abertas e às fechadas, sendo-lhes conferido tratamento diferenciado em determinados assuntos, quanto a seus acionistas inexistente diferenciação expressa, sendo todos tratados de forma homogênea, o que cada vez mais se distancia da heterogeneidade da realidade subjacente.

rações que acarretam a diluição de minoritários (Ronald J. Gilson e Jeffrey N. Gordon, ob. cit.).

29. Eduardo Secchi Munhoz, ob. cit., p. 153.

30. Esse fenômeno é chamado pela doutrina de “piggyback”. Em Eduardo Secchi Munhoz, ob. cit., p. 127, nota de rodapé 11.

Considerando o contexto hodierno das companhias abertas brasileiras, há que se ter clara a identificação dos grandes conflitos que envolvem os acionistas nas estruturas societárias e que servem de pano de fundo para a elaboração e aplicação das regras e princípios. Todavia, para se identificar corretamente esses conflitos é necessário, preliminarmente, a classificação dos sujeitos que compõem essas estruturas, classificação essa cada vez mais intrincada, haja vista a engenhosidade das modernas arquiteturas societárias e da crescente multiplicidade dos sujeitos que as compõem.

Com o objetivo de traçar um perfil atual dos acionistas das companhias abertas brasileiras é possível vislumbrar, a partir de uma visão panorâmica, de um lado, a figura do controlador, que comporta variações como a do controlador isolado, do grupo de controle, do controle compartilhado, do controlador majoritário, do controlador minoritário, da sociedade controladora em estruturas piramidais, entre outras. E, de outro lado, os acionistas não controladores, que podem ser investidores institucionais nacionais ou estrangeiros;³¹ pessoas jurídicas, públicas ou privadas, que adquirem e negociam participações acionárias no mercado de valores mobiliários; ou os chamados acionistas “minoritários”³² ou investidores individuais, pessoas naturais com ou sem uma estrutura organizada.³³

31. Fundos de investimentos, clubes de investimentos, entidades de previdência privada, instituições financeiras, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e sociedades gestoras de patrimônio.

32. A evolução da propriedade acionária nas companhias abertas brasileiras, cuja dispersão das ações no mercado é crescente, e o advento, com significativa intensidade, de controladores minoritários e mesmo de companhias ditas “sem controlador”, sinaliza uma impropriedade do termo “acionista minoritário”, até então adequado à realidade de extrema concentração da propriedade das ações nas mãos do controlador, realidade essa já bastante alterada.

33. Considerando dados recentes (jun./2011), as negociações por *pessoas físicas* na BM&F Bovespa giraram em torno de 21% das operações no mercado

Um breve exame da classificação proposta acima permite concluir que há, evidentemente, distintos perfis e interesses por trás do que hoje a lei denomina, de forma genérica, como “o acionista das sociedades anônimas”, sugerindo uma provável inadequação do tratamento unitário já antes mencionado.

Partindo dessa diferenciação, e no intuito de identificar os nós da disciplina jurídica do acionista, constata-se que o atual sistema conjuga (i) algumas regras de limitação e controle sobre os controladores e os administradores das companhias com (ii) garantias de direitos essenciais aos acionistas. Essas são as linhas-mestras da disciplina que rege as estruturas societárias no regime da Lei n. 6.404/1976 e que garante os “freios e contrapesos” necessários à manutenção da sua forma e ao desempenho de suas funções.

Como já referidos, os principais conflitos no interior dessas estruturas são, tendo como enfoque a figura do acionista, aqueles existentes entre controladores e não controladores, e aqueles entre não controladores e administradores.³⁴

Mapeados os conflitos, surgem questionamentos sobre a adequação da disciplina jurídica atual dos acionistas, tal qual prevista na Lei n. 6.404/1976, baseada na garantia dos chamados direitos individuais

de ações (sendo cerca de 20% por *investidores individuais* e o restante via clubes de investimento); 31% dos negócios foram realizados por *investidores institucionais*; 36% por *investidores estrangeiros*; 2,5% por *empresas privadas e públicas*; e 8% por *instituições financeiras* (fonte: BM&F Bovespa).

34. Os conflitos entre não controladores e administradores decorrem do movimento relativamente recente de dissociação entre a figura do controlador e a dos administradores das companhias, com a consequente profissionalização da administração, um dos reflexos da dispersão da propriedade acionária nos chamados conflitos de agência. A despeito dessa dissociação, a sintonia e o alinhamento de interesses entre controladores e administradores parece se manter, sendo estes, no mais das vezes mera extensão daqueles na condução dos negócios da sociedade.

ou essenciais dos acionistas,³⁵ direitos de minoria³⁶ e, paralelamente, uma ainda tímida disciplina orientada à proteção dos investidores.³⁷

Ocorre que a análise dessa adequação não pode prescindir da exata identificação dos perfis dos acionistas não controladores e investidores e dos interesses cuja tutela deverá ser promovida pelos instrumentos legislativos, objetivando, ao fim, a eficiência do sistema e a sua fidelidade à realidade dos fatos.

Sinalizando uma possível alteração de paradigma frente à nova realidade, Calixto Salomão Filho propõe uma separação dos direitos dos minoritários na Lei n. 6.404/1976 em dois grandes grupos: os *direitos de informação* e os *direitos patrimoniais de saída*. O incentivo ao minoritário seria, segundo o autor, um *incentivo de liquidez no momento em que quiser se desfazer do investimento*.³⁸

35. Art. 109 da Lei n. 6.404/1976: direitos de participação e direitos patrimoniais (lucro, acervo, reembolso), direitos de fiscalização, informação e verificação e direitos desvinculatórios (retirada e participação no acervo em caso de dissolução).

36. Direitos formais e materiais de minoria como, p. ex., o direito de convocar assembleias (art. 123, parágrafo único, c e d, da Lei n. 6.404/1976); o direito de requerer a exibição de livros sociais (art. 105); o direito de requerer a relação de endereços dos acionistas (art. 126, § 3º); o direito ao voto múltiplo em assembleias gerais (art. 141); o direito de requerer a instalação do Conselho Fiscal (art. 161, § 2º); o direito de eleger membros do Conselho de Administração (art. 141, § 4º, I e II) e do Conselho Fiscal (art. 161, § 4º, a e b); o direito de requerer informações ao Conselho Fiscal (art. 163, § 6º); o direito de ajuizar ação de responsabilidade (art. 159, § 4º); e ação de dissolução da companhia (art. 206, II, b).

37. A proteção ao investidor tem sua manifestação mais expressiva na atuação da Comissão de Valores Mobiliários por força da Lei n. 6.385/1976 e da própria Lei n. 6.404/1976, sobretudo com as modificações operadas pela Lei n. 10.303/2001. As bases da proteção ao investidor podem ser sintetizadas nos seguintes tópicos: (i) monitoramento do controlador/administradores; (ii) política de dividendos e investimentos; (iii) amplo e imediato acesso à informação e instrumentos de fiscalização; e (iv) garantias de liquidez.

38. *O Novo Direito Societário*, pp. 55 e ss.

Todo e qualquer estudo sobre o tema até aqui esboçado deverá considerar a crescente dispersão da propriedade das ações nas companhias abertas brasileiras no mercado de capitais, realidade já germinada e em acelerada evolução. Vejamos, com especial atenção, uma das consequências da dispersão da propriedade acionária com relação à participação dos acionistas na formação da vontade social.

2.1 Os acionistas não controladores e a tendência à dispersão da propriedade acionária – Ativismo “vs.” *absenteísmo*

O especial momento das companhias abertas nacionais e do mercado de capitais no país conduz à reflexão acerca dos direitos e mecanismos de proteção destinados aos acionistas não controladores, partindo do tradicional sistema de capital concentrado em direção a uma nova – apesar de incipiente – realidade de dispersão da propriedade do capital, tal qual identificada nos sistemas de direito societário anglo-saxões.

Uma vez esboçada a análise preliminar dos distintos perfis e interesses desses acionistas não controladores, há que se questionar o seu papel no sistema anteriormente consolidado, de extrema concentração da propriedade do capital nas estruturas societárias, e as modificações operadas pelo movimento de dispersão do capital verificado hoje no Brasil, com suas vicissitudes e características que o individualizam se comparado, por exemplo, com o sistema norte-americano.

Neste ponto surgem dúvidas como a necessidade ou a viabilidade de uma participação ativa desses não controladores nesse novo cenário, seja fiscalizando, seja exercendo seu direito de voto, ou a manutenção do foco à simples motivação para que mantenham seus investimentos e intensifiquem as negociações no mercado de

capitais, de forma a expandir o mercado secundário e, com isso, promover um maior fluxo de capitais e um acesso mais massivo das companhias aos recursos disponíveis no mercado.

A passividade dos acionistas nas companhias abertas no Brasil é, hoje, ainda uma realidade, como já o era no estudo realizado pelo Professor Joaquín Garriges anteriormente referido. No entanto, o chamado *ativismo societário* é um movimento recente, liderado por investidores organizados (em estruturas institucionais) ou entidades de proteção aos acionistas (Amec, Anbima, etc.).³⁹ A questão central parece ser qual a participação ideal e eficiente de cada acionista – considerados os distintos perfis – nas relações internas e externas das sociedades, e quais os objetivos a serem atingidos pelas normas legais e regulatórias que o disciplinam.

A realidade das companhias abertas e do mercado de capitais permite supor que o controle e a fiscalização da gestão dessas sociedades, antes concentrados na figura do controlador, tendem a ser menos desempenhados pela massa de acionistas dispersos no mercado e mais pelo próprio mercado, por mecanismos como a *formação dos preços*, o *mercado de controle* (ainda em formação), o *“mercado” de profissionais da administração*, dentre outros.

Parece, também, haver cada vez maior espaço aos investidores institucionais, cuja participação não só tem importante papel na fiscalização e na proteção dos interesses dos não controladores, como é viabilizada pela estrutura e pela organização que lhes é própria, permitindo uma postura mais ativa e eficiente.

39. A propósito do *ativismo societário*, cf. Luís André N. de Moura Azevedo, “Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras”, in Rodrigo R. M. de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo (coords.), *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, pp. 218-262.

Ao fim e ao cabo, parece-nos que aos acionistas não controladores e investidores deve-se garantir direitos mínimos que incentivem uma participação quantitativa e qualitativamente mais expressiva. Para tanto, são essenciais as garantias de ampla, plena e imediata divulgação de informações, acessível a todos, e de efetividade na aplicação das normas que limitam e disciplinam os controladores, os administradores e o próprio funcionamento do mercado de capitais.

É importante destacar, todavia, que a efetiva proteção do acionista das companhias modernas dependerá da efetividade dos meios para proteção dos interesses dos investidores e do mercado, seja pelo *enforcement* das normas, seja pelo eficiente controle e aplicação de sanções. As iniciativas mais urgentes devem objetivar uma atuação precisa e imediata da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Poder Judiciário e das Cortes Arbitrais, sobre a qual ainda são identificados graves obstáculos.⁴⁰

40. Uma pesquisa realizada pela Fundação Getúlio Vargas entre os anos de 1998 e 2005 apurou que as questões societárias levadas a juízo demoram, em média, 4 anos e meio para serem processadas desde o seu ingresso em primeira instância até uma decisão definitiva no Tribunal de Justiça no Estado de São Paulo. Em matérias de mercado de capitais a demora chega a 7 anos. Se os temas são levados à apreciação do Superior Tribunal de Justiça, o tempo médio para uma decisão definitiva por essa Corte Superior é de 7 anos e meio, tanto em matérias societárias quanto de mercado de capitais. No âmbito da CVM os prazos tendem a ser mais abreviados, e há maior especialização técnica dos profissionais que analisam os processos. Contudo, no que concerne à proteção dos acionistas ainda são identificadas graves deficiências para a efetiva responsabilização dos controladores e administradores e a consequente indenização dos acionistas lesados (in Viviane Muller Prado e Vinicius Correa Buranelli, “Pesquisa de jurisprudência sobre o Direito Societário e Mercado de Capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo”, *Caderno Direito da Fundação Getúlio Vargas* 9, vol. 2, n. 1, São Paulo, jan./2006).

3. *Perspectivas e desafios para o Regime Jurídico das Companhias Abertas: o acionista controlador*

3.1 *O Estado controlador, interferência política e responsabilidade*

Recente pesquisa veiculada nos meios de comunicação dá ideia da magnitude de um fenômeno que há tempos vem chamando a atenção de muitos: a intervenção cada vez maior do Estado brasileiro na atividade econômica, seja controlando, participando ou simplesmente exercendo influência dominante sobre empresas de todos os setores, institucionalizando, silenciosamente, um verdadeiro “capitalismo de Estado”.

Contrariando o próprio espírito da Lei n. 6.404/1976, sabidamente projetada para reverter um processo de estatização da economia, resultante da concentração das poupanças nacionais no patrimônio do Estado,⁴¹ o Governo Federal, por intermédio do Tesouro Nacional, dos bancos estatais, das empresas estatais e dos fundos de pensão, participa ou influencia, direta ou indiretamente, 675 empresas, controlando 276, entre elas Petrobras, Eletrobras e Banco do Brasil.⁴²

Somados os faturamentos das empresas não financeiras, são mais de um trilhão de Reais, aproximadamente 30% do Produto Interno Bruto (PIB); se consideradas tão somente as controladas, o faturamento é de quase meio trilhão. Na BM&F Bovespa são 99 empresas com participação ou influência do Estado, cujo valor de mercado chega a um trilhão e setecentos milhões de Reais, ou 71% do valor de mercado de todas as empresas cotadas.

41. A Lei n. 6.404/1976 objetivava a criação de um ambiente propício ao surgimento da grande empresa privada, como explicaram Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, conhecidos autores do anteprojeto (cf. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, ob. cit., pp. 129, 135 e 141-143, entre outras).

42. Revista *Época*, edição 682, de 11.6.2011.

Não se pode dizer que a participação do Estado nas companhias é fenômeno recente. Muito antes pelo contrário. É cediço que a história das companhias está umbilicalmente ligada à participação estatal, valendo lembrar que as primeiras sociedades anônimas eram de economia mista, nascidas da necessidade de congregar recursos públicos e privados para a exploração e colonização das terras de além-mar.⁴³

No entanto, é de se indagar se essa participação cada vez mais intensa do Estado nas companhias não traz um novo desafio para um sistema que declaradamente foi modelado para a grande empresa de capital privado, não para a grande empresa estatal com controlador onipresente, como hoje se verifica de forma tão evidente.

Recentes escândalos ligados ao loteamento de cargos de primeiro, segundo e até terceiro escalões nas empresas contro-

43. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, ob. cit., p. 28. Era tamanha a ligação entre a sociedade anônima e o Estado, que, segundo Joaquín Garrigues, os comercialistas dos séculos XVII e XVIII sequer dela se ocuparam, pois a consideravam uma entidade de Direito Público e não de Direito Privado (em Joaquín Garrigues, ob. cit., p. 21). Assim, no que diz respeito à origem das Sociedades Anônimas, “(...) foi o Direito Público que veio socorrer o Direito Privado, embora em uma medida diversa nos vários países, como resulta comparando a História das companhias coloniais francesas, em que mais viva é a influência estatal, consoante a orientação mercantilista, e a história das companhias holandesas. Constituíram-se por lei especial as primeiras companhias coloniais, assentando, na lei especial que as reconhecia, a personalidade jurídica com a consequente separação dos patrimônios e a possibilidade de uma mudança de sócios, independentemente de uma alteração dos estatutos” (Tullio Ascarelli, *Panorama do Direito Comercial*, 1947, pp. 146-147). Algumas dessas companhias possuíam vastos monopólios comerciais e autoridade sob os cidadãos que habitavam as colônias. A Índia era governada pela britânica *East India Company*, assim como o Estado norte-americano da Virgínia o era, por certo tempo, pela Companhia de Londres (em Edward McNall Burns, *História da Civilização Ocidental*, vol. 2, 20ª ed., Porto Alegre, Globo, 1977, p. 496).

ladas pelo Estado, funções para as quais seriam necessários profissionais altamente especializados, põem em evidência a crise de um sistema que prevê ferramentas para lidar com esse tipo de problema,⁴⁴ mas se ressentido de mecanismos de incentivo para que os minoritários as utilizem.

É possível verificar um Estado cada vez mais dominante, interferindo em importantes questões de “economia interna” das empresas, com o objetivo de promover a adoção de políticas ou a tomada de decisões que não têm por fim o interesse da companhia, mas, sim, interesses políticos – leia-se político-partidário, não o legítimo interesse público.

Nesse sentido, basta lembrar dois recentes casos relacionados ao tema: (i) a intervenção do Estado na tumultuada saída do presidente da Vale, a maior “empresa privada” nacional, sabidamente motivada pelo desagrado gerado dentro do governo com demissão de funcionários no auge da crise de 2008 e pela disputa referente ao pagamento de *royalties* pela exploração mineral, e (ii) o caso Copel, empresa controlada pelo Estado do Paraná, que sofreu perdas depois que o governador do Estado mandou não repassar ao consumidor um aumento de aproximadamente 13% nas tarifas de energia autorizado pela ANEEL, enfurecendo acionistas.

Os exemplos acima (e outros no mesmo sentido também poderiam ser listados) demonstram o exercício pelo Estado do controle societário ou não societário em visível dissonância com o interesse da companhia. Parece-nos que a vigente legislação societária não prevê mecanismos eficazes para resolver problemas dessa natureza, cuja falta de definição trazem insegurança jurídica tanto para o acionista quanto para o mercado.

44. Art. 117 da Lei n. 6.404/1976: “O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º. São modalidades de exercício abusivo de poder: (...); d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente”.

O tema merece reflexões aprofundadas. A atuação do Estado como acionista controlador suscita novas questões jurídicas para as quais a lei acionária não apresenta soluções eficientes, dentre as quais merece referência a responsabilidade do Estado por atos praticados por abuso do poder de controle ou em desconformidade com o interesse social.

3.2 *Transferência do controle, “poison pills” e “tag along”*

Em consonância com a opinião de Eduardo Secchi Munhoz é provável que um dos maiores desafios do direito societário brasileiro esteja na adequada e equilibrada regulação das operações de transferência de controle acionário.⁴⁵ Dos temas relacionados a este assunto, é importante tecer alguns comentários sobre dois deles, quais sejam: (i) o das táticas tendentes à reserva do controle – *poison pills* e outras, e (ii) o da repartição do prêmio pago pelo controle – *tag along*.

Na realidade brasileira, em termos de organização do controle societário interno, pode-se dizer que os três principais mecanismos de proteção do controlador minoritário são: (i) os acordos de acionistas, (ii) as estruturas piramidais, e as (iii) *poison pills*.

Relativamente aos dois primeiros, provavelmente pouco mudará no curto prazo, na medida em que tanto os acordos de controle quanto as sociedades *holdings* continuarão sendo largamente utilizadas para a estruturação do controle da companhia.⁴⁶

45. Eduardo Secchi Munhoz, “Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: eficiências e ineficiências”, in Marcelo Vieira von Adamek (org.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*, 2011.

46. A despeito desses dois mecanismos facilitarem a extração de benefícios privados do controle pelo acionista controlador, as regras do Novo Mer-

Quanto às *poison pills*, no entanto, importante mudança parece estar se avizinando depois da edição do Parecer de Orientação 36/2009 da CVM.⁴⁷ Isso porque o posicionamento do órgão regulador do mercado pode implicar no surgimento de outras técnicas de proteção do controle em substituição à técnica estatutária até então utilizado – ou, no mínimo, em seu reforço, sobretudo em decorrência da perda da sua efetividade depois da manifestação da autarquia no sentido da iniquidade das cláusulas péticas.

As *poison pills* brasileiras – cláusulas estatutárias que obrigam aquele que atinge determinado percentual de participação societária a realizar oferta pública para a compra das ações dos demais acionistas, com o pagamento de elevados prêmios de controle –, chamadas de “mecanismo de manutenção da dispersão acionária”,⁴⁸ quando com-

cado (revisadas em 2010) nada regularam nesse sentido.

47. Trata de disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária. Publicado no *Diário Oficial da União* em 29.6.2009 e disponível no site www.cvm.gov.br.

48. Segundo pesquisa realizada no ano de 2011 junto aos estatutos sociais de companhias listadas no segmento do Novo Mercado da BM&F Bovespa pode-se afirmar que: (i) 65 companhias têm previsão estatutária de *poison pill* (representando 54,6%) e (ii) 54 companhias não têm essa previsão. Das 65 companhias que preveem algum tipo de *poison pill* somente em 3 delas o gatilho que aciona o mecanismo (e obriga ao adquirente da participação acionária a realizar a OPA) é superior ao percentual detido pelo controlador ou grupo controlador. *A contrario sensu*, pode-se concluir que em 62 companhias o percentual mínimo para disparar a OPA é menor (muito) à participação dos maiores acionistas, inclusive aqueles que exercem o controle com participação minoritária. As três exceções são: (i) a Totvs S/A; (ii) a Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S/A; e (iii) a Estácio Participações S/A. No caso da Totvs S/A, o gatilho é de 20% e o controle é exercido com percentual de 17,04%. Na Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S/A, o gatilho é de 20% e o controle é exercido com percentual de 8,61%. Por fim, na Estácio Participa-

binadas com dispositivos que penalizam os acionistas que votam pelo seu desarme – as chamadas “cláusulas péticas” – possuem um efeito bem menos nobre, qual seja, impedir transferências de controle e a formação de minorias qualificadas que possam importunar ao controlador.⁴⁹

Apesar de tolerada pela CVM, a *poison pill* brasileira perdeu força frente à ilegalidade da cláusula pétrea que a protegia.⁵⁰ Diante disso e tendo em vista que o controlador brasileiro tende a querer manter o poder de controle mesmo diante a diluição de sua participação,⁵¹ passa a ser objeto de indagação quais outros mecanismos ainda poderiam ser utilizados pelo controlador com esse mesmo desiderato.

Para responder a essa questão, cremos que uma análise mais detida dos mecanismos de defesa contra ofertas hostis utilizados nos Estados Unidos pode revelar outras técnicas passíveis de uso, sobretudo diante da virtual perda de efetividade das *poison pills* depois da derrubada das cláusulas péticas.

ções S/A o gatilho é de 20% e o controle é exercido com percentual de 19,01 (informações obtidas em seminário apresentado por Marcelo Cometti, Leandro Vilarino, Lucas Bernardes e Wilson Nakayama, durante a disciplina DCO 5875-1 – Novo Direito Societário, cursada no primeiro semestre de 2011, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da USP, sob a regência dos Profs. Mauro Rodrigues Penteado, Paulo Salvador Frontini e Eduardo Secchi Munhoz).

49. Nesse sentido: Carlos Klein Zanini, “A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência”, in Marcelo Vieira von Adamek (org.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valla-dão Azevedo e Novaes França*, pp. 264 e ss.

50. V. o Parecer de Orientação 36/2009 e o memorando da lavra dos diretores Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yasbek.

51. Sobre tudo pela possibilidade de extração de benefícios privados do controle. Sobre o tema, cf. Alexander Dyck e Luigi Zingales, “Private benefits of control: an international comparison”, *The Journal of Finance*, vol. 59, n. 2, pp. 537-600, 2004; Tatiana Nenova, “The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics* 68/325-351.

Nesse sentido, lembramos que um dos mecanismos mais utilizados na prática norte-americana consiste na emissão de títulos de dívida conversíveis em ações, com vencimento antecipado para o caso de alienação do controle (*e.g.*, o controlador pode emitir debêntures conversíveis em ações com esse desiderato).

Assim, em caso de alienação do controle, uma posição passiva da companhia pode se transformar em aumento de capital, com o ingresso de muitos acionistas que converteriam seus títulos de dívida em títulos de participação, cuja consequência principal seria a diluição da participação do ofertante, tornando o evento de aquisição do controle muito mais oneroso.

Uma variação possível dessa técnica é a emissão de dívida com vencimento atrelado ao evento de transferência do controle. Se utilizada em larga escala, pode inibir a aquisição do controle da companhia, posto que a operação pode gerar um efeito nefasto ao transformar uma grande parcela do passivo da companhia em imediatamente exigível, naquilo que os norte-americanos chamam “tática da terra arrasada”.

No direito brasileiro, cabe mencionar que a Lei n. 12.432/2011, que converteu em lei, com emendas, a Medida Provisória n. 517, alterou a redação do art. 59 da Lei n. 6.404/1976, permitindo que o estatuto da companhia aberta autorize o conselho de administração a, dentro dos limites do capital autorizado, deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, desde que sejam especificados o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas.

No regime anterior, a deliberação sobre essa matéria era de competência exclusiva da assembleia geral, de modo que a alteração tornou mais prática e menos burocrática a adoção de medidas como as que examinamos nos parágrafos acima.

Um olhar mais atento sobre as diversas técnicas de defesa contra ofertas hostis utilizadas nos Estados Unidos e a vasta interpretação jurisprudencial sobre a sua equidade (inclusive quanto à criação de modelos e testes para apreciar a legalidade das condutas nas mais diversas situações que se puserem diante dos tribunais de Delaware), podem ser uma fonte útil para a compreensão de uma matéria cuja experiência daquele país está, inegavelmente, mais de 30 anos a frente da nossa.

A despeito disso, não se pode presumir que as *poison pills* sejam a única questão relevante quando o tema é *transferência do controle*. Se mudarmos o foco das aquisições para as alienações de controle, é preciso lembrar o problema da lacuna regulatória em nosso ordenamento quanto às aquisições originárias de controle no caso das companhias com capital disperso e a inadequação da regra da oferta pública obrigatória – *tag along* (art. 254-A da Lei n. 6.404/1976) – para proteger o minoritário nesses casos.

Como lembra o Professor Eduardo Secchi Munhoz, como não há alienação de controle propriamente dita, não há como ativar o mecanismo societário do *tag along*, conclusão que pode deixar os acionistas minoritários desprotegidos e as portas abertas para eventuais transferências de controle ineficientes.⁵²

Como as aquisições originárias do controle ocorrem apenas quando há uma companhia com capital disperso no mercado, realidade inexistente no Brasil até pouco tempo, não se legislou sobre o tema, tampouco surgiram regras decorrentes de autorregulação sobre o assunto, deixando espaço para a instalação de uma situação problemática para quando as companhias começaram a apresentar essa configuração

52. Eduardo Secchi Munhoz, *ob. cit.* Sobre o assunto, cf. também: Nelson Eizirik, “Aquisição de controle minoritário – Inexigibilidade de oferta pública”, in *ob. cit.*

de capital. Esta é, sem sombra de dúvida, uma questão instigante e ainda pendente de solução.

Na verdade, os problemas relacionados às *poison pills* e às aquisições originárias de controle são apenas dois exemplos pontuais que põem em evidência uma questão bem mais ampla, que é a discussão acerca da (in)adequada regulação oferecida pelo arcabouço legal brasileiro diante dos novos desafios surgidos a partir das mudanças que vêm ocorrendo no panorama do controle das companhias listadas em bolsa desde 2004, com um sensível aumento no grau de dispersão do capital.

Em suma, examinados alguns problemas relacionados ao regime legal dos acionistas controladores e não controladores, da sua participação na formação da vontade da companhia, bem como de questões relevantes quanto à titularidade do controle e a sua transferência, passaremos a analisar alguns problemas referentes à administração das sociedades anônimas abertas, antes de expor alguns desafios que permeiam a regulação do nosso mercado de capitais.

4. Perspectivas e desafios para o Regime Jurídico das Companhias Abertas: a administração

4.1 O revigoramento do papel dos administradores? A tendência à profissionalização

O tema da administração das sociedades e da responsabilidade civil dos administradores são muito caros ao direito societário. A dificuldade na abordagem da matéria não é recente. O grande comerciante brasileiro da primeira metade do século XX, José Xavier Carvalho de Mendonça, já advertia sobre a complexidade do assunto na introdução do seu *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*: “Entramos em um dos pontos mais delicados e debatidos no estudo das sociedades anôni-

mas e, infelizmente, a lei não prima pela precisão”.⁵³

Desde então, o debate acerca do tema teve ampla evolução, mormente no assentamento dos chamados deveres fiduciários (*fiduciary duties*), como medida de atuação e padrão de conduta para os administradores. No regime das sociedades anônimas em que impera o controle concentrado, a primeira questão que vem à tona é: qual o efetivo papel dos administradores, considerando a proximidade da sua relação com os acionistas controladores? A pergunta pode ser respondida por diversos ângulos. Vejamos os principais.

Em primeiro lugar, se é relevante a apreciação da questão administrativa mesmo diante da realidade nacional, em que existe, via de regra, não apenas a concentração acionária, mas também a concentração de poderes (já que normalmente a administração se encontra nas mãos do controlador, ou seja, é no âmbito gerencial que os controladores expõem todo seu poder),⁵⁴ adquire o tema ainda mais destaque, na medida em que se verifica um processo de progressiva profissionalização nas companhias nos últimos anos.

Sem adentrar na análise das causas que conduzem à crescente tecnocracia (e aqui existem várias, inclusive a própria burocratização das sociedades anônimas), o fenômeno é facilmente constatado por meio da institucionalização da companhia, com a exigência de conselheiros independentes, diretores especializados e comitês técnicos para a análise e execução de áreas específicas de atuação (como, por exemplo, o Comitê Executivo e o Comitê de Auditoria).

Tudo isso conduz, fatalmente, à desvinculação da administração da figura dos

53. José Xavier Carvalho de Mendonça, *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, vol. 4, 5ª ed., n. 1.217, p. 76.

54. De Calixto Salomão Filho, “Diluição de controle” e “Organização interna: estrutura orgânica triplíce”, ambos in *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., pp. 71-72 e 83-84, respectivamente.

acionistas, fenômeno que tende a ocorrer não apenas nas grandes companhias de capital aberto – apesar de ser justamente nestas em que o movimento toma maior força – mas também nas fechadas, inclusive as de pequeno e as de médio porte.⁵⁵

Vejamos, então, as consequências desse fenômeno no âmbito administrativo das companhias.

4.2 Profissionalização da gestão

4.2.1 A substância sobre a forma.

O dever de independência dos administradores vs. os conselheiros independentes

Ao tratar do tema, o objetivo da lei foi estabelecer um dever de total independência aos administradores (Lei n. 6.404/1976, art. 154), fossem eles conselheiros independentes ou não. Há, no entanto, certa graduação entre a independência que deve acompanhar a atividade de todo e qualquer administrador da companhia (Lei n. 6.404/1976, art. 154, *caput* e § 1º) e a independência de alguns, chamados administradores independentes, cuja lógica é buscar a ausência de ligação próxima entre o administrador indicado e o acionista controlador, responsável pela sua indicação.⁵⁶

55. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira já constatavam tal fenômeno – claro que com base em análise de mercados mais desenvolvidos –, o que é particularmente relevante se lembrarmos a realidade econômica de nosso País até o final da década de 1990. Neste sentido, v. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A (Pressupostos, Elaboração, Aplicação)*, p. 204.

56. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, “Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao acionista controlador”, in *Temas de Direito Societário, Faltimentar e Teoria da Empresa*, pp. 365-371; Sheila Christina Neder Cerezetti, “Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)”, in Marcelo Vieira von Adamek (org.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*, pp. 587 ss.

A posição de independência varia se a companhia tem capital disperso ou concentrado. Cada caso traz alguma exigência específica, mas em ambos o dever do administrador serve como mecanismo para combater uma espécie de problema de agência: seja para proteger os acionistas dos administradores, seja para proteger os minoritários dos controladores.⁵⁷ Ou seja, nos dois cenários, as companhias se beneficiam com os administradores independentes, mesmo que se possa discutir a efetividade na regra no segundo caso.

É considerada uma boa prática de governança corporativa (e um dos temas mais debatidos no assunto⁵⁸) a escolha de administradores independentes para compor o conselho de administração de uma companhia, sendo objeto de crescente valorização pelo mercado (apesar de ser discutível – e estudos divergem sobre isso – se companhias com conselheiros independentes apresentam, de fato, maior lucratividade).

Isso se reflete, por exemplo, na capacidade do administrador de avaliar de modo objetivo e isento o desempenho da companhia, não podendo a posição de conselheiro da companhia se confundir com a de diretor, sendo recomendada, nesse sentido, a eleição para o cargo de pessoas sem vínculos com o controlador ou com a administração (os chamados conselheiros independentes – apesar de inexistir uma aceção unitária, existem diversos conceitos, noções diferentes sobre isso⁵⁹).

Verifica-se que a indicação de conselheiros independentes em companhias com controle concentrado está relacionada à elevação do valor de mercado da sociedade, especialmente em ambientes marcados por estrutura regulatória de fraca proteção

57. Sheila Christina Neder Cerezetti, “Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)”, in ob. cit., pp. 585-586.

58. Idem, pp. 575-576.

59. Idem, pp. 577 e ss.

aos acionistas minoritários – o que representa um verdadeiro *trade off* para o controlador, já que o valor da companhia tende a aumentar diante da tendência de diminuição da extração de benefícios particulares do controle (ou seja, para compensar, o controlador tende a querer vender sua participação ou aumentar o capital, por exemplo).⁶⁰

Em suma, pode-se dizer que a eleição de conselheiros independentes para compor o conselho de administração funciona como um instrumento de proteção dos interesses dos acionistas minoritários⁶¹ e uma indicação de que a companhia adota políticas de boa governança.

Nesse particular, é interessante examinar quais são as principais regras que instrumentalizam esse dever: por exemplo, (i) no Novo Mercado (e no Nível 1 e no Nível 2 de Governança Corporativa) o presidente do Conselho não mais pode ser diretor presidente; (ii) também no Novo Mercado (bem como no Nível 2) se exige um mínimo de 20% de conselheiros independentes (e a CVM recomenda o maior número possível de membros independentes; e o IBGC recomenda que os conselhos sejam compostos somente por conselhei-

ros externos e independentes); (iii) vários institutos, como o IBGC, defendem a criação de Comitês especializados, como o de Auditoria; (iv) alterações legislativas têm prestigiado o aumento da importância do Conselho de Administração, dentre as quais se destacam: a) a Lei n. 12.432/2011, que altera o art. 146 da LSA, extinguindo a necessidade de que os conselheiros de administração sejam acionistas; b) a Lei n. 12.353/2010 que determina que os membros nomeados pelos empregados não podem se manifestar quando da deliberação de determinadas matérias nas empresas estatais; (v) o visível crescimento no rol de competências dos administradores quando, por exemplo: a) se impõe, no Nível 2 e no Novo Mercado, que os conselheiros manifestem-se sobre eventuais ofertas públicas de aquisição de ações emitidas pela companhia; b) na possibilidade do conselho de administração deliberar sobre a emissão de debêntures pela companhia (Lei n. 12.432/2011).

As regras acima referidas são, de fato, relevantes e mostram preocupação tanto do legislador quanto dos autorreguladores com a questão da competência e da independência dos administradores. O desafio que se põe é como mensurar que essas medidas não serão apenas *pro forma*? Ou, em outras palavras, como fazer com que a independência dos conselheiros – e a nomeação de conselheiros independentes – continuem ganhando espaço?

Inexistem respostas definitivas para esses questionamentos. No entanto, a prática do mercado e o comportamento das companhias podem ser boas bússolas (negativas ou positivas) para investigar o real comprometimento dos acionistas controladores com as práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, parece-nos que a tentativa da BM&F Bovespa de reformar as regras do Novo Mercado colocou em prova a real intenção das companhias em favor das boas práticas de governança corporativa e o (relativo) comprometimento delas com a

60. Jay Dahya, Orlin Dimitrov e John J. McConnell, "Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis", *ECGI – Finance Working Paper* 99/2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=887383>, acesso 11.6.2011; Sheila Christina Neder Cerezetti, "Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)", in ob. cit., p. 583.

61. "Os benefícios de um órgão de administração assim composto refletem-se, portanto, na diminuição das preocupações com relação à vinculação aos interesses de determinados agentes dominantes, sejam eles, conforme o caso, os próprios diretores ou os acionistas controladores, e, consequentemente, na própria apreciação da companhia como organização confiável ao aporte de investimentos" (em Sheila Christina Neder Cerezetti, "Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)", in ob. cit., p. 584).

independência dos administradores com relação aos acionistas controladores.

Vejamos exemplos específicos e que permitem visualizar a correção dessa linha argumentativa:⁶² (i) a existência de regra do Novo Mercado que permite o arredondamento para baixo do número de independentes sempre que o cálculo da quantidade mínima resultar em número fracionário com fração inferior a cinco décimos;⁶³ (ii) o fato de não ter sido aprovado, na reforma do Regulamento do Novo Mercado, o aumento do número de conselheiros independentes para 30% e a instituição de Comitês independentes.⁶⁴

62. Outros exemplos de modificações propostas ao Regulamento do Novo Mercado e rejeitadas pelas companhias são: (i) a obrigatoriedade de a companhia possuir um comitê de auditoria; (ii) a necessidade de realização de OPA por atingimento de participação acionária relevante (o percentual proposto foi de 30%) (informações obtidas em seminário apresentado por Leonardo Adriano Ribeiro Dias, Luiz Eduardo Malta Corradini, Sabrina Maria Fadel Becue, Marília de Cara, durante a disciplina DCO 5875-1 – Novo Direito Societário, cursada no primeiro semestre de 2011, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da USP, sob a regência dos Profs. Mauro Rodrigues Penteado, Paulo Salvador Frontini e Eduardo Secchi Munhoz).

63. E, com críticas a tal técnica, indicando companhias que dela se aproveitam, v. “Colher de chá – Regra do Novo Mercado permite que empresas tenham menos de 20% de independentes no conselho”, *Revista Capital Aberto* 82/63, 2010.

64. De um total de 105 companhias, 93 se posicionaram favoráveis ou contrárias a proposta e 12 se abstiveram no processo de votação da mudança. Computados os votos, 39 votaram a favor da proposta (37,14%) e 54 votaram contra (51,43%). Os principais argumentos contrários à elevação do número de conselheiros independentes no Conselho de Administração foram: (i) a dificuldade para encontrar profissionais qualificados e disponíveis no mercado; (ii) o aumento dos custos; e (iii) a dificuldade para renegociar os termos dos acordos de acionistas vigentes (informações obtidas em seminário apresentado por Leonardo Adriano Ribeiro Dias, Luiz Eduardo Malta Corradini, Sabrina Maria Fadel Becue, Marília de Cara, durante a disciplina DCO 5875-1 – Novo Direito Societário, cursada no primeiro semestre de 2011, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da USP, sob a regên-

Por exemplo, é comprovado que em companhias com capital mais concentrado existe menor proporção de conselheiros independentes do que em companhias com capital mais disperso (a taxa de independência dos membros do conselho de administração é inversamente proporcional à concentração do controle), de modo que os controladores tendem a participar mais dos órgãos de administração (o que facilita o surgimento de hipóteses de conflito de interesses e a expropriação dos acionistas minoritários).⁶⁵

Outra dúvida que também se coloca é a de como dar efetividade ao dever de independência? Como criar incentivos para que os conselheiros não preencham as exigências apenas formalmente, mas também substancialmente? Ou, ainda, pode-se dizer que existe prazo de validade para o dever de independência, isto é, é razoável argumentar que com o passar do tempo a chance de o administrador ser capturado pelos interesses do controlador, de fato, aumentam?⁶⁶

Parece-nos que a questão nevrálgica do tema está em como dar efetividade a essas regras em países com companhias com capital concentrado, como é o caso do Brasil. A uma, porque depende de consciência do controlador de que isso é bom para a companhia e para o mercado; a duas, porque o administrador deve, efetiva e materialmente, agir de modo independente.

cia dos Profs. Mauro Rodrigues Penteado, Paulo Salvador Frontini e Eduardo Secchi Munhoz).

65. Eduardo Schiehl e Igor Oliveira dos Santos, “Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies”, *R. Adm.*, vol. 39, n. 4, pp. 373-384, out.-dez./2004; Sheila Christina Neder Cerezetti, “Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)”, in ob. cit., p. 583.

66. Sheila Christina Neder Cerezetti, “Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)”, in ob. cit., p. 581.

A prática demonstra que o grau de eficácia dessas normas é muito baixo. Como já referimos, na recente reforma do regime do Novo Mercado, foi recusada a proposta de aumentar o percentual de conselheiros independentes de 20% para 30%, o que demonstra boa dose de resistência das companhias em abandonar a vinculação entre administradores e controladores.⁶⁷

Outro fator que contribui para a ineficácia dessas normas é a inexistência de demandas judiciais (*litigation*) relacionadas ao tema. Em outras palavras, a falta de um Poder Judiciário (ou de Cortes Arbitrais) forte e ativo, institucionalizado como elemento de desenvolvimento do direito societário, com capacidade prática de delimitar, por meio de suas decisões, a conduta dos agentes econômicos.⁶⁸

Entendemos que uma das razões que contribuem para isso é a total ineficiência do regime jurídico das ações de responsabilidade dos administradores adotado pelo

Brasil,⁶⁹ cuja contribuição para a conformação das condutas de gerentes e conselheiros é praticamente nula.

Nesse sentido, entendemos que algumas medidas podem ser adotadas a fim de aprimorar o regime jurídico que regula a apuração da responsabilidade dos administradores nas sociedades anônimas, dentre as quais se destacam: (i) a eliminação do efeito extintivo do *quitus*⁷⁰ (Lei n. 6.404/

69. Os autores da Lei n. 6.404/1976 afirmam, em exposição justificativa que acompanhou o envio do então Anteprojeto ao Congresso Nacional, que a disciplina dos deveres e das responsabilidades dos administradores é da maior importância, pois procura estabelecer padrões de comportamento, "(...) cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário" (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A (Pressupostos, Elaboração, Aplicação)*, p. 235).

70. Lembre-se que, no regime atual, a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação. V., nesse sentido, julgamento do Tribunal de Justiça de São Paulo em caso de repercussão nacional, no qual a Sadia S/A (atual BR Foods) ingressou com ação de responsabilidade contra seu diretor financeiro em razão dos prejuízos acumulados pela sociedade em razão da assunção de riscos supostamente não autorizados por meio da realização de operações financeiras envolvendo derivativos. A ementa do acórdão identifica o argumento adotado pelos desembargadores no julgamento da ação: "Ação de responsabilidade de diretor financeiro que teria dado causa a prejuízos para a companhia em razão de operações (derivativos) de riscos não autorizados – Inadmissibilidade de se cogitar de competência da Justiça do Trabalho, de obrigatoriedade de criar litisconsórcio passivo, esticando a relação processual contra a vontade da autora – Toda via e porque uma segunda assembleia (ordinária) se realizou e aprovou as contas da administração, sem ressalvas, implica exoneração da responsabilidade de todos os administradores e diretores – Interpretação dos arts. 159 e 134, § 3º, da Lei n. 6.404/1976) – Provimento para extinguir a ação por ausência de pressuposto obrigatório para regular desenvolvimento (art. 267, IV, do CPC)" (TJSP, 4ª C. de Direito Privado, Rel. Desembargador Enio Zuliani, AI n. 0362587-73.2009.8.26.00, j. 26.8.2010). Importante destacar que no âmbito administrativo boa parte dos diretores e membros do conselho de administração da Sadia S/A (atual BR Foods) foi condenada pela

67. Essa é, também, a opinião da doutrina societária: "(...) o ambiente societário brasileiro carece de verdadeira independência na administração como um todo. Nesse sentido, pode-se dizer que a nova perspectiva do direito societário, influenciadora de um mercado de capitais que engatinha para a pujança e, para tanto, precisa contar com técnicas de efetiva proteção aos investidores, não pode mais admitir a subordinação por parte daqueles a quem cabe defender o interesse social. Em outras palavras, à estrutura societária cabe impedir movimentos de fortificação abusiva de centros de poder na companhia, permitindo, assim, a adequada proteção à ampla gama de interesses por ela abrangidos e a confiabilidade do mercado acionário brasileiro (...). Sob esta perspectiva, a mais recente decisão, tomada pela maioria das companhias listadas sob o Novo Mercado, de não aprovar a ampliação da porcentagem de conselheiros independentes caminha na contramão dos movimentos favoráveis a elevar a credibilidade do mercado de capitais" (Sheila Christina Neder Cerezetti, "Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)", in ob. cit., pp. 575-593).

68. Paul Daves, Gerard Hertig e Klaus Hopt, "Beyond the anatomy", in Reinier Kraakman et alii, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, p. 225.

1976, art. 134, § 3º); (ii) o reconhecimento nas deliberações conexas do efeito de recusa à promoção da ação social para, com isso, legitimar a proposição pelo acionista de ação de responsabilidade (em sua modalidade *ut singuli*); (iii) a concessão de prêmio ao acionista que obtenha sucesso na ação *ut singuli* (à semelhança do art. 246, § 2º, da Lei n. 6.404/1976); (iv) a ampliação das hipóteses de legitimação extraordinária dos acionistas para a ação *ut singuli* (à semelhança do art. 246, § 1º, da Lei n. 6.404/1976); (v) o reforço dos instrumentos de tutela coletiva; (vi) o aprimoramento do direito à informação (sendo que o acesso à informação nem é contemplado, de forma direta, como direito essencial na Lei n. 6.404/1976), entre outras.⁷¹

O fortalecimento do Poder Judiciário e de Cortes Arbitrais no julgamento de casos complexos e relevantes e no estabelecimento de limites às condutas dos administradores é condição indispensável para a aderência das normas societárias à realidade prática e o crescimento sustentado do mercado de capitais no Brasil.

Por derradeiro, parece-nos que uma das lições que advém das reflexões acima expostas é a de que a estrutura da administração das sociedades anônimas e os deveres fiduciários inerentes às suas funções são temas que merecem ser continuamente revistos e estudados, seja no que se refere ao tamanho, composição, procedimento e funcionamento dos órgãos, quanto às frequentes pressões que estes sofrem de determinados grupos de controle⁷² e à necessidade de se estabelecer um regime de responsabilidade dos administradores apto a

impor limites às práticas abusivas utilizadas no mercado.

5. Perspectivas e desafios para o Regime Jurídico das Companhias Abertas: a regulação

5.1 A Lei das S/A (e a Lei n. 6.385/1976) – Os novos problemas e a adequação legal à realidade brasileira

Quando se examina o tema da regulação, o primeiro aspecto a ser salientado diz respeito às Leis n. 6.404/1976 e 6.385/1976, especialmente no que se refere à sua adequação à realidade brasileira. Como se sabe, o regime de direito societário e do mercado de capitais no Brasil está fundamentado na prevalência da legislação federal, com limitada delegação de competência regulatória à Comissão de Valores Mobiliários.⁷³

Por exemplo, em matéria de mercado de capitais, as normas legais e administrativas são complementadas por regras de autorregulação, sejam elas expedidas pela Bolsa de Valores, no que se convencionou denominar “autorregulação de base legal”,⁷⁴ sejam elas expedidas por entidades representativas de agentes daquele mercado, no âmbito da “autorregulação de base voluntária”.⁷⁵

O papel preponderante desempenhado pela legislação federal na disciplina do direito societário e do mercado de capitais

Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no processo administrativo sancionador de n. 0018/2008, sob o argumento de descumprimento do esperado dever de diligência numa companhia aberta.

71. Marcelo Vieira von Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as Ações Correlatas)*, pp. 507 ss.

72. Paul Daves, Gerard Hertig e Klaus Hopt, “Beyond the anatomy”, in ob. cit., p. 224.

73. A exemplo do que ocorre em matéria de registro público de empresas, disciplinada pela Lei n. 8.934/1994 e, em caráter infralegal, pelos atos normativos expedidos pelo Departamento Nacional do Registro do Comércio – DNRC e pelas Juntas Comerciais dos Estados.

74. Uma vez que se encontra expressamente reconhecida pela Lei n. 6.385/1976 em seu art. 18, I, d.

75. De que são exemplos os Códigos de Melhores Práticas editados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA.

em nosso país faz com que o debate sobre a realização de quaisquer reformas mais abrangentes passe pela discussão da atualidade ou não daquelas leis e, conseqüentemente, da necessidade de adequá-las à realidade superveniente.

Nesse contexto, o surgimento de companhias abertas com acentuada dispersão do capital, em contraposição à elevada concentração acionária que historicamente prevaleceu no Brasil, trouxe novos desafios, colocando em evidência a discussão em torno da adequação daqueles diplomas legais a essa nova estrutura de propriedade do capital.

Algumas das questões que se colocam são as seguintes: (i) as Leis ns. 6.404/1976 e 6.385/1976 contemplam uma adequada disciplina das companhias abertas com capital concentrado e disperso, considerando que nasceram, na longínqua década de 1970, para reavivar um mercado de capitais paralisado e permitir a criação de grandes companhias nacionais, cujo foco foi a figura do controlador (majoritário)?;⁷⁶ (ii) as re-

feridas leis são meios eficientes de limitação das prerrogativas do controlador (não apenas majoritário, mas também minoritário e gerencial), de extrair os denominados benefícios privados do controle?; (iii) elas promovem, de modo eficiente, o alinhamento dos interesses dos administradores aos interesses dos acionistas, a fim de evitar o surgimento dos denominados “conflitos de agência”?

Tais perguntas ainda não foram adequadamente respondidas, assim como também não o foram outras questões fundamentais, há muito tempo presentes na agenda de reformas do direito societário pátrio. Parece-nos que cabe ao legislador e aos autorreguladores endereçarem soluções adequadas e capazes de resolver esses conflitos.

5.2 Os papéis fiscalizador e disciplinador da CVM “vs.” a estrutura reduzida e o crescimento dessas atribuições

No âmbito da regulação estatal das companhias abertas, de competência da CVM, verifica-se uma tendência clara a uma maior delegação de atribuições à autorregulação, inclusive àquela de base estritamente voluntária, de que é exemplo a Instrução CVM n. 471/2008, que outorga à ANBIMA relevantes atribuições em procedimentos de registro de ofertas públicas de valores mobiliários.

Do ponto de vista regulatório essa transferência gradativa de atribuições da CVM a entidades autorreguladoras visa permitir que aquela Autarquia enfrente o significativo aumento da demanda por regulação e fiscalização decorrente do recente período de desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Outra iniciativa relevante da CVM, voltada ao mesmo objetivo, consiste no

76. “Na base do sistema legal das sociedades anônimas, vigia a ideia de formação da grande empresa privada nacional, destinada a funcionar como companhia aberta no mercado interno de valores mobiliários. O modelo se fundava na segregação de ações votantes, de um lado, e de ações preferenciais não votantes, de outro, que haveriam de permitir a consolidação da dicotomia controle da empresa/capital não votante difuso. O controle seria assegurado mediante parcelas relativamente modestas do capital total em mãos do acionista controlador, individual ou plúrimo, ao passo que a capitalização em massa adviria da participação de investidores de mercado, com o que se estruturava a companhia com base, precisamente, numa engenharia de soluções equilibradas. Sob esse último ângulo, o pressuposto seria demonstrado a partir de uma afirmação: a poupança interna seria suficiente (ou cresceria de modo suficiente) para cumprir essa missão certamente ambiciosa, faltando-lhe apenas os mecanismos adequados de captação e gerenciamento, inclusive sob o poder regulamentar e disciplinas da Comissão de Valores Mobiliários. O problema era, segundo então se dizia, não de volume, mas de coesão da renda poupada e de seu adequado direcionamento” (em José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”, in Rodrigo R. M. de Castro e Luís

André N. de Moura Azevedo (coords.), *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, p. 21).

emprego cada vez mais intensivo de instrumentos de informática no exercício de suas atividades, notadamente na fiscalização de condutas potencialmente danosas no mercado e aos investidores, tais como o *insider trading* e a manipulação dos valores de cotações de ações e outros valores mobiliários.

As tentativas de “desafogar” a pauta de julgamentos da CVM também se refletem na mudança de políticas regulatórias tradicionalmente adotadas,⁷⁷ substituindo-se uma maior intervenção no campo da autonomia da vontade, que levava, até mesmo, à proibição pura e simples de determinadas operações, por uma estratégia de legitimação de tais condutas.

Exemplo marcante dessa busca de legitimação a operações controversas é o Parecer de Orientação CVM n. 35/2008, por meio do qual aquela Autarquia dispõe sobre “deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum”.

De mais a mais, outro Parecer de Orientação CVM, o de n. 34/2006, apesar de substancialmente distinto em seu conteúdo, também sinaliza o entendimento da CVM no sentido de que a realização de operações de reorganização societária entre sociedades sob controle comum, envolvendo relações de troca diferentes sem uma razão objetiva a justificá-las, depende da aprovação da maioria dos acionistas potencialmente prejudicados.

A edição de tais Pareceres, os quais, evidentemente, não têm caráter vinculante perante os agentes de mercado, reflete a iniciativa da CVM de sedimentar entendimentos *ex ante* sobre questões mais controversas e relevantes, de modo a trazer maior previsibilidade e segurança jurídica

no que concerne à sua atuação fiscalizatória e punitiva.

A esse propósito, uma questão que se coloca, e que ainda não foi adequadamente respondida, diz respeito à efetiva vinculação dos integrantes da CVM aos Pareceres de Orientação. Em nosso entender, tal vinculação deve ser absoluta enquanto o enunciado em questão não vier a ser revogado ou substituído, o que, de fato, não vem ocorrendo, uma vez que antigos Pareceres de Orientação da CVM, ainda em vigor, vêm sendo sumariamente desconsiderados pela área técnica e pelos Diretores daquela Autarquia.

Essa postura do órgão regulador traz insegurança jurídica ao mercado e aos administradores das companhias, ao invés de garantir a previsibilidade das regras, objetivo inicialmente buscado por essa iniciativa.

Outro ponto de reflexão ainda em aberto diz respeito à exigência de alguma formação em Direito de um número mínimo, ou, quem sabe, da maioria dos integrantes do Colegiado, a fim de, mais uma vez, traga-se maior previsibilidade e coerência jurídica aos julgados da CVM.

Fato é que, não obstante essas diversas iniciativas, a regulação estatal das companhias abertas, por meio de lei ou de normas regulamentares editadas pela CVM, vem perdendo relevância no Brasil em comparação com as normas de autorregulação, cujos contornos serão analisados a seguir.

5.3 A solução da autorregulação: o papel do mercado

As normas de autorregulação do mercado de capitais em nosso País têm como premissa fundamental a faculdade dos agentes de mercado em adotá-las. Não se trata de *soft law*, mas de regras obrigatórias e vinculantes, a partir do momento em que o agente opta por a elas se submeter.

77. Cf. voto do ex-Diretor da CVM, Pedro Marcilio, no julgamento dos Processos CVM ns. RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213.

Pode-se até ir mais longe, a ponto de se afirmar que tal facultatividade é hoje vista pelos interessados como um pré-requisito para a existência de normas de autorregulação exitosas no Brasil. Tanto assim que o projeto de criação do “Comitê de Aquisições e Fusões – CAF”, órgão de acompanhamento e regulação de ofertas públicas de aquisição de ações e operações de fusão, incorporação de sociedades e incorporação de ações, à semelhança do *Take-Over Panel* britânico, prevê a vinculação facultativa dos agentes de mercado.

No que se refere especificamente aos denominados Níveis de Governança Corporativa da Bolsa de Valores (Nível I, Nível II e Novo Mercado), que consistem em segmentos especiais de negociação de ações de companhias abertas comprometidas com a observância de normas adicionais de proteção a acionistas minoritários, a adesão das companhias abertas se dá mediante a assinatura de instrumentos contratuais.

Esse aspecto marcadamente contratual, somado à percepção de que as normas de autorregulação, para que sejam efetivas, devem ser aceitas pelos agentes de mercado a elas submetidos, têm revestido esses conjuntos de regras de significativa rigidez. Essa característica, no entanto, se mostra incompatível com o necessário dinamismo e flexibilidade das normas de autorregulação, as quais, em tese, se comparadas com os textos legais, poderiam ser mais facilmente adaptadas às novas circunstâncias.

Exemplo disso é a recente tentativa da Bolsa de Valores de implementar diversas modificações relevantes nas regras do Novo Mercado, as quais, em sua maioria, foram obstadas pelo veto de mais de um terço das companhias abertas participantes.

Daí decorrem questões a respeito da forma de alteração das próprias regras dos Níveis de Governança Corporativa que devem ser postas para a discussão. A exigência de aprovação por mais de dois terços

das companhias abertas participantes não outorgaria a elas um poder excessivo? Não estar-se-ia institucionalizando a possibilidade de entrincheiramento do controlador? Ao fim e ao cabo, quem seria responsável pela edição de tais regras: as próprias companhias participantes ou a Bolsa de Valores, responsável pela criação daqueles segmentos especiais de negociação?

A autonomia e o poder conferidos aos participantes para editar as próprias normas a que se encontram submetidos são da essência da autorregulação, ou seria mais conveniente a instituição de um órgão independente, responsável pela edição de códigos de conduta e pelas reformas normativas que considerar necessárias (e.g., CAF)?

Nesse último caso, os objetivos da autorregulação parecem ser melhor atendidos por meio da garantia da flexibilidade normativa necessária, somada à previsibilidade decorrente da adoção de regras baseadas em precedentes construídos a partir da análise de casos concretos.

No Brasil, os recentes movimentos em prol de uma maior autorregulação das companhias abertas visam, em última análise, substituir a regulação estatal, que se manifesta pela via legislativa, em razão das conhecidas ineficiências de nosso processo legislativo (e.g., *Olson's Problem, Path Dependence*).

Diante da prevalência da legislação federal em matéria de direito societário e mercado de capitais, e considerando o reconhecimento, pela Lei n. 6.385/1976, da prerrogativa da CVM de alterar regras editadas pela Bolsa de Valores,⁷⁸ uma possível solução (e também desafio) que se coloca é a possibilidade de aquela Autarquia modificar a regra de alteração das regras do Novo Mercado e dos demais Níveis de Governança Corporativa, a qual também carece de respostas adequadas.

78. Cf. arts. 17, *caput* e § 1º; 18, I, *d*; e 21, § 4º, da Lei n. 6.385/1976.

Examinados os principais desafios relacionados à regulação das companhias abertas e do mercado, parece-nos relevante e oportuno, diante da atualidade do tema, examinar, ainda que de forma breve, alguns aspectos substanciais da discussão acerca da necessidade ou não de se promulgar um novo Código Comercial para o Brasil, o que faremos no item que segue.

5.4 Novo Código Comercial: necessidade ou fetichismo?

As recentes discussões indicam que a busca de soluções para os novíssimos e para os não tão novos desafios à disciplina jurídica das companhias abertas passa, necessariamente, pelo debate em torno da edição de um novo Código Comercial, que, a exemplo do texto normativo original de 1850, regularia todos os aspectos relevantes do Direito Comercial.

Não obstante se trate de um debate recente, algumas propostas vêm chamando maior a atenção dos operadores jurídicos, especialmente aquelas que propugnam a edição de um Código suficientemente abrangente, a ponto de incorporar também a disciplina jurídica das sociedades anônimas fechadas e abertas, substituindo a vigente Lei n. 6.404/1976.⁷⁹

79. Sabemos que a Lei n. 6.404/1976 é um dos melhores textos legais de nossa história, tanto pela sua funcionalidade quanto pelos seus instrumentos e mecanismos. “Mas, é bom lembrar, a Lei de Sociedades Anônimas, inclusive pela sua idade, está longe de poder ser considerada uma lei da conjuntura, capaz de sofrer os influxos constantes da modernidade variável, que alegadamente exigiriam mudanças de intensa periodicidade. Ao contrário, a lei continua em vigor, estruturalmente a mesma, há mais de três décadas. E à margem dos Códigos. Nem mesmo a internacionalização da economia veio a trazer problemas insuperáveis à disciplina das sociedades anônimas, tal como basicamente estabelecida pela Lei de 1976. (...) pode-se dizer, com absoluta certeza, que o modelo da companhia aberta brasileira é, hoje, diverso daquele que vigorava à época da promulgação da Lei. E isso se se quiser conceder que, de fato, há um ‘novo’ modelo, ou alguns novos ‘modelos’ nesse campo. Basta que se preste atenção, por

A vingar tal iniciativa, a pretexto de sistematizar os princípios aplicáveis ao Direito Comercial,⁸⁰ os quais não se encontram expressamente previstos no vigente Código Civil, parece-nos que se estará abdicando da flexibilidade necessária à disciplina jurídica das sociedades anônimas. Nesse particular, é de se lembrar que o movimento em prol das codificações de textos legais desde há muito se encontra em franca decadência, diante da rigidez de tais diplomas e das dificuldades ainda maiores em mantê-los aptos a satisfazer necessidades regulatórias sempre cambiantes.⁸¹

exemplo, aos fenômenos do controle compartilhado ou aos esquemas de composição de capital das sociedades que atuam no chamado Novo Mercado (...). O desenho primitivo, a que a Lei dedicara, aparentemente, toda a sua energia, apaga-se progressivamente, substituindo-se por outras fórmulas articuladas. Mas, é preciso reconhecer, a vitalidade de hoje também se defronta com problemas, quando se considera que a preocupação com a proteção das ações preferenciais, que empolgou não poucos debates no passado, perde muito de seu ímpeto e transfere muitas de suas postulações para as ações ordinárias votantes, mas não integrantes do bloco controlador. Insinuam-se, por aí, certas brechas por onde pode penetrar a crítica ao ‘modelo’ de 1976, mas o ‘sistema’, mesmo desfigurado, não retira da Lei seu enorme potencial de servir às necessidades reais da economia e do mercado” (José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”, in ob. cit., pp. 23-23).

80. Dentre os quais merecem destaque a boa-fé típica das relações comerciais e os usos e costumes como fonte do Direito, anteriormente previstos no art. 131, “1” e “4”, do Código Comercial de 1850.

81. “Podemos dizer que existia – e, talvez, continue a existir – uma obsessão pela adoção de sistemas, capazes de racionalizar a realidade social e econômica, categorizando-a e subordinando-a a critérios de compreensão geral. E, ao lado, tem-se que existia – ou ainda assim permaneça – a concepção dos chamados modelos, igualmente dotados da mesma formulação apriorística de categorias de razão, sempre capazes de traduzir realidades e interpretar obscuridades ou eliminar dúvidas quando da implementação de soluções legislativas” (José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”, in ob. cit., p. 20). Todavia, enquanto a noção de sistemas e modelos ganhou força no que tange às S/A, a noção de codificação perdeu forma no direito comercial: tanto aqui quanto fora do país caiu em descrédito já nas primeiras décadas do século XX.

Por outro lado, as fronteiras entre o Direito Civil e o Direito Comercial são cada vez menos claras, sendo de se reconhecer que uma unificação apenas em matéria obrigacional – como aquela promovida pelo vigente Código Civil – tende a ser mais adequada do que uma unificação total ou separação absoluta.

Não obstante, é de se lembrar que uma das reações possíveis diante de crises regulatórias, sejam elas causadas pela ausência de regulação suficiente ou pelo excesso de normas, é a defesa de transformações radicais, supostamente capazes de rapidamente transformar o estado das coisas.

Daí poder-se afirmar que dois dos fatores que estão na origem da recente proposta de edição de um novo Código Comercial são: (i) a necessidade de expressar em um texto legislativo os princípios jurídicos que norteiam a lógica de funcionamento do direito empresarial, de forma a garantir a segurança jurídica e estabilidade às operações relacionadas ao tráfico mercantil; (ii) a disciplina inadequada das sociedades empresárias pelo vigente diploma civil, no âmbito da unificação parcial do Direito Privado promovida.

Estamos de acordo com as preocupações acima referidas e com a relevância delas para o aprimoramento do regime jurídico que regula os empresários e sociedades empresárias no Brasil. Não obstante, parece-nos que a solução de tais questões não passa, necessariamente, pela edição de um novo Código Comercial que abranja toda a matéria mercantil, alternativa que, se implementada de forma abrupta e imediatista, pode gerar mais insegurança que segurança ao mercado.

Particularmente no que se refere ao atual regimento dado pelo Código Civil às sociedades empresárias firmamos opinião no sentido de que se trata de uma reação desmesurada (a despeito dos notórios equívocos cometidos no que se refere à sociedade limitada – e não a todo o sistema societário): assim, entendemos que, a pre-

texto de solucionar um problema, criar-se-ão inúmeros outros.

6. Conclusão

Estamos diante de um estudo peculiar, no qual a conclusão não apresenta respostas, mas sim questionamentos adicionais. Isso decorre, em parte, da complexidade dos desafios enfrentados pelo direito societário pátrio, mas também da falta de adequada reflexão sobre a realidade econômica que subjaz as normas jurídicas a ele aplicadas.

Parece-nos que muitos dos fatores que levaram ao sucesso dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa criados e regulados pela Bolsa de Valores, bem como suas repercussões no desenvolvimento do direito societário brasileiro, não foram adequadamente compreendidos pelos agentes do mercado e pelos estudiosos do direito, constituindo, certamente, um desafio prévio à reforma da disciplina jurídica das companhias abertas.

Sem conhecer o inimigo, não há como abatê-lo. Expor e compreender essa realidade foram os pressupostos de partida do presente estudo, sem os quais não seria possível iniciar o debate. Contudo, entender o contexto de transformação da realidade jurídica do País não significa ser capaz de endereçar soluções adequadas aos problemas que se apresentam.

A despeito das inúmeras questões postas para reflexão (e sobre as quais inexistem respostas imediatas e definitivas), parece-nos que a contribuição do artigo para a discussão dos problemas de estrutura do sistema de direito societário brasileiro gira em torno de um questionamento mais abrangente, para o qual, ao final, esboçaremos uma solução.

A pergunta que se põe é a seguinte: o novo contexto do mercado de capitais brasileiro demanda a criação de um novo arcabouço de regras jurídicas, capazes de regular a realidade de controle disperso que

se evidencia, ou essa solução não é apropriada, sendo possível adaptar as regras legais já existentes a esse novo contexto, não havendo necessidade de uma solução de reforma no sistema jurídico posto.

Antes de esboçar uma resposta, é preciso trazer à baila uma questão de ordem, muitas vezes esquecida em situações como esta: o surgimento de um novo contexto econômico-jurídico para as normas societárias não significa *per se* que os problemas jurídicos anteriormente existentes dispensem reflexões, ou melhor, soluções adequadas.

Antes de tudo é preciso perceber que a discussão em torno dos desafios que ora se apresentam não afasta a necessidade de debater antigos problemas da disciplina jurídica das companhias abertas ainda não equacionados pela legislação vigente, pelos tribunais ou pela doutrina, e que se renovam a cada dia. De nada adianta dar um passo a frente no debate de questões novas, sem solucionar muitos dos gargalos que impediram nosso mercado de chegar a este estágio de desenvolvimento de forma mais amadurecida.⁸²

82. Dentre essas questões merecem referência: (i) a suficiência ou não do regime de proteção de acionistas minoritários de companhias abertas sob controle comum, envolvidas em operações de reorganização societária (art. 264 da Lei de S/A e Pareceres de Orientações CVM ns. 34 e 35, respectivamente, de 2006 e 2008); (ii) as diversas modalidades de abuso de poder de controle em operações de transferência de ativos (e.g., “constituição falsa” de subsidiária integral, esvaziamento de companhia aberta brasileira com transferência de operações, muitas vezes ao exterior e aproveitamento de oportunidades empresariais por administradores e sociedades sob controle comum); (iii) a interpretação das normas da Lei de S/A que garantem aos minoritários de companhias abertas a prerrogativa de eleger em separado membros do Conselho de Administração, a partir do precedente estabelecido pela CVM no julgamento do Processo CVM n. RJ 2005/5664 (art. 141, § 4º, da Lei de S/A); (iv) a conceituação do conflito de interesses (material ou formal), especialmente tendo em vista a recente decisão do Colegiado daquela Autarquia no julgamento do Processo CVM n. RJ 2009/13179 (art. 115 da Lei de S/A); (v)

Feita essa ressalva, somos contrários a uma solução de continuidade. Reformas de estrutura, todavia, se mostram indispensáveis. Entendemos que a Lei de S/A, isoladamente considerada, incorpora um modelo de controle concentrado razoavelmente eficiente, que acaba por permitir a coexistência de sociedades de capital concentrado com outras de capital disperso, como se passou a verificar recentemente.

A segurança jurídica de um sistema não comporta quebras abruptas de paradigmas. De outra banda, soluções flexíveis estão na raiz das necessidades mercantis que enfrentamos, e a nossa atual legislação parece, nesse particular, suficientemente hábil a satisfazer grande parte dessas demandas. Nas palavras do Professor José Alexandre Tavares Guerreiro, esse é (e vem sendo pelos séculos afora), o pragmatismo essencial do direito comercial: adaptar a fórmula jurídica à realidade que se põe.⁸³

De uma maneira geral, acreditamos que o ordenamento jurídico brasileiro vem oferecendo soluções razoáveis para os problemas que se apresentam, realizando, ainda que com a morosidade que acompanha nosso sistema legislativo, mudanças pontuais e certeiras nas Leis ns. 6.404/1976 e 6.385/1976.

Não nos referimos, é claro, às mudanças oportunistas e de ocasião, mas sim àquelas alterações legislativas que objetivam combater o efeito do tempo na Lei, bem como adaptá-la a uma nova realidade; neste particular, nos referimos, por exemplo, às alterações realizadas pela Lei n. 12.431/2011.

Nesse sentido, defendemos a opinião de que nosso maior problema não está na letra da lei, mas sim na postura e no com-

os limites da competência de conselheiros fiscais de *holdings* de grupos de sociedades de fato (art. 163 da Lei de S/A e Processo CVM n. RJ 2005/2734); dentre outras.

83. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”, in ob. cit., p. 28.

portamento de nossas instituições. Assim, uma proposta ampla e abrangente de apreender a realidade econômica, subjacente às normas jurídicas, em um novo Código Comercial não é a solução adequada,⁸⁴ posto que busca outorgar rigidez a fatos naturalmente cambiantes e mutáveis.

Entendemos que nosso maior desafio em termos regulatórios é de adaptação e não de mudança abrupta. Precisamos alinhar e ajustar instrumentos e normas disponíveis no nosso atual ordenamento jurídico para que eles sejam capazes de regular duas realidades distintas, quais sejam: a

84. Lembremos, mais uma vez, da percutiente reflexão do Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro: "O fenômeno da decodificação, no plano mercantil, manifestava-se já na incapacidade de o Código disciplinar as principais sociedades (as sociedades anônimas e as sociedades então conhecidas como sociedades por quotas de responsabilidade limitada), remetidas à província das 'leis extravagantes', os títulos de crédito, a falência e as então existentes concordatas, a propriedade industrial e um sem número de contratos e obrigações, subtraídas à decadente força centripeta do velho Código Imperial de 1850. O que acabou acontecendo foi exatamente a perda da centralidade do Código Comercial, equivalente à sua cada vez mais evidente irrelevância, ao lado da proliferação dos outros diplomas legais nas mais diversas áreas da atividade empresarial que, com muito favor, poderiam, no máximo, ser chamados de 'subsistemas'. O fato, porém, que ninguém discute, é que essa qualificação de subsistemas jamais entrou nos hábitos dos juristas do campo e tampouco em sua linguagem." "A existência e a proliferação dos chamados subsistemas serve para demonstrar o declínio não apenas da ideia de um 'centro' da ordem jurídico-privada, como, igualmente, da ideia de Código. Chamar de 'periféricas' as províncias legisladas que tratavam da grande maioria dos temas relevantes do direito comercial, inclusive de seus mais importantes contratos, certamente não faria o menor sentido. A noção de periferia é relativa, vale dizer, somente se compreende como posição contrastante com outra: a posição central. Quando esta última se mostra praticamente esgotada ou esvaziada de conteúdos apreciáveis, a relação se desfaz e o conceito de centralidade perde sua substância. Fato é que o Código Comercial acabou se tornando inútil, inclusive porque as questões vigentes do Direito Comercial fugiam completamente à pretensão de uma redução sistemática à instituição de uma entidade codificada" (José Alexandre Tavares Guerreiro, ob. cit., pp. 21 e 22).

das companhias com capital concentrado (decorrente da nossa tradição) e com propriedade de capital dispersa⁸⁵ (resultante do desenvolvimento do mercado de capitais), alterando a Lei de S/A topicamente, sempre que estritamente necessário.

Alguns exemplos de alterações na Lei de S/A e na regulação do mercado de capitais, necessárias para melhor disciplinar as companhias abertas com elevada dispersão acionária, dentre outras, consistem: (i) na edição de norma pela CVM reduzindo o *quorum* de deliberação das matérias previstas no art. 136 em terceira convocação, substituindo a análise atualmente empreendida caso a caso; (ii) na redução da participação necessária ao exercício de alguns direitos de minoritários, previstos no art. 291; (iii) a concessão de prêmio ao acionista que obtenha sucesso na ação de responsabilidade do administrador *ut singuli* (à semelhança do art. 246, § 2º, da Lei n. 6.404/1976); (iv) a ampliação das hipóteses de legitimação extraordinária dos acionistas para a ação *ut singuli* (à semelhança do art. 246, § 1º, da Lei n. 6.404/1976).

Outras tantas dependem de uma postura mais responsável e ativa do órgão regulador do mercado. Além disso, levando-se em consideração os elementos integrantes do sistema de direito societário brasileiro, pode-se concluir, também, que as normas de autorregulação (principalmente aquelas editadas pela BM&F Bovespa) cumprem um papel importante ao suprir lacunas legislativas, praticamente intransponíveis pela via das reformas legais, em razão da notória morosidade e ineficiência do processo legislativo brasileiro.

No que concerne à autorregulação, o maior desafio é estabelecer limites claros de escopo e, principalmente, outorgar a terceiros não interessados ou a órgãos reguladores independentes e bem equipados

85. Eduardo Secchi Munhoz, "Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: eficiências e ineficiências", in ob. cit., p. 298.

a prerrogativa de alterar as normas formuladas, sempre que a proteção do mercado e do investidor assim exigir.

Essas reflexões misturam-se a inúmeras outras que inquietam e encorajam aqueles que se ocupam do estudo do direito societário, não só pelo prazer da adoração dos dogmas, mas pelo desafio da busca constante e necessária pelo seu aperfeiçoamento e renovação.

7. Referências bibliográficas

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as Ações Correlatas)*. São Paulo, Saraiva, 2009.

AKERLOF, George. *The Market for Lemons*. Disponível em www.iei.liu.se/nek/730g75/artiklar/1.254507/AkerlofMarketforLemons.pdf, acesso 12.6.2011.

ANTUNES, José Engrácia. *Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*. Coimbra, Almedina, 1993.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo, Saraiva, 1945.

BLACK, Bernard S., CARVALHO, Antonio G. de, e GORGA, Érica. “The corporate governance of privately controlled Brazilian firms”, *Revista Brasileira de Finanças* 7/385-428, 2009.

BONELLI, Franco. *Gli Amministratori di S.P.A. dopo la Riforma delle Società*. Milano, Giuffrè, 2004.

BULGARELLI, Waldirio. “Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 50/75-105, São Paulo, ano 22, abr.-jun./1983.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. vol. 4, 5ª ed. Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1954.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. “Administradores independentes e independência dos administradores (regras societárias

fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro)”. In ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valla-dão Azevedo e Novaes França*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011, pp. 575-593.

CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: a Market-Based Proposal*. Disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=202049, acesso 10.6.2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. *O Futuro do Direito Comercial*. São Paulo, Saraiva, 2011.

COFFEE, John Jr. “The rise of dispersed ownership: the roles of Law and the state in the separation of ownership and control”, *Yale Law Journal* 111/1, 2001.

COMPARATO, Fábio Konder. “Na proto-história das empresas multinacionais – O Banco Medici de Florença”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 54/105-111, 1984.

_____, e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2005.

CUNHA, Rodrigo F. P. da. “O exercício de voto na sociedade anônima”. In CASTRO, Rodrigo R. M. de, e ARAGÃO, Leandro S. de (coords.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 241-278.

DAHYA, Jay, DIMITROV, Orlin, e MCCONNELL, John J. “Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis”, *ECGI – Finance Working Paper* 99/2005. Fev./2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=887383>, acesso 11.6.2011.

DAVES, Paul, HERTIG, Gerard, e HOPT, Klaus. “Beyond the anatomy”. In KRAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. Nova York, Oxford University Press, 2007, pp. 215-226.

DOOLEY, Michael P. *Fundamentals of Corporation Law*. Westbury, Nova York, The Foundation Press, 1995.

DYCK, Alexander, e ZINGALES, Luigi. “Private benefits of control: an international. Comparison”, *The Journal of Finance*, vol. 59, n. 2, pp. 537-600, 2004.

- EIZIRIK, Nelson. "Aquisição de controle minoritário – Inexigibilidade de oferta pública". In CASTRO, Rodrigo R. M. de, e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coords.). *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2010.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. "Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao acionista controlador". In *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo, Malheiros Editores, 2009, pp. 365-371.
- FRONTINI, Paulo Salvador. "Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 26/35-49, São Paulo, ano 16, 1977.
- GALGANO, Francesco. *La Globalización en el Espejo del Derecho*. Trad. Horacio Roitman y María de la Colina. Buenos Aires, Rubinzal-Culzoni Editores, 2005.
- GARRIGUES, Joaquín. *Problemas Atuais das Sociedades Anônimas*. Trad., prefácio e notas Prof. Norberto da Costa Caruso Macdonald. Porto Alegre, Fabris, 1982.
- GILSON, Ronald J. "Globalizing, Corporate Governance: convergence of form or function" (may 2000), *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* 192, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=229517> ou doi:10.2139/ssrn.229517.
- _____. "Controlling shareholders and Corporate Governance: complicating the comparative taxonomy (august 2005)", *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* 309, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=784744>.
- _____, e GORDON, Jeffrey; N. "Controlling controlling shareholders" (june 2003), *Columbia Law and Economics Working Paper* 228, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=417181> ou doi: 10.2139/ssrn.417181.
- _____, HANSMANN, Henry, e PARGENDLER, Mariana. "Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, in the US and the E.U.", *ECGI – Law Working Paper* 149/2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1541226>.
- GORGA, Érica. "Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries", *Cornell Law Faculty Working Papers* 42, 2008, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1120137>.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. "Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo". In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coords.). *O Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2010, pp. 19-28.
- HANSMANN, Henry, e KRAAKMAN, Reinier. "The end of history for corporate law" (january 2000), *Yale Law School Working Paper* 235, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=204528> ou doi:10.2139/ssrn.204528.
- KRAAKMAN, Reinier, et alii. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. 2ª ed. Nova York, Oxford University Press, 2009.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert. "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52(3)/1.131-1.150, American Finance Association, jul./1997.
- _____. "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54/471-518, 1999.
- LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A (Pressupostos, Elaboração, Aplicação)*. Rio de Janeiro, Renovar, 1992.
- LEITE, Leonardo Barém. "A Lei das Sociedades Anônimas, 30 anos depois! Uma breve análise da evolução da legislação e da realidade do mercado brasileiro, chegando-se ao momento atual – Em tempos de Governança Corporativa, 'IPOs' e 'Sarbanes-Oxley Act'". In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). *Sociedade Anônima – 30 Anos da Lei 6.404/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2007, pp. 511-539.

- MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. "Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras". In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coords.). *O Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2010, pp. 218-262.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. "Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: eficiências e ineficiências". In ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladao Azevedo e Novaes França*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011, pp. 298-315.
- _____. "Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado". In CASTRO, Rodrigo R. M. de, e ARAGÃO, Leandro S. de (coords.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 119-155.
- _____. "Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário". In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coords.). *O Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2010, pp. 286-324.
- NENOVA, Tatiana. "The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis", *Journal of Financial Economics* 68/325-351, 2001.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. "20 anos da promulgação da Lei das S/As: anteprojeto e projeto visando sua reforma", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 105/84.
- PRADO, Viviane Muller, e BURANELLI, Vinicius Correa. "Pesquisa de jurisprudência sobre o direito societário e mercado de capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo". *Caderno Direito da Fundação Getúlio Vargas* 9, vol. 2, n. 1, São Paulo, jan./2006.
- ROE, Mark J. *Political Determinants of Corporate Governance*. Oxford University Press, 2003.
- _____, e BEBCHUK, Lucian. "A theory of path dependence in corporate ownership and governance", *52 Stanford Law Review* 127, 1999.
- SADDI, Jairo. "Qual é o melhor sistema jurídico para o mercado de capitais". In CASTRO, Rodrigo R. M. de, e ARAGÃO, Leandro S. de (coords.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 207-223.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. "Diluição de controle". In *O Novo Direito Societário*. 3ª ed., rev. e ampl. São Paulo, Malheiros Editores, 2006, pp. 63-74.
- SCHIEHL, Eduardo, e SANTOS, Igor Oliveira dos. "Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies", *R. Adm.* vol. 39, n. 4, São Paulo, out-dez./2004, pp. 373-384.
- YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.

