

Universidade de Brasília
Faculdade de Direito
Curso de Graduação em Direito

ANA RAFAELA M. DE MEDEIROS

O ABUSO DO PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
ABERTAS: ANÁLISE DAS DECISÕES DA CVM

BRASÍLIA
2012

Universidade de Brasília
Faculdade de Direito
Curso de Graduação em Direito

ANA RAFAELA M. DE MEDEIROS

O ABUSO DO PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
ABERTAS: ANÁLISE DAS DECISÕES DA CVM

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito, elaborada sob a orientação da professora Dra. Ana Frazão.

BRASÍLIA
2012

ANA RAFAELA M. DE MEDEIROS

**O ABUSO DO PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS
ABERTAS: ANÁLISE DAS DECISÕES DA CVM**

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito, elaborada sob a orientação da professora Dra. Ana Frazão.

BANCA EXAMINADORA

Professora Doutora Ana Frazão

Universidade de Brasília

Professor Mestre Hércules Benício

Universidade de Brasília

Professora Doutora Gabriela Neves Delgado

Universidade de Brasília

Brasília, __ de _____ de 2012.

RESUMO

A dimensão extraordinária alcançada pelas macroempresas, aliada à captação de recursos junto à poupança popular, conferiu às sociedades anônimas abertas e ao poder de controle uma conotação de interesse público. Diante disso, o poder de controle passou a ser o problema fundamental da economia moderna. Seu estudo é especialmente relevante em mercados de estrutura acionária concentrada, como o brasileiro, em que a falta de independência dos administradores e a concentração de poder no controlador expõem os minoritários a um constante risco de expropriação. Diante disso, a contenção dos chamados “benefícios privados do poder de controle” passa a ser fundamental para assegurar a confiança do investidor e o desenvolvimento de nosso mercado de capitais. O objetivo deste trabalho é analisar o regime de responsabilidade do controlador na Lei das S/A, notadamente os arts. 115, 116 e 117, e como esses dispositivos vêm sendo aplicados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O estudo analisou os processos administrativos sancionadores relativos a abuso de poder de controle julgados pela autarquia de 2004 a setembro de 2011, buscando, entre outras coisas, verificar: a) quais as principais modalidades de abuso praticadas; b) sobre quem, em geral, recaem as acusações da CVM; c) o tempo transcorrido entre o ato abusivo e o julgamento; d) o percentual de condenações e tipo sanção aplicado; e) a relação entre administradores e controladores; f) a exigência de prejuízo concreto e de dolo para a configuração do abuso.

PALAVRAS-CHAVE: S/As abertas. Poder de Controle. Responsabilidade do Controlador. Comissão de Valores Mobiliários.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	7
CAPÍTULO I – O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	9
1.1 A identificação do poder de controle	9
1.2. A dissociação entre propriedade e controle e a tipologia do controle.....	14
1.3. O acionista controlador na Lei 6.404/1976	16
1.3.1. <i>As sociedades controladoras na Lei 6.404/1976</i>	28
CAPÍTULO II – O ABUSO DO PODER DE CONTROLE.....	31
2.1. A estrutura de capital acionário nas companhias brasileiras e os conflitos de agência	32
2.2. Os deveres fiduciários do controlador.....	39
2.2.1. <i>A ampliação do interesse social e sua repercussão sobre o dever de lealdade do controlador</i>	39
2.2.2. <i>O conflito de interesses do acionista controlador</i>	50
2.2.2.1. <i>O entendimento da CVM sobre o conflito de interesses</i>	60
2.2.2.1.1. <i>CVM nº 2002/4977</i>	61
2.2.2.1.2. <i>CVM nº 2002/1153</i>	64
2.2.2.1.3. <i>CVM nº 2009/13179</i>	66
2.2.3 <i>O abuso do poder de controle: elementos e hipóteses</i>	68
CAPÍTULO III – ANÁLISE DAS DECISÕES DA CVM	75
3.1. Metodologia.....	76
3.2. Análise estatística e comentários	77
3.2.1. Modalidades de abuso	77
3.2.1.2. <i>Hipóteses não previstas no art. 117, § 1º da Lei 6.404/1976</i>	79
3.2.2. <i>Os acusados</i>	85
3.2.3. <i>O tempo transcorrido entre a irregularidade e o julgamento pela CVM</i>	90
3.2.4. <i>Absoluções e condenações</i>	91
3.2.5. <i>A origem dos processos</i>	94
3.2.6. <i>Relação entre controladores e administradores</i>	94
3.2.7. <i>A exigência de prejuízo concreto e efetivo para a configuração do abuso</i> ...	100

3.2.8. <i>A exigência de dolo ou de culpa</i>	104
3.3. Considerações finais	108
CONCLUSÃO.....	109
REFERÊNCIAS	113
ANEXO: Lista de processos da amostra	119

INTRODUÇÃO

A socialização do risco e do investimento, típica das sociedades anônimas, transformou esse tipo societário no principal instrumento do capitalismo e da constituição das macroempresas. A dissociação entre propriedade e controle fez com que o titular da riqueza, até então protagonista do sistema econômico, cedesse espaço para o controlador. A dimensão extraordinária alcançada pelas macroempresas aliada à captação de recursos junto à poupança popular conferiu as sociedades anônimas abertas e ao poder de controle uma conotação de interesse público. Diante disso, o poder de controle passou a ser o problema fundamental da economia moderna.

A análise do poder de controle é especialmente relevante em mercados de estrutura acionária concentrada, como o Brasil. A alta concentração acionária foi revelada em diversos estudos recentes sobre o mercado de capitais brasileiro. Mesmo no Novo Mercado¹, a maioria das companhias apresenta controle definido, ou seja, com mais de 50% das ações votantes. A falta de independência dos administradores e a concentração de poder no controlador expõem os minoritários a um constante risco de expropriação. Diante disso, a contenção dos chamados “benefícios privados do poder de controle” passa a ser uma das preocupações mais relevantes para assegurar a confiança do investidor e o desenvolvimento de nosso mercado de capitais.

O grande mérito da Lei das S/A foi não só ter reconhecido o poder de controle como ter estabelecido direitos e deveres específicos aplicáveis ao controlador. O tema, contudo, foi tratado de forma bastante sucinta, em apenas três dispositivos, quais sejam: o art. 116, que estabelece o dever de lealdade do acionista controlador e o obriga a obedecer à função social; o art. 115, que regula o conflito de interesses e o art. 117, que estabelece hipóteses de abuso de poder de controle.²

Apesar da relevância da discussão, a doutrina tem se debruçado pouco sobre o assunto. Em geral, os estudos brasileiros dedicam-se mais à análise da responsabilidade dos administradores. Uma das justificativas é que, normalmente, os autores se valem das lições do direito norte-americano, cuja estrutura de capital, extremamente pulverizada, faz com que os protagonistas dos principais conflitos sejam justamente os administradores e os acionistas.

¹ Em 2000, a Bovespa criou três segmentos especiais de listagem em Bolsa de Valores, classificando as companhias de acordo com o nível de Governança Corporativa adotado por elas. O Novo Mercado é o mais rigoroso. Para aderir a ele, as companhias devem se comprometer, voluntariamente, a cumprir as regras do Regulamento do Novo Mercado, editado pela Bovespa.

² Importante ressaltar que, sempre que o trabalho se referir a dispositivos legais sem indicar expressamente a que lei se referem, subentende-se que se trata de enunciados da Lei 6.404/76, a Lei das S/A.

O objetivo do presente trabalho é analisar o que a doutrina brasileira e a legislação vêm entendendo como poder de controle e como o regime de responsabilidade dos controladores vem sendo aplicado.

Em face disso, o primeiro capítulo buscou, inicialmente, mostrar como surgiram as primeiras discussões relativas ao poder de controle a partir da desmistificação da assembleia geral e da constatação de que o poder era, na verdade, exercido por uma minoria de acionistas, que se valia da deliberação unicamente como mecanismo de legitimação formal. Foram analisadas, ainda, as principais formas de exercício do poder de controle nas sociedades anônimas e os requisitos exigidos pela Lei das S/A para definir o titular do controle.

O segundo capítulo pretendeu discutir os três dispositivos da Lei das S/A que tratam da responsabilização dos controladores, notadamente os art. 115, 116 e 117, demonstrando, entre outras coisas, como a ampliação do interesse social e o princípio da função social da empresa levaram à redefinição dos deveres do controlador.

Como o regime de responsabilidade dos controladores foi estruturado sob a forma de cláusulas gerais, é necessário um período de maturação e de aplicação prática para que seja possível extrair delas regras e deveres concretos. Diante disso, a análise de casos assume especial relevância.

Assim, o capítulo três buscou verificar como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) vem interpretando e aplicando as normas de responsabilidade dos controladores de S/As. Em face da escassez de precedentes relativos a questões societárias no Judiciário, as decisões da CVM constituem o principal repositório de jurisprudência sobre a matéria. Na análise, foram selecionados os processos administrativos sancionadores sobre abuso de poder de controle julgados de 2004 a setembro de 2011. Além de formular estatísticas sobre os processos, o trabalho pretendeu analisar as fundamentações dos votos, extraíndo o entendimento da CVM sobre os aspectos considerados mais relevantes no estudo sobre o abuso de poder de controle.

CAPÍTULO I

O PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

1.1.A identificação do poder de controle.

O triunfo do liberalismo econômico, associado às revoluções do século XVIII, levou à exaltação do caráter democrático das sociedades anônimas³. Sua estrutura foi organizada de forma análoga a um Estado de Direito e a soberania popular proclamada na Revolução Francesa foi reproduzida no direito societário sob a fórmula: “*todo o poder emana dos acionistas e em seu nome é exercido*” (COMPARATO, 1970, p.1).

A partir daí, os poderes que, até então, estavam centralizados nos administradores, foram sendo reorganizados de forma que a assembleia geral passou a deter as competências mais relevantes na gestão social.⁴ Como lembra ABREU (2010, p. 47), a maioria das leis comerciais do século XIX consagrou o princípio da soberania da assembleia geral, reconhecendo seu poder de deliberar sobre todos os negócios relativos à companhia, de destituir e eleger administradores e de fiscalizar o exercício das competências desses últimos. Essa reconfiguração estava diretamente atrelada à ideia de democratização das companhias, cuja principal consequência era o reconhecimento de que o poder pertencia a todos os acionistas reunidos em assembleia.

A crença na ficção democrática revelava-se claramente nos argumentos contrários aos acordos de votos. Durante muito tempo, a validade desses pactos foi questionada, sob a justificativa de que, assim como o voto político, o voto do acionista deveria ser a expressão de uma vontade livre, fruto das discussões em assembleia.⁵

³ Amparado nas lições de Garrigues, CASTELLÕES (2008, p. 47) explica que a democratização assumiu um triplo sentido: a constituição das sociedades anônimas, em primeiro lugar, deixou de depender da intervenção estatal, substituindo-se o antigo sistema pela livre constituição; em segundo lugar, a assembleia geral foi elevada à categoria de órgão supremo com rígida observância do princípio majoritário e, por último, foi estabelecido o princípio de igualdade entre os acionistas titulares de ações de mesma classe.

⁴ Analisando a história dos órgãos sociais, CORREIA (1993, pp. 82 e 83) deixa claro o papel pouco relevante das assembleias no período anterior a essas revoluções: “Nos Estatutos das primeiras grandes companhias holandesas, a assembleia dos acionistas não existe de todo ou tem escassa importância, se reúne esporadicamente e não tem uma posição de supremacia (...). É um conselho reduzido, composto oligarquicamente por participantes de primeiro grau designados pelo Governo, que detém na realidade o poder (...) Só lentamente se forma a assembleia geral em que, inicialmente, apenas os grandes acionistas têm direito a voto.” FRAZÃO (2011, p. 20), amparada nas lições de Galgano, explica que as companhias inglesas apresentavam um modelo comparativamente mais igualitário, pois cada acionista tinha direito a um voto na assembleia, embora a base acionária fosse restrita aos mercadores e à aristocracia.

⁵ Sobre a discussão referente à validade dos acordos de voto, ver CARVALHOSA (1984, pp. 102 e ss).

Sob o manto da “democracia acionária”, entretanto, ocultavam-se as verdadeiras relações de poder, que só iriam revelar-se mais tarde, com a desmistificação da assembleia geral e com a identificação do fenômeno do poder de controle nas sociedades anônimas.⁶

Em primeiro lugar, o paralelo entre o voto em assembleia e o voto político tornou-se insubsistente. Ao contrário deste último, o voto do acionista não se funda em sua personalidade, mas na parcela de capital detida por ele (COMPARATO, 2008, p.221). Como a quantidade de votos de cada investidor depende do número de ações de que é titular, a vontade que irá prevalecer nas assembleias gerais não é a da maioria dos acionistas presentes, mas a daqueles que tiverem realizado o maior aporte de capital. Daí a constatação de RIPERT (1947, p. 110) de que “*o regime democrático das sociedades acaba no triunfo de uma pequena minoria de capitalistas. Tal democracia termina em plutocracia*”.

A suposta democracia esbarrava ainda em outros fatores. O aparecimento da macroempresa e a conseqüente diluição acionária aliadas à complexidade técnica das questões sociais e à dificuldade de obter informações sobre os negócios favoreciam o absenteísmo dos acionistas nas assembleias gerais. Some-se a isso o fato de que, nas sociedades anônimas, há diversos perfis de acionistas, muito deles sem qualquer interesse na condução dos negócios.

Essa realidade, aliás, não passou despercebida pela doutrina, que classificou os acionistas em empresários, rendeiros e especuladores, a depender de seu interesse na sociedade. Enquanto os empresários adquirem ações com o objetivo de dirigir os negócios ou influir na gestão social, especuladores e rendeiros preocupam-se unicamente com o retorno financeiro de seus investimentos; os primeiros, por meio de especulações na Bolsa e os segundos, pelo recebimento de dividendos. (BULGARELLI, 1998, p. 36). Verifica-se, portanto, que, salvo os empresários, a grande maioria dos acionistas constituem meros prestadores de capital, cujo objetivo resume-se à remuneração de seu investimento. Não é sem razão que CHAMPAUD (1962, p. 33) chega mesmo a equiparar esses últimos a credores sociais.⁷

Esta constatação teve uma importância fundamental na identificação do poder de controle. Como recorda PAILLUSSEAU (1967, p. 45), a organização do poder nas sociedades anônimas levou em conta a suposta comunhão de interesses e a homogeneidade entre os acionistas, atribuindo a cada um deles direito de voto e à coletividade, o poder

⁶ COMPARATO (2008, p. 38) mostra como o princípio da soberania da assembleia geral ajudou a ocultar o poder de controle: “**a tendência ao anonimato, ou encobrimento do poder de controle, coincidindo com a consagração legislativa da assembleia geral como órgão soberano**”, cujas deliberações obedecem a uma disciplina jurídica análoga à das eleições populares, só se firmou com a generalização do princípio-democrático parlamentar no Ocidente”. (grifo nosso).

⁷ CHAMPAUD (1962, p. 34) : “Les faits ont révélé une volonté délibérée et commune à un grand nombre d’actionnaires de ne plus se considérer comme des associés mais comme les titulaires d’une créance indexée sur la prospérité de la société”.

soberano sobre todas as competências. Verificando-se, entretanto, que essa homogeneidade não existia, não só era necessário como perfeitamente normal que a personalidade jurídica fosse ultrapassada para verificar quem, verdadeiramente, estava por trás das decisões sociais e, portanto, deveria ser responsabilizado em caso de abuso.⁸ Pode-se dizer, aliás, que todos os esforços para organizar a responsabilidade decorrente do poder de controle e as iniciativas de proteção aos minoritários decorrem diretamente da constatação dessa desigualdade.⁹

CHAMPAUD (1962, p. 21), observou que apenas uma boa dose de utopia ou mesmo de hipocrisia justificaria a atribuição do poder supremo de direção de negócios tão complexos a uma infinidade de pequenos investidores disseminados pelo mundo e unicamente interessados em multiplicar seus lucros.

Diante dessas circunstâncias, a suposta soberania da assembleia geral foi colocada em xeque. Era forçoso reconhecer que existia uma minoria de acionistas atuantes e interessados na gestão, cujas decisões a assembleia geral limitava-se a cancelar. Tratava-se de uma maioria pré-constituída¹⁰, que se valia das deliberações sociais apenas para a legitimação formal do exercício de seu poder paralelo, o controle¹¹ (COMPARATO, 2008, p. 39).

A definição e a determinação da natureza jurídica do controle, todavia, não eram tarefas fáceis. Esta última, apesar dos esforços da doutrina, jamais foi esclarecida de forma satisfatória. A limitação justifica-se pela dificuldade de transpor para o direito uma noção que surgiu da prática das relações econômicas e que, por isso mesmo, apresenta-se sob formas extremamente variadas (CHAMPAUD, p. 107).

CHAMPAUD (1962, pp. 151 e ss) classificou as definições propostas pela doutrina em dois grupos: as formais e as substanciais. As primeiras baseiam-se mais nas modalidades de controle do que em sua natureza e procuram estabelecer critérios simples e práticos para o

⁸ COMPARATO (2008, p.137) sustenta que “dizer que é a própria companhia quem ‘exerce profissionalmente uma atividade economicamente organizada, com a finalidade de produção ou troca de bens ou serviços’ (art. 2.082 do Código Civil) é abusar da metáfora. É manter o velho capitalismo em seu tranqüilo e experimentado anonimato”. Diante disso, o autor conclui que o empresário é, na verdade, o próprio controlador.

⁹ É o que explica CHAMPAUD (1962, p. 45): “C’est en prenant conscience qu’il existe deux catégories d’actionnaires remplissant leurs fonctions différents, ayant chacun leurs propres intérêts, que les tribunaux et le législateur ont cherché à organiser la ‘protection des actionnaires’ et la ‘responsabilité des mandataires sociaux’, par exemple”. E conclui o autor: “Pour décider des mesures et de l’étendue de la protection à accorder à l’une des catégories, il a été nécessaire de prendre en considération l’inegalité trop flagrante entre le modeste épargnant qui baille ses économies et le puissant financier qui contrôle les entreprises géants, issues de la concentration”.

¹⁰ O termo maioria, aqui, refere-se à quantidade de ações ordinárias e não ao número de acionistas. Trata-se da maioria de votos necessários à preponderância em assembleia geral, que não necessariamente coincidirá com a maioria das ações com direito a voto da companhia. Portanto, não há qualquer contradição em falar-se em “minorias de acionistas interessados e atuantes” e, logo após, em “maioria pré-constituída”. O fato de se tratar de poucos acionistas não impede que possam preponderar em assembleia, seja pelo número elevado de ações de que são titulares, seja pela ausência dos demais acionistas.

¹¹ Para SALOMÃO FILHO (2008, p. 38) essa conjugação curiosa entre soberania da assembleia geral e realidade paralela do poder de controle decorre da ambigüidade entre a característica aristocrática da grande companhia colonial, cuja gestão era exercida pela alta burguesia e pela elite, e a natureza contratualista individualista da sociedade anônima pós-mercantilista, que conferiu à assembleia geral amplos poderes, inclusive para definir o interesse social e a própria organização societária.

reconhecimento do controle, como a titularidade da maioria das ações. O maior inconveniente desse tipo de definição é que ele é arbitrário, pois, em determinadas hipóteses, atribui o controle a quem não o detém e deixa de reconhecer situações em que ele efetivamente se manifesta.

Não é sem razão que esse critério foi rejeitado pela jurisprudência francesa, que, em alguns casos, passou a recorrer a uma análise qualitativa para identificar o controle, inquirindo, dentre outras coisas, quem havia fundado a sociedade, quem detinha suas ações, quem ocupava os cargos de administração e fiscalizava as contas, quem se beneficiava da companhia, etc (CHAMPAUD, 1962, p.152).

Já as definições substanciais concentram-se não nas formas de exercício de controle, mas em seus atributos essenciais. Elas têm sido as mais adotadas pela doutrina que, usualmente, identifica o controle com a dominação exercida sobre a sociedade ou com o poder de dirigir as atividades da empresa.

CHAMPAUD (1962, p. 160) propõe que o poder de controle seja definido em função da propriedade. A conclusão advém da verificação de que o comportamento dos que controlam uma sociedade aproxima-se sensivelmente daquele dos proprietários. É justamente isso que explicaria porque estes últimos não teriam hesitado em recorrer à poupança popular. Com efeito, a estruturação das empresas sob a forma de sociedades anônimas não lhes retirou o poder de dispor dos bens, o chamado *jus abutendi*, que continuou sendo exercido pelo controlador. Diante dessa constatação, o autor (1962, p. 161) conclui que “o controle é o direito de dispor dos bens de outrem como um proprietário” e que “controlar uma sociedade é deter o controle sobre os bens sociais (o direito de dispor como um proprietário), de tal modo que o controlador se torna o senhor da atividade econômica da empresa social”. (tradução livre).¹² Alguns autores, entretanto, vêem o controle não como um direito sobre bens, mas como um poder dinâmico, de organização e de direção da atividade empresarial, que envolve pessoas e coisas.¹³

A dificuldade de encontrar um conceito completo e satisfatório para o controle, que pudesse abranger todas as suas manifestações, levou a doutrina a concluir que ele é, na verdade, uma questão de fato e que, por isso mesmo, não pode ser definido por meio de regras

¹² No original: “Le contrôle est le droit de disposer des biens d’autrui comme un propriétaire. Contrôler une société, c’est detenir le controle des biens sociaux (droit d’en disposer comme un propriétaire), de telle sorte que l’on soit maître de l’activité économique de l’entreprise social”. (CHAMPAUD, 1962, p.161).

¹³ É o que sustenta COMPARATO (1995, p.6): “Malgrado o caráter elementar da distinção, importante reafirmar aqui que o poder de controle não se confunde com a propriedade. Não é um direito real, portanto, de caráter absoluto, incidindo sobre uma coisa, mas um poder de organização e direção, envolvendo pessoas e coisas”. Em sentido semelhante, CARVALHOSA (2011a, p.587) lembra que “há um sentido dinâmico nesse poder que transcende o caráter meramente patrimonial de disponibilidade dos bens, próprio do direito das coisas”.

fixas e imutáveis.¹⁴ Foi o que sustentou CHAMPAUD (apud MACEDO 2004, pp.95-96): “(...) *pela sua natureza e origem, ele [o controle] pertence àquilo que os juristas chamam de ‘domínio do fato’. Nesse domínio de fato, por excelência, que é o exercício da influência e do poder econômicos, tudo não passa de indícios, ou melhor, de presunções*”. (tradução livre)¹⁵.

Contudo, como adverte COMPARATO (2008, p. 47). a natureza multifacetada do controle não impede que se reconheça um sentido fundamental no fenômeno, que aproxima todas as suas modalidades: a ideia de dominação soberana. Em sentido semelhante, CHAMPAUD (1962, 136) concluiu que adquirir o controle de uma sociedade significava estabelecer sua onipotência sobre a direção da vida social.

Constatou-se, ainda, que o poder nas sociedades anônimas se manifesta em três níveis: o do investimento, o da direção e o do controle. (COMPARATO, 2008, p. 41). Daí é possível extrair duas conclusões: a primeira é a de que o poder de controle não se confunde com a participação acionária, embora, muitas vezes, seja exercido sob essa forma. A segunda é que controle e administração são conceitos diversos. É normal, em muitas companhias, que o titular do poder de controle ocupe cargos nos órgãos de administração (Conselho de Administração e Diretoria), mas o fato de isso não ocorrer não lhe retira o *status* de controlador. Isso porque o que caracteriza o controle não é o exercício direto da gestão, mas, antes, a influência dominante sobre os negócios sociais.

O controle é sempre definido em função do predomínio em assembleia geral. Apesar disso, ele transcende suas prerrogativas legais. Significa dizer que o poder de dominação exerce sua influência mesmo sobre aquelas matérias que não constituem competência da assembleia. Trata-se de um poder geral, que se estende sobre todos os campos e setores¹⁶ (COMPARATO, 2008, p. 49). Isso explica porque, superada a fase de euforia da democracia acionária, a retração das competências das assembleias gerais nas companhias¹⁷ não

¹⁴ COMPARATO (2008, p.47) cita as conclusões de VANHAECKE e CHAMPAUD. O primeiro entendeu que, dada a variabilidade de manifestações do controle, tratava-se mais de uma noção de fato que de direito, que deveria ser deixada à livre apreciação dos juizes. O segundo chegou à conclusão semelhante, destacando que o reconhecimento do controle só poderia provir de indícios e presunções.

¹⁵ Não deixa de ser curioso que o autor tenha chegado a essa conclusão depois de havê-la refutado expressamente em obra anterior. Em *Pouvoir de concentration de la société par action*, CHAMPAUD (1962, p. 153) aponta que uma das justificativas que afastam o poder de controle da posse é que: “le contrôle se fonde, au contraire, sur des structures juridiques précises et nous inclinons à croire qu’il s’agit non d’un état de fait, mais d’un état de droit”.

¹⁶ BERLE e MEANS (1984, p. 115) apontam três manifestações do controle: o poder de influenciar ou induzir os diretores no exercício de suas funções e poderes; o poder de praticar diretamente determinados atos, como a eleição dos diretores e a ratificação de seus atos e, por último, o poder de praticar determinados atos que, embora formalmente não tenham nenhuma relação com a sociedade, podem afetá-la gravemente, como a alienação do controle.

¹⁷ Essa tendência é assim resumida por CORREIA (1993, p. 135): “Numa primeira fase, acentua-se o papel da assembleia geral, que é transformada em órgão supremo (ou soberano) da sociedade, assim revestida de um certo carácter democrático, sendo os administradores meros mandatários da Assembléia Geral. Mais tarde, a partir dos anos 30 e 40 deste século, voltam a reduzir-se os poderes da Assembléia Geral e a reforçar-se os poderes dos administradores”. Evidência clara disso é a Lei

representou uma redução ao poder dos controladores, muito pelo contrário. A justificativa para o reforço das competências dos administradores, segundo ABREU (2010, p. 48) é que, “*subtraindo à assembléia competências em matéria de gestão, o capital de comando da sociedade evita a discussão no colégio de sócios acerca das políticas empresariais por ele determinadas, impede perguntas e censuras dos minoritários*”, mas continua podendo impor sua vontade a esses órgãos.

A constatação da existência do controle, ainda que nem sempre seja fácil identificá-lo, deixou claro que a suposta “igualdade” entre os acionistas tratava-se de uma ficção e revelou a tensão essencial entre controladores e minoritários que o princípio da democracia acionária pretendia ocultar. Essa noção adquiriu tamanha relevância que, como lembra FRAZÃO (2011, p. 262), ela passou a ser tão ou mais importante para a definição de empresa que a própria estrutura formal assumida por ela. Daí a conclusão de COMPARATO (2008, p. XVI) de que “*o problema fundamental da economia moderna, não é mais a titularidade da riqueza, mas o controle sobre ela*”.

O principal mérito de reconhecer o controle, todavia, foi a possibilidade de reconstituir o princípio da correspondência entre poder e responsabilidade, rompido pelo mito da “democratização” das companhias. A distinção de poderes que a prática empresarial havia claramente revelado deveria ser igualmente traduzida nas regras jurídicas. A partir daí, discussões sobre os direitos e os deveres do acionista controlador assumiram uma importância fundamental no direito societário.

1.2. A dissociação entre propriedade e controle e a tipologia do controle

A socialização do risco e do investimento, proporcionada pela limitação da responsabilidade e pela livre circulação de ações, típicas das sociedades anônimas, permitiu a mobilização de elevadas somas de capital, atendendo às necessidades da economia industrial. A unidade econômica típica do século XIX, cujo capital era constituído pela riqueza de um ou poucos indivíduos, que exerciam sua administração e assumiam inteiramente o risco do empreendimento, foi substituída por uma nova forma de organização, que permite a agregação da riqueza de milhares de indivíduos, atribuindo a cada um deles apenas a propriedade de uma fração do capital. Diante da dimensão extraordinária das sociedades

societária alemã de 1937, que reforçou sobremaneira os poderes dos órgãos de direção, sobretudo do *Vorstand* e do presidente da direção.

anônimas, proporcionada pela captação pública de recursos, o poder de controle também sofreu uma alteração fundamental: dissociou-se da propriedade.

O fenômeno foi revelado por BERLE e MEANS (1984) em seu famoso estudo *The modern corporation & Private Property*.¹⁸ Analisando as companhias norte-americanas, em 1929, os autores concluíram que, na maioria delas, o poder de controle era exercido ou por acionistas minoritários ou pelos seus administradores.¹⁹ Enquanto a propriedade obedecia a uma força centrífuga, tendendo a se dividir em unidades cada vez menores, o controle se concentrava nas mãos de alguns poucos diretores ou sócios. (BERLE E MEANS, 1984, p. 37). Isso se explicava, ainda, pelo absenteísmo da maioria dos acionistas, que, sobretudo em razão da liquidez de suas ações, comportavam-se como meros credores da companhia.²⁰

Diante disso, a própria expressão “minoria” ganhou novo significado. Qualquer acionista, independentemente do número de ações que titulariza, se estiver alijado do poder de controle, será considerado minoritário. Daí a constatação de que, muitas vezes, a minoria configura, na verdade, uma grande maioria.

Levando em conta o grau de separação entre a propriedade e controle, BERLE e MEANS (1984, pp. 85 e ss) identificaram quatro modalidades principais de controle: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial.²¹

O controle totalitário ocorre quando nenhum acionista é excluído de seu exercício, como se verifica nas sociedades unipessoais e nas sociedades familiares em que todos participam da dominação de forma conjunta. (COMPARATO, 2008, p. 61). Já o controle majoritário é aquele exercido por um acionista que detém a maioria absoluta do capital votante, ou seja, no mínimo 50% mais uma ação com direito a voto. Seria impróprio falar em maioria do capital social, pois, como apontaram BERLE e MEANS (1984, p. 87), determinados mecanismos legais, como a emissão de ações preferenciais sem direito a voto e a utilização de estruturas piramidais, asseguram o controle majoritário a acionistas que detêm uma parcela bem menor do capital social.

¹⁸ Segundo COMPARATO (2008, p. 51), antes de Berle e Means, a separação entre propriedade e controle já havia sido anunciada por Marx em *O capital*.

¹⁹ Analisando as duzentas maiores companhias não bancárias dos Estados Unidos em 1930, BERLE e MEANS (1984, p. 120) concluíram que, em 44% delas, o controle era exercido pelos administradores; em 23%, pelos minoritários e, apenas em 5% delas, por acionistas majoritários.

²⁰ POSNER (1988, p. 427) lembra que “the typical shareholder (except in the closely held corporation) is not knowledgeable about the business of the firm, does not derive an important part of his livelihood from it, and neither expects nor has an incentive to participate in its managements. He is a passive investor and, because of the liquidity of his interest, has only a causal and often a transitory relationship with the firm. His interest, like that of a creditor, is a financial rather than managerial interest”.

²¹ Os autores falam ainda do “controle exercido por meio de mecanismos legais”. Essa espécie de controle, em última análise, corresponde ao controle majoritário, motivo pelo qual preferimos falar apenas das quatro categorias referidas. Essa é também a classificação adotada por COMPARATO (2008).

O controle minoritário, assim como os demais, também está fundado na preponderância na assembleia geral. A grande diferença é que ele é exercido com menos da metade do capital votante. Para que essa espécie de controle possa existir, é necessário que nenhum acionista ou grupo de acionistas tenha mais de 50% das ações com direito a voto ou que eles sejam omissos, deixando de impor sua vontade nas assembleias gerais. Daí dizer-se que o controle minoritário é menos estável, pois não basta a mera titularidade de ações, sendo indispensável a dispersão acionária ou a inércia do acionista majoritário.²²

No controle gerencial, típico das companhias norte-americanas, o poder decisório desloca-se para os administradores. Dada a extrema pulverização acionária e o consequente absenteísmo dos acionistas, os diretores passam a utilizar mecanismos de procuração (*proxy machinery*) para representá-los nas assembleias gerais e manter-se no poder.

Além dos quatro tipos de controle identificados por BERLE e MEANS (1984), pode-se falar ainda no controle externo. Nele, a dissociação entre propriedade e controle atinge seu grau máximo, pois, ao contrário dos demais, não está fundado nem na titularidade de ações nem na participação nos órgãos administrativos. Com efeito, em determinadas hipóteses, a depender do grau de endividamento ou do tipo de contrato celebrado pela companhia – *franchising*, distribuição exclusiva, etc – credores e fornecedores podem influir de forma decisiva nos negócios sociais, ainda que não detenham nenhuma ação com direito a voto da companhia. PASTERIS (apud PEREIRA, 1995, p. 14) explica que haverá controle externo quando for exercida uma influência de ordem econômica sobre toda a atividade empresarial que implique um estado de subordinação permanente da controlada do qual ela não possa se desvencilhar.²³

Analisadas as principais formas do poder de controle, resta saber em que medida elas foram acolhidas pela Lei das S/A.

1.3. O acionista controlador na Lei 6.404/1976.

A natureza fática do poder de controle não significa que a noção seja juridicamente irrelevante. Sua definição, ainda que por meio de fórmulas mais flexíveis²⁴, como já

²² Para MACEDO (2000, p. 174), seria mais apropriado falar-se em “controle majoritário não estável”, pois a maioria efetiva em assembleia continua sendo pressuposto do controle minoritário.

²³ Esse tipo de controle, como ressalta COMPARATO (2008, pp. 81 e ss), foi reconhecido na legislação de vários países europeus, sob a fórmula da “influência dominante

²⁴ FRAZÃO (2011, p. 79) esclarece que “vem prevalecendo na doutrina a ideia de que o controle pode ser definido por meio de fórmulas flexíveis”. É o que defende MUNHOZ (2002, p.222), para quem, diante da impossibilidade de definir o controle por meio de normas rígidas e da constatação da doutrina de que, na verdade, ele pertence ao domínio dos fatos, é necessário

esclarecido, é essencial para seja possível elaborar um regime de responsabilidades diferenciado, apto a estabelecer um maior equilíbrio nas relações entre controladores e minoritários e dar efetividade à função social da empresa.²⁵ Foi o que procurou fazer a lei 6.404/76 no *caput* art. 116, ao prever que:

entende-se por acionista controlador a pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.²⁶

Da leitura do dispositivo, verifica-se, em primeiro lugar, que a lei reconhece a possibilidade de controle conjunto e individual. Se um grupo de acionistas exerce o controle conjuntamente, todos serão considerados controladores e terão idênticas responsabilidades. Esse tipo de controle é especialmente relevante naquelas companhias em que, em razão da diluição acionária, a maioria dos acionistas detém ou um pequeno percentual de ações votantes ou um percentual elevado, mas que não garante, por si só, o controle majoritário.²⁷ Nestas sociedades, é comum que os acionistas se associem por meio de acordos de controle.

Ao referir-se a esses acordos, entretanto, o art. 116 não pretendeu restringi-los àqueles pactos arquivados nas sociedades, disciplinados pelo art. 118 da Lei 6.404/1976.²⁸ Se assim fosse, o reconhecimento do controle ficaria sujeito ao próprio arbítrio dos controladores, conforme decidissem ou não arquivar o acordo na companhia. Neste caso, “*toda a disciplina societária, fundada na realidade do poder perderia sentido.*” COMPARATO (2008, p. 85).

adotar uma interpretação intermediária. Neste sentido, ele sustenta que é possível reconhecer uma noção unívoca de controle e formular uma definição jurídica para ela, sem, obviamente, deixar de considerar as múltiplas formas de manifestação do controle.

²⁵ COMPARATO (2008, p.139) enfatiza que “a identificação do empresário, numa economia dominada pelas macroorganizações e grupos societários, apresenta-se, assim, como problema jurídico de relevante alcance prático e não simples teorema doutrinário. Dela depende a efetividade do sistema constitucional”. Recorde-se que, para o autor, o empresário é o próprio controlador.

²⁶ Esclareça-se que o tópico irá analisar o dispositivo apenas para efeitos de responsabilização do acionista controlador. A ressalva é necessária em razão da distinta interpretação que, tanto parte da doutrina quanto a CVM, vêm fazendo da definição do acionista controlador em casos de abuso e de alienação de controle. Não é incomum dispensar-se o requisito do efetivo exercício do controle para fins de oferta pública ou negar sua obrigatoriedade quando há uma alienação de um bloco de controle minoritário, por exemplo. Quando se trata da atribuição de responsabilidade ao controlador, entretanto, os critérios poderão ser outros.

²⁷ A importância do controle conjunto fica clara em uma pesquisa de GORGA (2009, pp. 461-466). Analisando as companhias listadas na Bovespa em 2007, a autora encontrou oitenta e quatro companhias sem controle majoritário; dessas, 42 tinham acordos de acionistas. Só no Novo Mercado, havia 65 companhias sem controle majoritário, quando desconsiderados os acordos. Quando considerados esses pactos, entretanto, o número de companhias sem controle definido caiu para quarenta e cinco (48, 91%), índice de dispersão ainda alto se comparado ao segmento padrão, em que 72,73% das companhias, no mesmo período, apresentavam controle majoritário.

²⁸ É o que defende a maioria dos autores. Exemplificativamente, podemos citar BORBA (2010, p.351); COMPARATO (2008, p.85), PEREIRA (1995, p. 17). Em sentido contrário, LOBO (2011, p. 41) entende que são considerados acionistas vinculados por acordo de voto, “os acionistas que celebram por escrito um acordo de acionistas de comando e o arquivam na sede da companhia.”

Saliente-se que dispensar as formalidades do acordo não significa dizer que qualquer ajuste tácito dará a seus participantes o *status* de controlador. É necessário que exista um acordo que tenha por objeto os votos em assembleia, cujo intuito evidente seja comandar a companhia.²⁹

Os acordos de controle arquivados nas sociedades tiveram sua eficácia reforçada pela lei 10.303/2001, que conferiu ao presidente da assembleia o dever de desconsiderar voto contrário a acordo de acionista e assegurou a seus signatários prejudicados pela ausência ou abstenção de determinado acionista, o poder de votar por ele. Diante da previsão, é necessário indagar se aquele que vota contrariamente ao pacto, que se abstém ou que não comparece à deliberação deve ser igualmente responsabilizado pelas decisões tomadas pelo bloco de controle.

Para FRAZÃO (2011, pp.283-284), isso não afasta a solidariedade, pois o acionista signatário do acordo ou exerce o controle de forma compartilhada ou concorda em delegar essas funções para outros membros. Assim, se pretende eximir-se da responsabilidade, o acionista deverá tomar alguma providência para sair do acordo ou para evitar o dano à sociedade. Se não o fizer, deverá continuar solidariamente responsável pelas consequências de seu cumprimento, ainda que não participe daquela deliberação ou que profira voto em sentido contrário.³⁰

Além dos acordos de acionistas, a lei refere-se ainda ao controle conjunto exercido por um grupo de pessoas sob controle comum. Nesta hipótese, o art. 116 não reconheceu o controle indireto, identificando como controlador apenas aqueles acionistas que são diretamente titulares de direitos de sócio na controlada, ainda que sejam controlados por um terceiro comum. Parte doutrina tem entendido que essa hipótese pressupõe que esse terceiro não seja uma sociedade, pois, caso contrário, seria aplicada a regra do art. 243, § 2º, como veremos adiante, e apenas aquela sociedade no cume da pirâmide seria considerada controladora.³¹

²⁹ Nem sempre será fácil identificar se determinado acordo assegura o controle da companhia ou se configura mero acordo de defesa para a proteção da minoria. No Processo da CVM nº 2005/0098, a dificuldade ficou evidente. Discutiu-se se teria havido violação à instrução nº 10/80 da CVM, que veda a aquisição de ações pertencentes ao controlador pela companhia, daí a importância de verificar-se se determinado acordo constituía ou não acordo de controle. Dos cinco diretores, dois consideraram que se tratava de acordo de controle. Os demais entenderam que o acordo, na verdade, era de defesa. Sobre isso ver CVM nº 2005/0098, diretor relator Sérgio Weguelin, julgado em 18.12.2007.

³⁰ COMPARATO (2008, p. 158) entende que as comunhões acionárias para o exercício do poder de controle têm natureza societária, pois além da *affectio societatis*, há comunhão de escopo, identificada com o próprio exercício desse poder. Raciocínio semelhante poderia ser aplicado aos acordos de controle. Reconhecida a natureza de sociedades em comum desses pactos, seus membros seriam solidariamente responsáveis pelas obrigações comuns.

³¹ Exemplificativamente, adotam essa interpretação COMPARATO (2008, p. 85), LAMY FILHO e PEDREIRA (2009, p.816), PEREIRA (1995, p.18) e MUNHOZ (2002, p.241). Já LOBO (2011, p. 41) entende que “controle comum é aquele exercido no seio de um grupo de sociedades de fato ou de direito, através de sociedades controladoras de diversos graus e/ou do exercício de voto fundado em mandato”.

Para a configuração do poder de controle, seja conjunto, seja individual, a lei exige a titularidade de direitos de sócios que assegurem, de modo permanente, a preponderância nas assembleias e o poder de eleger a maioria dos administradores. COMPARATO (2008, p.85) elogia a redação do dispositivo, que, em vez de referir-se a “acionistas”, falou em “titulares de direitos de sócios”. Daí decorre que aqueles que não sejam proprietários da ação, mas que detenham direitos dela dissociados, como o voto, poderão ser considerados controladores. É o que ocorre no usufruto.³²

A maior crítica a essas exigências é que elas ignoram o fenômeno do controle externo, reconhecendo o *status* de controlador apenas àquele que utiliza o mecanismo de voto para fazer prevalecer sua vontade.³³ Embora a lei tenha pretendido assegurar a segurança jurídica, estabelecendo um critério objetivo para a definição do controle, parte da doutrina entende que ela foi demasiado reducionista (MUNHOZ, 2002, p.195).³⁴ A restrição do art. 116, segundo MACEDO (2004, pp. 91 e ss), demonstra que os requisitos referidos no dispositivo nem sempre se prestam a identificar todos os sujeitos capazes de praticar as condutas vedadas no art. 117³⁵, sendo necessário recorrer-se à materialidade da noção de controle. Essa materialidade, como salienta o autor (2004, p. 97), não está nas prerrogativas da alínea “a” do art. 116, mas “*nos efeitos que elas (e não se negue, outras) geram na relação entre seu titular e os demais stakeholders*³⁶ da empresa, e também sobre a pessoa jurídica que a emoldura”. A constatação levou o autor a concluir que a influência no controle externo em nada se diferencia daquela exercida por meio do mecanismo acionário.

Com efeito, há, no exercício do controle, tanto interno quanto externo, um sentido único fundamental: a possibilidade de imposição da vontade de um sujeito sobre a condução da atividade empresarial. Se a identificação do controle tem um caráter instrumental e não ontológico, não se justifica que determinados agentes possam se comportar como controladores sem os deveres correspondentes.³⁷ Apesar das críticas, o controle externo não vem sendo reconhecido pela CVM nem pela jurisprudência brasileira.³⁸

³² BOITEUX (1988, p. 32) acrescenta que a lei, ao falar em “titular de direitos de sócio” e não “titular de direitos de voto” permite que os preferencialistas também sejam controladores. Segundo ele, se o dispositivo falasse em titularidade de direitos de voto estaria excluindo de forma absoluta as ações preferenciais que, originariamente, não possuem direito de voto, mas podem vir a adquiri-lo na forma do art. 111, § 1º da Lei 6.404/76.

³³ COMPARATO faz a ressalva de que isso não significa que a lei das S/A seja totalmente alheia ao fenômeno do controle externo. Evidência disso seria o § único do art. 249, que permite que a CVM possa incluir nas demonstrações consolidadas as sociedades financeiramente dependentes da companhia e não apenas as controladas por ela.

³⁴ MACEDO (2004, p.94) sustenta que o art. 116 é criticável por sua excessiva pretensão analítica, que levou a supor a locação do controle através de parâmetros, que, embora não aleatórios, mostram-se insuficientes e excessivamente rígidos.

³⁵ O art. 117, como veremos no capítulo II, traz o rol exemplificativo de condutas que configuram abuso de poder de controle

³⁶ *Stakeholders* são todos aqueles que podem afetar ou ser afetados pela empresa.

³⁷ No parecer referente ao REsp 15247, COMPARATO (1995, p.280) conclui que: “A formação de grupo econômico de subordinação com controle externo implica a atribuição de um *status* jurídico especial, com deveres e responsabilidades

Em se tratando de controle interno, só será considerado acionista controlador, conforme o art. 116, aquele que preponderar nas assembleias gerais e que tiver o poder de eleger a maioria dos administradores, como já mencionado. A interpretação literal da lei levaria à conclusão de que só seria considerado acionista controlador aquele que preenchesse os dois requisitos. A doutrina, entretanto, discute se as exigências são cumulativas ou se apenas uma delas é suficiente para configurar o controle.³⁹ Para PEREIRA (1995, p.18), na verdade, não há propriamente uma contradição entre aqueles que defendem a cumulação e aqueles a afastam. Isso porque a lei refere-se apenas ao “*poder de eleger a maioria dos administradores*”, mas não exige efetivamente que eles sejam eleitos. O acionista que prepondera nas deliberações da assembleia geral tem o poder de eleger a maioria do conselho de administração, ainda que assim não o faça. Em razão disso, alguns autores consideram a exigência desnecessária.⁴⁰

A explicação não afasta totalmente a controvérsia. Reconhecer que o poder de eleger os administradores a que se refere a lei tem caráter meramente potencial e, portanto, já estaria implicitamente abrangido pela referência à preponderância nas deliberações das assembleias não é o mesmo que exigir apenas um desses requisitos. Dessa última interpretação, decorre que tanto aquele que prepondera em assembleia geral quanto aquele que apenas tem o poder de eleger a maioria dos administradores poderão ser considerados controladores.

COMPARATO (2008, p.86) esclarece que a lei teve por objetivo regular aquelas hipóteses em que o acionista minoritário indica, por meio de acordo de acionistas, os administradores que deverão ser eleitos por aquele que detém a maioria nas deliberações da assembleia geral.⁴¹

próprios. A empresa, controladora, passa a responder perante a controlada por qualquer manifestação no abuso de controle”. Vale reproduzir aqui a opinião contrária de Costa, autor citado por LAMY FILHO e PEDREIRA (2009, p.812): “Em suma, o controle interno (natureza associativa) redonda no exercício de uma soberania, enquanto que o controle externo (natureza contratual) outorga o exercício de um poder naturalmente contratual ou às vezes legal de constrição, o que implica tão somente na possibilidade de responsabilização do controlador externo, por danos causados à sociedade em geral, quando e se houver agido além de seus limites contratuais”. Essa distinção, entretanto, vai se tornando menos relevante à medida que os deveres contratuais são redefinidos em face dos princípios da função social do contrato e da boa fé objetiva.

³⁸ O STJ afastou a hipótese de controle externo no REsp 15247, Dj 17.02.1992, min. Rel. Dias Trindade. Tratava-se de recurso interposto por sociedade afiliada, autorizada a retransmitir os programas televisivos gerados por determinada macroempresa. A viabilidade da primeira estava condicionada ao fornecimento dos programas pela segunda. Tendo a macroempresa rompido, injustificadamente, o contrato de sua afiliada, era necessário verificar se havia uma relação de controle entre elas que pudesse justificar a sanção por abuso de controle. O STJ afastou o controle externo, sob o argumento de que ele não foi reconhecido pelo art. 116 da lei 6.404/76. COMPARATO (1995, p.280), em seu parecer, manifestou-se favoravelmente ao reconhecimento do controle externo na hipótese, como já referido.

³⁹Para PRADO (2006, p. 98), a doutrina, na verdade, discute apenas se as exigências são cumulativas ou se somente a preponderância em assembleia configura o controle.

⁴⁰É o que sustenta MUNHOZ (2002, p. 242), para quem, “a alusão ao poder de eleger a maioria dos administradores parece desnecessária, pois tal poder já decorre da preponderância nas assembleias gerais”.

⁴¹LAMY FILHO e PEDREIRA (2009, p. 812) entendem que a referência aos dois requisitos justifica-se pelo fato de o poder de controle ser exercido tanto na assembleia geral como sobre os órgãos de administração, não sendo possível que disposições estatutárias ou acordos levem à dissociação dos dois.

Interpretar os requisitos de forma alternativa, como explica MACEDO (2004, p. 75), evita que, em determinadas situações, não seja possível reconhecer o *status* jurídico de controlador a nenhum dos signatários do acordo. Com efeito, no tipo de acordo mencionado, determinado acionista prepondera nas assembleias gerais, mas não tem o poder de eleger os administradores, pois concorda em cedê-lo ao acionista minoritário. Se a lei fosse interpretada literalmente, nem minoritário nem majoritário poderiam ser considerados controladores.⁴²

Para COMPARATO (2008, p. 86), apesar de a intenção da lei não ter sido estabelecer critérios cumulativos, é discutível se a mera eleição dos administradores coincide com a essência do poder, sobretudo no direito brasileiro, em que é a assembleia geral, e não o conselho de administração, que detém as competências mais relevantes na condução dos negócios.⁴³ MACEDO (2004, pp.82 e ss) enxerga com naturalidade o poder de controle nessa hipótese, sobretudo porque os controladores exercem um alto poder de coerção sobre os administradores eleitos por eles.

É a primeira prerrogativa da alínea “a” que, segundo ele, traz mais dificuldades para a identificação do controle. O autor acredita que a preponderância em assembleia desacompanhada da eleição da maioria dos administradores pode mostrar-se muito pouco relevante para a condução dos negócios sociais. Isso não significa que determinados abusos de controle, decorrentes de decisões tomadas em assembleia, ficarão imunes à aplicação do art. 117. O que o autor sugere é atribuir a responsabilidade por atos isolados considerados reprováveis pela lei, em face de sua capacidade de prejudicar os *stakeholders*, àquele que os praticou, independentemente de seu poder de influenciar de forma decisiva a condução dos negócios. Em termos práticos, a solução produzirá resultados semelhantes ao que ocorreria se o acionista fosse considerado controlador.

Mais delicada ainda é a expressão “de modo permanente” referida no art. 116. É ela que tem suscitado as maiores discussões na doutrina. À primeira vista, tem-se a impressão de que o requisito refere-se a uma situação de controle que se prolonga no tempo. Todavia, conforme ensina COMPARATO (2008, p.86), a permanência não deve ser entendida como um critério temporal. O fato de alguém exercer o controle por um período curto, por si só, não afasta a condição de controlador. O que se exige é que o exercício do controle não dependa de acontecimentos fortuitos ou de fatos incertos.

⁴² BOITEUX (1988, p. 35), ao contrário, entende que “se dois grupos, mediante acordo de voto, se asseguram o direito de, ao primeiro, eleger os administradores, ao segundo, obter a maioria nas demais deliberações, ambos respondem como acionista controlador, não porque cada um preenche um requisito pela lei, e sim porque estão vinculados por acordo de voto”.

⁴³ EIZIRIK *et al* (2011, p.391) ressaltam que tem havido um gradual esvaziamento das assembleias gerais como órgãos de manifestação do poder de controle, em razão de, cada vez mais, seus poderes serem transferidos para os administradores e também para as reuniões prévias dos acionistas integrantes de acordos de acionistas.

A exigência do poder permanente tem levado alguns poucos autores a não reconhecer o controle minoritário no direito brasileiro. CARVALHOSA (2011a, p. 516) e MARTINS, F. (2010, 403) sustentam que a expressão “*de modo permanente*” inscrita na alínea “a” do art. 116 exige que o acionista ou grupo de acionistas não possa ser destituído do poder-dever de controle por outros. Como o controle minoritário depende da abstenção de outros acionistas para seu exercício, não preencheria o requisito da permanência.⁴⁴ Daí a razão por que, segundo eles, só existe poder de controle fundado na titularidade de mais de 50% das ações votantes. CARVALHOSA (2011a, p.516) esclarece que, fora destas hipóteses, o controle é exercido pelos administradores, eleitos por uma minoria “eventual” ou por meio da *proxy machinery*;

No processo nº RJ 2005/4069⁴⁵ da CVM, que tratava da obrigatoriedade de oferta pública em um acordo de *joint venture* julgado em 2006, o diretor Pedro Marcílio adotou a interpretação dos referidos autores na fundamentação do voto, concluindo que:

em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissor nas votações e orientações da companhia, eventual acionista **que consiga preponderar sempre**, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea "a" do art. 116, embora preencha o da alínea "b" (...). (grifo nosso).

Verifica-se, entretanto, que o entendimento mencionado não tem prevalecido na CVM. O requisito da permanência vem sendo analisado no caso concreto, independentemente do percentual de ações titularizado pelo suposto controlador.⁴⁶ O mesmo se diga em relação à doutrina, que, salvo poucas vozes dissonantes, tem admitido o controle minoritário.⁴⁷ A conclusão está amparada pelas regras de *quorum*, que, implicitamente, reconheceram o controle minoritário. Com efeito, a Lei das S/A apenas exigiu *quoruns* especiais para a

⁴⁴ Embora MARTINS, F. (2010, p. 403) adote essa interpretação mais restrita da alínea “a”, ressalta que “a lei foi infeliz ao exigir que só seja considerado como controlador – e assim passível da reparação dos danos causados por atos praticados com abuso de poder – o acionista que possua direito de voto que assegure *de modo permanente*, a eleição da maioria dos administradores e a aprovação das deliberações da assembleia geral”.

⁴⁵ CVM RJ nº 2005/4069, dir. rel. Pedro Oliva M. de Sousa, j. 11.04.2006.

⁴⁶ Ressalte-se que a discussão sobre as hipóteses de controle, em geral, está associada à obrigatoriedade ou não de oferta pública, cujos pressupostos, segundo a própria CVM, divergem daqueles relacionados à responsabilização do controlador. Nas decisões sobre o abuso de controle, objeto deste trabalho, a CVM, na generalidade dos casos, sequer menciona o número de ações detidas pelo controlador. Aliás, em nenhuma delas, a responsabilidade foi afastada em face de não ter se caracterizado o poder de controle.

⁴⁷ MUNHOZ (2002, p. 240) chega a dizer que “unanimamente” se reconhece que o controle minoritário está implicitamente admitido na Lei 6.404/76.

instalação da assembleia em primeira convocação e para a deliberação de matérias específicas.⁴⁸

Não bastasse a lei, como regra geral, não ter exigido a maioria do capital votante para as deliberações, afastar, de plano, o controle minoritário poderia gerar algumas distorções, sobretudo levando em consideração que, em determinadas companhias, ele pode ser tão estável quanto aquele fundado na maioria das ações votantes.⁴⁹ Em contextos de dispersão, os custos da participação em assembleia aliados à insignificância do voto afastam o acionista das deliberações. Ao mesmo tempo, a formação do bloco de controle concorrente torna-se extremamente difícil e custosa, já que, à medida que mais ações vão sendo adquiridas no mercado, seu preço tende a aumentar. Isso sem falar na existência dos mecanismos de defesa contra as ofertas hostis (*poison pills*).⁵⁰ A prevalecer a posição do autor, poderia se chegar à conclusão de que um acionista que detém 49,9% das ações votantes e exerce efetivamente o poder em assembleia não é acionista controlador, ainda que para que sua vontade não prevaleça seja necessária a reunião de, praticamente, 100% das ações votantes em circulação.

Em última análise, a proposta conduz à dissociação entre poder e responsabilidade. O fato de o administrador ser responsabilizado, como propõe Carvalhosa, não abala a conclusão.⁵¹ Isso porque, em muitos casos, estes últimos atuam sob a influência decisiva do acionista controlador, que seria completamente ignorada se não fosse reconhecido o controle minoritário. Some-se a isso o fato de que as decisões tomadas em assembleia pela maioria eventual a que o autor se referiu, encontrariam limites apenas na proibição ao voto abusivo do art. 115 e estariam isentas da aplicação dos arts. 116 e 117. Em outras palavras, o acionista controlador seria equiparado a um acionista qualquer. Vale lembrar a advertência de CHAMPAUD (1962, p. 151) de que esse tipo de definição, extremamente formal, pode ter um efeito duplamente negativo: reconhecer o controle onde ele não existe ou não identificá-lo em

⁴⁸ É o que fica claro nos arts. 125, 135 e 136 da Lei 6.404/1976.

⁴⁹ Foi, aliás, o que concluiu COMPARATO (2008, p.67): “A rigor, um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário”.

⁵⁰ Uma oferta é considerada hostil quando visa a adquirir o controle da companhia sem o apoio dos órgãos de administração e do controlador da companhia. Ela só é possível em mercados com ações dispersas, que permitem a aquisição originária de ações suficientes para o exercício do controle, dispensando a realização de negócio privado com o controlador. As *poison pills* são medidas protetivas para dificultar o sucesso dessas aquisições hostis. Uma de suas formas mais comuns é a exigência de oferta pública a partir da aquisição de determinado percentual de ações.

⁵¹ CARVALHOSA (2011a, p.521) conclui que: “o governo societário será nessas companhias com capital disperso sempre dos administradores, independentemente de o percentual de dispersão do capital ser maior ou menor. Se a dispersão não for ainda tão significativa, como é o caso brasileiro, cabe a algum grupo de acionistas minoritários, circunstancialmente, eleger o *incumbent board* que irá governar a sociedade.”. A conclusão, como se nota, desconsidera que, para além de eleger os administradores, a assembleia geral detém outras competências previstas no art. 122. A deliberação sobre essas matérias encontraria um obstáculo na limitação dos poderes dos administradores, que não teriam competência para deliberar sobre elas. Daí porque, ainda que se pretenda atribuir o governo da sociedade a eles, há determinados assuntos que serão decididos em assembleia. Para NUNES (2007, p. 12), ainda que o administrador também tenha a obrigação de observar a função social da empresa, sua responsabilidade diferencia-se daquela imputada ao titular do ativo, motivo pelo qual, nem sempre responsabilizar o administrador produzirá efeitos semelhantes.

determinadas situações em que ele, de fato, se manifesta. A não consideração do controle minoritário, em última análise, recai exatamente na segunda hipótese.

A questão ganha ainda mais relevância quando verificamos que é justamente nas macroempresas, onde há maior diluição acionária e também maior poder econômico, que o controle minoritário aparece com mais frequência. Vale reproduzir a conclusão de MELLO (1994, p. 291):

E assim as grandes empresas, onde o controle minoritário se verifica com mais frequência, que exercem influência fundamental no mercado mobiliário, na economia e na vida social do país, ficariam à margem da regulamentação da Lei das Sociedades Anônimas a respeito do controle acionário e das responsabilidades do controlador.

Ainda que se reconheça o controle minoritário, não será qualquer maioria em assembleia que poderá justificar a atribuição do *status* de controladores aos acionistas que proferiram o voto. O fato de alguém prevalecer em assembleia de forma eventual e transitória não implica a configuração do controle. A maior dificuldade é determinar a partir de que momento essa minoria deixa de ser eventual e torna-se apta a preencher o requisito da permanência mencionado pela Lei das S/A. Até 1997, existia uma Resolução do Conselho Monetário Nacional (Resolução 401⁵²) que regulamentava a oferta pública na alienação do controle e determinava que ele fosse considerado permanente quando o acionista era titular de mais da metade do capital votante ou quando havia preponderado nas últimas três assembleias. Revogado o dispositivo da Lei das S/A que a Resolução regulamentava, ela perdeu sua eficácia, mas parte da doutrina ainda considera o critério pertinente.⁵³

O Regulamento do Novo Mercado, baseando-se na referida Resolução, estabeleceu uma presunção relativa de titularidade do controle em favor do acionista que, embora não

⁵² Resolução nº 401 do CMN de 22 de dezembro de 1976, IV: “na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas vinculados por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é o titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia”.

⁵³ COELHO (2009, p. 289) defende que o acionista que não dispuser da maioria de ações votantes deve ser considerado controlador se nas últimas três assembleias fez a maioria nas deliberações sociais. EIZIRIK *et al* (2011, p. 392) sustentam que, como a lei não fixou parâmetro para o que se deva entender como “permanente”, o critério da Resolução 401 pode ser seguido. É também essa a posição adotada por MARTINS, P.A.B (2005, p. 111). Para BORBA (2010, p. 350) é suficiente que o acionista ou grupo de acionistas tenha preponderado nas duas últimas assembleias. Já BOITEUX (1988, p. 32) defende que o mero fato de o acionista prevalecer nas três últimas assembleias não o torna controlador. Vale reproduzir as conclusões do autor: “Se, reunidas três assembléias consecutivas, o acionista ou grupo de acionistas que nelas obtém a preponderância em nada altera a administração da companhia; ou a orientação desta mesma administração, ou se nestas assembléias nada se decide sobre a orientação dos negócios da companhia, a longo prazo, é evidente que não se caracteriza a figura do acionista controlador”.

detenha a maioria do capital votante, seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos nas três últimas assembleias.⁵⁴

É, aliás, no Novo Mercado que o requisito da “permanência” vem se tornando mais problemático. Nas companhias com capital pulverizado⁵⁵, é difícil sustentar a existência de acionista cujas ações lhe asseguram, de modo permanente, a preponderância em assembleia. O problema é mais acentuado naquelas sociedades em que o Estatuto restringe o número máximo de votos de cada acionista e estabelece a obrigatoriedade de oferta pública por aquele que atingir determinado percentual de ações.⁵⁶ Neste contexto, são cada vez mais comuns discussões questionando a eficiência da Lei das S/A para resolver questões típicas de contextos de dispersão acionária.

Para EIZIRIK *et al* (2011, p.397), nas companhias de capital pulverizado, não há acionista controlador, pois não estão presentes os requisitos do art. 116, motivo pelo qual entendem que *“não são aplicáveis os dispositivos da lei das S/A, que tratam da responsabilidade do acionista controlador”*. Nestas hipóteses, segundo os autores, há controle gerencial e, portanto, os abusos devem ser regulados pelas regras de responsabilidade dos administradores. Entretanto, como a competência dos administradores é limitada pela Lei das S/A, salvo na hipótese de atuarem com procurações, sua responsabilidade não alcança as decisões tomadas em assembleia.⁵⁷

A questão torna-se ainda mais complexa porque, na prática, como descreve LEITE (2010, p.519), as companhias brasileiras pulverizadas ainda não migraram totalmente para o controle gerencial, subsistindo alguns poucos acionistas que exercem o controle de forma frágil e circunstancial. Resta saber se, nesta hipótese, é possível atribuir a condição de controlador a esses minoritários. O autor acredita que, a persistir esse tipo de situação, é

⁵⁴ CARVALHOSA (2011a, p.520) critica com veemência a previsão do Regulamento. Segundo ele, a BM&F -Bovespa, acabou suprimindo o termo “permanente” e legislando, portanto, a norma é inexistente. Sustenta ainda que a previsão é absurda, pois, se o controlador surge apenas com a terceira assembleia, antes disso não haveria controlador.

⁵⁵ MORAES (2006, pp. 50 e ss) cita como exemplos de companhias pulverizadas as lojas Renner S/A, a Perdigão S/A, a Embraer S/A, a Submarino S/A e a Diagnósticos da América S/A (DASA). A autora analisa o processo de pulverização de cada uma dessas companhias.

⁵⁶ A nova versão do Regulamento do Novo Mercado de 2011, que entrou em vigor no dia 10 de maio, proibiu que as companhias restringissem o número máximo de votos a menos de 5% do capital social. A regra que previa a realização obrigatória de oferta pública quando o acionista alcançasse 30% das ações não foi aprovada. A não aprovação tem pouca relevância, pois a maioria das companhias já tem regras semelhantes em seus Estatutos.

⁵⁷ Se estiverem munidos de procurações, haverá o controle gerencial. Parte da doutrina, entretanto, tem se recusado a admitir esse tipo de controle, daí porque, mesmo havendo procuração, não seria possível aplicar as regras relativas aos acionistas controladores. Essa é a posição sustentada por COMPARATO (2008, p.83), PEREIRA (1995, p. 17) BARBOSA (2008, p. 52), MARTINS, F. (2010, p. 402). Para COELHO (2009, p. 288) diferentemente, a definição de controlador da lei abrange o controle gerencial, deixando de reconhecer apenas o controle externo. O reconhecimento do controle gerencial ou não pelo art. 116, entretanto, não tem sido objeto de grandes questionamentos, em primeiro lugar, porque se trata de modalidade de controle extremamente incomum no direito brasileiro, como veremos no ponto 2.1, e porque os administradores já estão sujeitos a um regime de responsabilidades similar àquele previsto para os controladores.

provável que haja uma redefinição do conceito de controle, pelo Mercado, pela legislação ou pela CVM.

Para que se possa atribuir a qualquer acionista a condição de controlador, além da preponderância em assembleia e do poder de eleger a maioria dos administradores, a lei exige, ainda, que ele exerça efetivamente o controle para “*dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da companhia*”. Esse requisito deixa claro que o poder controle não é simbólico e que os elementos formais não terão qualquer relevância se não houver a efetiva imposição de vontade sobre a gestão social. A previsão da lei é reforçada pela definição do Regulamento do Novo Mercado, que estabelece que “*‘poder de controle’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*”.

COMPARATO (2008, p. 239), contrariamente ao que vem entendendo a maior parte da doutrina⁵⁸, sustenta que o requisito previsto na alínea “b” é dispensável nas hipóteses de controle majoritário. O autor argumenta que, ainda que o acionista titular de mais da metade do capital se abstenha de participar da condução dos negócios sociais, “*não pode arredar o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome, ou por delegação sua, o que a tanto equivale*”. Assim, independentemente de sua atuação na sociedade, o acionista titular de mais da metade das ações ordinárias estaria sujeito aos deveres e responsabilidades atribuídos ao controle, seja por ação, seja por omissão.

A posição adotada pelo autor, entretanto, não nos afigura adequada. Ao exigir o exercício efetivo do poder de controle, a lei não fez qualquer distinção entre suas modalidades. Além disso, responsabilizar o acionista majoritário por omissão significa imputar a ele o dever de comandar os negócios sociais, quando o § único do art. 116 apenas impõe poderes-deveres ao acionista controlador, que ocupa um cargo social na companhia. Este sim poderá responder, em determinados casos, por sua omissão abusiva. Não vemos, entretanto, como responsabilizar o acionista majoritário que adota uma postura passiva diante da condução dos negócios sociais.⁵⁹

⁵⁸ Exemplificativamente, podemos citar MUNHOZ (2002, pp. 339 e ss), EIZIRIK (2011, p. 388), FRAZÃO (2011, p. 80), PEREIRA (1995, p. 19), MARTINS, F. (2010, p. 403), BORBA (2010, p. 351).

⁵⁹ Para PEREIRA (1995, p. 19) e MUNHOZ (2002, p. 240), a interpretação defendida por Comparato não está amparada pela Lei. Quanto ao dever do acionista majoritário, o primeiro salienta que “deveria haver a explicitação desse dever – o que, em absoluto, não se deduz do art. 116 como está redigido” e continua “a impressão que se colhe é a de que aquele que resolver assumir o poder, que tenha em estado potencial, a este atribui a lei as funções sociais e empresariais do § único”. No mesmo sentido, MUNHOZ (2002, p. 240) conclui que “dizer que o acionista que detém mais da metade do capital tem o dever de comandar os negócios sociais, pecando por omissão, caso se mantenha passivo, não parece encontrar fundamento em nenhuma das normas da lei societária vigente”.

MUNHOZ (2002, p.240) também critica essa interpretação, sob o argumento de que admiti-la significaria desconsiderar o controle minoritário sempre que houvesse um acionista detentor de mais da metade do capital das ações com direito a voto. De fato, a provável consequência da responsabilização do acionista majoritário seria a eliminação do controle minoritário. Diante do risco a que estaria sujeito, é razoável supor que o titular de mais da metade das ações abandonaria sua conduta passiva. Apesar dos efeitos práticos referidos, a interpretação proposta por Comparato não necessariamente implica negar a possibilidade de controle com a minoria dos votos, ao contrário do que concluiu Munhoz. SALOMÃO FILHO (2008, p.69), por exemplo, sugere que, em havendo um acionista majoritário inerte e um bloco minoritário que exerce efetivamente o controle, ambos sejam considerados controladores e responsabilizados pelos abusos cometidos; o primeiro, por omissão e, o segundo, por sua conduta ativa.

Todavia, é necessário avaliar quais seriam as consequências de reconhecer-se um controle minoritário e um controle majoritário na mesma companhia. Como já examinado, a noção de controle no direito societário surge, sobretudo, para restaurar a correspondência entre poder e responsabilidade. Nos casos em que já existe um controlador minoritário, exige-se uma análise mais cuidadosa das vantagens que poderiam advir da atribuição de deveres ao titular da maioria do capital votante. Para PEREIRA (1995, p. 19), embora a posição de Comparato não encontre amparo na lei, ela é justa e, até mesmo, moralizadora, pois impõe limites à especulação. A questão, entretanto, oferece outras dificuldades. Ao atribuir a responsabilidade pelo controle aos acionistas majoritários, também há o risco de se desestimular o investimento produtivo, que deve ser igualmente considerado.

Alguns autores têm adotado uma posição intermediária. Em vez de afastar completamente a exigência do poder efetivo para o acionista majoritário, entendem que incide sobre ele uma presunção relativa de exercício do controle.⁶⁰ Provado que não o exerce, ele ficaria isento dos deveres e responsabilidades aplicáveis ao controlador. O ônus da prova, portanto, recairia sobre o acionista majoritário. PENTEADO (apud MACEDO, 2004, p.77) justifica a solução, salientando que, em determinadas hipóteses, a verificação do exercício efetivo do controle constitui “*torturante prova*”.

O estudo dos dispositivos revela que identificar o acionista controlador pode ser extremamente complexo. Em princípio, exige-se a cumulação dos três requisitos mencionados no dispositivo: a maioria dos votos em assembleia, o poder de eleger os administradores e o

⁶⁰ É o que defendem PEREIRA (1995, p. 19) e PENTEADO (apud MACEDO, 2004, p.577)

uso efetivo do poder de controle. Essa interpretação literal, contudo, deve ser vista com reservas.⁶¹ Como analisado, em determinadas hipóteses, submeter o controle a critérios excessivamente rígidos pode significar o esvaziamento das normas de responsabilidade destinadas ao acionista controlador. A configuração do controle, portanto, deve se submeter a uma análise teleológica, sempre tendo em vista o princípio da correspondência entre poder e responsabilidade.

1.3.1 As sociedades controladoras na Lei 6.404/1976

Além de definir genericamente a figura do acionista controlador, a lei tratou também da sociedade controladora no art. 243, § 2º. O dispositivo praticamente repetiu a redação do art. 116, estabelecendo que:

é controlada a sociedade, na qual, a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direito de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a preponderância nas assembléias gerais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Verifica-se que o legislador não se ateve apenas à participação direta, mas atribuiu o *status* de controladora àquela sociedade que exerce o controle em último grau, ou seja, àquela que ocupa a posição mais alta nas estruturas piramidais.

Como a definição do controle é muito semelhante à do art. 116, valem aqui as mesmas observações feitas sobre o acionista controlador. Observa-se apenas que a lei deixou de mencionar o requisito do exercício efetivo do poder, previsto na alínea “b”. PEREIRA (1995, p. 20) salienta que, em se tratando de sociedades controladoras, a exigência não faria sentido, pois elas se tornam acionistas de outras ou porque isso constitui seu objeto social ou como meio para a realização dele. Com efeito, a lei reconheceu que a participação de um investidor individual em determinada companhia é qualitativamente diversa daquela de uma sociedade empresária. Se o indivíduo pode manter-se totalmente alheio aos negócios sociais, o mesmo

⁶¹ MUNHOZ (2002, p. 251) é um dos críticos do *caput* do art. 116. Segundo o autor, “a lei brasileira parece não ter escolhido os melhores critérios para a definição do núcleo do poder de controle (...). A primeira consequência da escolha desses critérios é a exclusão dos controles externo e gerencial, a que já se aludiu anteriormente. A segunda consiste em não deixar explícito o reconhecimento do controle minoritário, que acaba sendo deduzido, implicitamente, das regras sobre quorum e maioria nas deliberações. A terceira, também já referida, é a de que o critério ‘o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia’, dependendo da interpretação adotada, peca pela redundância, o que seria o mal menor, ou exclui do conceito de controle situação que não deveria ser excluída, qual seja, a do acionista majoritário que não elege a maioria dos administradores, mas tem o poder de determinar as demais deliberações da assembléia geral”.

não se pode dizer em relação a ela.⁶² Ao tornar-se acionista de outra, a sociedade deverá praticar todos os atos necessários para que seu próprio interesse social seja satisfeito, daí decorre seu poder-dever de comandar os negócios sociais.⁶³

Essas relações de controle interssocietário forneceram o instrumento jurídico para uma nova forma de organização da empresa: os grupos de sociedades.⁶⁴ ANTUNES (2002, p. 52) explica que o conceito é utilizado em duas acepções, uma ampla e uma estrita. Na primeira, ele abrange *“todo um sector da realidade que possui no fenômeno do controle interssocietário o seu centro de gravidade”*.⁶⁵ Na segunda, a mera existência do controle não autoriza falar-se em “grupos”. Para caracterizá-los, será necessário que esse poder de controle seja *“levado às últimas conseqüências, através da subordinação das sociedades controladas a uma unidade de estratégia e de direção econômicas, definida pela sociedade controladora.”* PRADO (2006, p.108) esclarece que, em sentido estrito, os grupos identificam-se com uma forma especial do controle, que tem por parâmetro não o interesse da sociedade isolada, mas a política grupal.⁶⁶

Embora tenha admitido o controle interssocietário, a Lei das S/A apenas reconheceu os grupos de sociedade constituídos por meio de uma convenção celebrada entre sociedades controladoras e controladas, sob a forma do art. 265. Trata-se dos chamados grupos de direito, a que a lei atribui um regime jurídico excepcional, admitindo a subordinação dos interesses da sociedade controlada àqueles da controladora ou à política econômica do grupo.

⁶² Como explica ANTUNES (apud MUNHOZ 2002, p.105): “This type of corporate control is virtually different from that exercised by a single individual both in its exercise and effects (...). By contrast, the objectives of a corporate shareholder are usually strategic ones. (...). Obviously, a corporate stockholder does not put its money in the hands of another enterprise simply in order to entrust its administration to a different management pursuing alien economic goals, as happens with normal individual investors. This is not excluded in practice, of course, but remains highly improbable”.

⁶³ Para BOITEUX (1988, p.35), diferentemente do que ocorre com o acionista controlador, a detenção de mais da metade do capital social por uma sociedade induz à presunção do exercício do controle.

⁶⁴ A possibilidade de uma sociedade tornar-se sócia de outra forneceu o elemento jurídico que faltava para a segunda fase do movimento concentracionista, que tivera início na segunda metade do século XIX e que, no início, baseava-se, sobretudo, em operações de incorporação e fusão.

⁶⁵ Como sustenta PRADO (2006, p. 103), ainda que não seja suficiente para configurar os grupos, o poder de controle é o elemento comum a todos eles, independentemente da intensidade e do grau de autonomia que se dá às sociedades controladas. Para COMPARATO (2008, p.43), a melhor doutrina considera a unidade de direção e não a unidade de controle como critério de identificação geral de todos os grupos. Isso se justifica porque, além dos grupos de subordinação, caracterizados por uma relação de controle, existem os grupos de coordenação. Nestes últimos, não há relação de controle. A direção unitária se estabelece por uma transferência voluntária de competências para uma instância superior de direção, responsável pela definição da política econômica geral.

⁶⁶ À primeira vista, tem-se a impressão de que a direção unitária confunde-se com o exercício efetivo do poder de controle interssocietário. A diferença, pelo menos teoricamente, é sutil. ANTUNES (2002, p. 175) esclarece que nas relações de domínio-dependência, em que uma sociedade é titular de um instrumento de domínio, como uma participação majoritária de capital ou voto “estamos perante uma situação de controlo potencial entre empresas unissocietárias economicamente autónomas (não sendo lícito à sociedade dominante perseguir, no quadro da sociedade dependente, senão a vontade e o interesse social próprio desta). Nas relações de grupos, diferentemente, “assistimos já verdadeiramente à constituição de uma nova unidade económica-empresarial, de estrutura multissocietária, resultante da subordinação da administração de um conjunto de entes a uma direcção comum protagonizada pela sociedade dominante, à qual já será permitido perseguir, no contexto da sociedade dependente, uma vontade e interesses alheios a ela.” Na verdade, a peculiaridade dos grupos não está no exercício do controle em si, mas em sua forma. Em outras relações de controle interssocietário, ele deve obedecer aos interesses da sociedade isolada; nos grupos, o controle pode, legitimamente, perseguir interesses externos.

Nos casos em que o controle não é acompanhado por esse instrumento contratual, a lei não autoriza a subordinação e permanecem aplicáveis as regras típicas da sociedade isolada, que têm como pressuposto a existência de uma estrutura organizacional e patrimonial independentes e um interesse social próprio. A persecução de outro interesse que não aquele da companhia isolada configura abuso de controle. Aliás, a estrutura dos grupos constitui um dos instrumentos mais poderosos para a prática desses abusos, como veremos na última parte do trabalho. Foi essa constatação que justificou a abordagem, ainda que extremamente breve, do fenômeno.

O objetivo do tópico não foi propor uma interpretação única e fechada para os dispositivos que identificam o controle na Lei das S/A, mas demonstrar como a verificação dos critérios sugeridos pela legislação só podem ser avaliados de forma sistemática, considerando a função essencial do direito societário de conformar e limitar o exercício desse poder. É sobre essa função que passamos a tratar.

CAPÍTULO II

O ABUSO DO PODER DE CONTROLE

O Decreto-Lei 2.627/1940 referia-se apenas à figura do acionista majoritário, atribuindo-lhe o poder de decisão nas assembleias gerais, mas não esclarecia quais eram seus deveres. Para COMPARATO (2008, p.364), a ausência de limites legais ao exercício do controle societário era uma das mais graves lacunas de nosso ordenamento jurídico. Isso era tanto mais problemático porque os interesses em risco não eram apenas os dos acionistas minoritários das companhias. Mesmo aqueles que se recusavam a levar em consideração os interesses dos demais *stakeholders* tinham de admitir que a captação de recursos junto à poupança popular no mercado de capitais, por si só, conferia às macroempresas, organizadas sob a forma de S/A, uma conotação de interesse público.⁶⁷

Dáí dizer-se que o grande mérito da Lei 6.404/1976 foi não só ter estabelecido critérios qualitativos para a identificação do controlador como ter instituído um regime especial de responsabilidades a que estaria sujeito. A disciplina foi tão inovadora que se chegou a afirmar que ela fora a primeira do mundo a tratar sistematicamente da matéria.⁶⁸ A novidade justificava-se pela necessidade de reforçar a proteção às minorias e revitalizar nosso mercado de capitais.⁶⁹

Com efeito, o fim da ilusão da democracia acionária e a identificação de um novo centro de poder – o controle – revelaram que a responsabilização dos administradores havia se tornado insuficiente para resguardar o interesse social. Essa constatação ficou ainda mais evidente em países de alta concentração acionária em que, muitas vezes, os administradores

⁶⁷ Nas palavras de SCHMIDT (apud BULGARELLI 1998, p. 37): “Cette absence de contrôle du groupe majoritaire est d’autant plus grave que les intérêts en péril ne sont pas seulement ceux des actionnaires non majoritaires; une grande société anonyme interesse aujourd’hui l’économie générale d’un marché, et l’intérêt tant des actionnaires que des tiers commande l’organisation d’un contrôle efficace du group dirigeant”.

⁶⁸ Foi o que afirmou WALD (1984, p. 14): “A responsabilização do controlador é umas das inovações da nossa legislação que, talvez, tenha sido a primeira no mundo a tratar sistemática e minuciosamente da matéria”. Para BLOK (2010, p. 40): “A Lei das Sociedades Anônimas brasileira alinha-se entre as mais abrangentes, complexas, inovadoras e avançadas do mundo no que toca, sobretudo, à proteção das minorias (...)”.

⁶⁹ LAMY FILHO (2007, p.114) explica que: “Este foi, sem dúvida, um dos objetivos principais do anteprojeto – o fortalecimento desse mercado - imprescindível à sobrevivência da empresa privada no estágio vivido pela nossa economia. Para consegui-lo, cumpre proceder a um ajuste interno dos vários interesses que convivem na sociedade anônima, especialmente o dos empresários que lideram a empresa, e o da minoria, que precisa ser protegida mediante regras definidas e equitativas, de forma a sentir-se suficientemente estimulada a participar do jogo empresarial.”. Como reforça VILELA (p.61): “O conjunto de medidas governamentais e institucionais pode contribuir de forma decisiva para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando um círculo virtuoso onde a crescente proteção aos investidores poderá torná-los mais seguros de que irão usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores. Essa percepção é importante, porque aumenta sua disposição para pagar mais pelas ações e diminui o custo de capital das empresas, permitindo que as companhias passem a utilizar o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização.”

constituem meros *longa manus* do controlador.⁷⁰ Não é sem razão que COMPARATO (2008, p.435) aponta que “*a antiga vinculação entre responsabilidade e gestão transmudou-se numa relação entre responsabilidade e poder de controle*”.

A possibilidade de abuso dos controladores fez com que os deveres fiduciários, antes aplicáveis apenas aos administradores, passassem a ser estendidos a eles.⁷¹ SALOMÃO FILHO (2006, p.170) salienta que, no Brasil, o controlador é o administrador por excelência do patrimônio alheio, portanto, é natural que a lei limite o exercício de sua função por meio de deveres fiduciários. Na Lei das S/A, eles aparecem, sobretudo, em três dispositivos: no art. 116, cláusula geral que condiciona o exercício do poder de controle à função social da empresa; no art. 115, que regula o conflito de interesses e no art. 117, que estabelece um princípio geral de vedação ao abuso de controle e traz um rol exemplificativo de condutas proibidas.

Antes de analisar em detalhes a responsabilidade do controlador é importante entender como o poder de controle se estrutura nas companhias brasileiras e os problemas daí decorrentes. Como aponta SALOMÃO FILHO (2006, p. 169): “*Seria incorreto e inútil tentar explicar o significado e extensão dos deveres fiduciários do controlador no direito brasileiro sem antes conhecer a realidade circundante*”.

2.1. A estrutura de capital acionário nas companhias brasileiras e os conflitos de agência

Nas sociedades anônimas, há uma típica relação de agência, cujo fundamento é a dissociação em maior ou menor grau entre propriedade e controle.⁷² Essa relação surge quando um ou mais indivíduos, denominados *principals*, contratam outra pessoa, o *agent*,

⁷⁰ Como aponta GUERREIRO (1984, p. 75): “fácil é de perceber que, do ângulo sociológico, o poder de controle se projeta para além do foro assemblear, impondo-se sobre a administração como uma força coativa de caráter permanente, condicionando a gestão dos administradores-eleitos”.

⁷¹ Mesmo no direito norte-americano que, como veremos adiante, sempre se caracterizou pelos conflitos entre administradores e acionistas, houve a extensão dos deveres fiduciários aos controladores. HENN e ALEXANDER, autores citados por ZANINI (1998, p. 141), sustentam que: “Management is the collective term used to refer to directors and officers and possibly other policy-makers – the ‘technostructure’ of the modern corporation. In the broad sense of the term, controlling shareholders might also be covered by such reference. In any event, controlling shareholders are subject to duties akin to duties imposed on directors and officers”. Em sentido semelhante LAMY FILHO (1980, p.63), cita um comentário de Fletcher sobre uma decisão da Suprema Corte norte-americana, em que ela declarou que: “a maioria tem o direito de controle, mas ao exercê-lo assume uma relação fiduciária para com a minoria, tanto quanto a própria sociedade ou seus administradores. A responsabilidade do acionista dominante, ou controlador, ou grupo de acionistas, para com a minoria é a mesma do diretor da sociedade para com o acionista”. (tradução de LAMY FILHO).

⁷² Como explicam JENSEN e MECKLING (1976, p.6) a dissociação entre propriedade e controle é um clássico problema de agência: “Since the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the ‘separation of ownership and control’ in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency.”

para a realização de serviços, outorgando-lhe a autoridade necessária para que possa tomar as decisões em seu nome e interesse. (JENSEN e MECKLING, 1976, p.6).⁷³

Admitindo-se, tal como postula a economia, que cada indivíduo age para maximizar seu interesse pessoal é razoável imaginar que *o agent* nem sempre tomará as decisões mais adequadas para satisfazer os objetivos do *principal*. Essa constatação fundamenta o “problema de agência”⁷⁴. Nas sociedades anônimas, KRAAKMAN *et al* (2009, p. 35) e ss) identificam três conflitos principais a que os economistas têm dado o nome de “problema de agência”: aqueles entre administradores (*agents*) e a comunhão acionária (*principal*); entre controladores (*agents*) e minoritários (*principals*), e entre acionistas (*agents*) e outros grupos cujos interesses são afetados pela empresa (*principals*).⁷⁵

Se para a economia a relação de agência é especialmente relevante em razão dos custos que ela gera, no direito societário, para além disso, o debate apresenta um aspecto valorativo importante. O alinhamento entre *agents* e *principals* assegura a proteção aos minoritários, à economia popular e à função social da empresa, de forma que um dos principais objetivos da Lei das S/A é exatamente o controle desses conflitos.⁷⁶ Como explica MACEDO (2000, p. 176), as regras que proíbem o abuso de poder do controlador e reforçam os direitos da minoria “visam simplesmente à correção da potencial e natural refração decisória ocasionada pela separação entre propriedade e controle”.⁷⁷

Em geral, os acionistas têm interesse em que a sociedade proporcione um lucro compatível com o grau de risco assumido e em que ele seja distribuído na maior proporção possível, sem que isso represente um prejuízo à própria companhia. Já os interesses do controle não são fáceis de identificar. Como advertem BERLE e MEANS (1984, p.125), se admitirmos que o controle é exercido em função do desejo de lucro pessoal, será forçoso reconhecer que o interesse do controlador é diferente e, muitas vezes, radicalmente oposto àquele dos proprietários. O conflito aumenta à medida que a participação social do

⁷³ O contrato de *agency* equipara-se ao mandato no *civil law*. No direito norte-americano, os diretores das sociedades anônimas são considerados mandatários da companhia.

⁷⁴ KRAAKMAN *et al* (2009, p. 36) esclarecem: “the problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest”.

⁷⁵ Parte da doutrina entende que apenas os conflitos entre administradores e acionistas podem ser classificados como “conflitos de agência”. É o que sustenta, por exemplo, RIBEIRO, M. N (2007,p.56): “O conflito nas companhias brasileiras não é de agência, pois tem como protagonistas os acionistas controladores de um lado, e os não controladores e demais interessados do outro”. Adotamos um conceito mais amplo de “conflitos de agência”, tal como defendido por Kraakman.

⁷⁶ KRAAKMAN *et al* (2009, p. 35) identificam duas funções gerais para as leis que regulam as sociedades anônimas: “First, it establishes the structure of the corporate form as well as ancillary housekeeping rule necessary to support this structure; second, it attempts to control conflicts of interest among corporate constituencies, including those between corporate ‘insiders’, such as controlling shareholders and top managers, between corporate ‘outsiders’, such as minority shareholders or creditors.”.

⁷⁷ SALOMÃO FILHO (2002, p.68) explica que “por trás da expressão aparentemente técnica - *agency costs* - está uma questão muito óbvia. Trata-se da preocupação em controlar a atuação dos administradores. No direito societário, essa tarefa é, tradicionalmente, atribuída aos deveres fiduciários.”.

controlador diminui, podendo alcançar um nível em que será mais vantajoso perseguir seus interesses pessoais, ainda que em detrimento da sociedade.

Em contextos de pulverização acionária, de que são exemplos os Estados Unidos e, em menor medida, o Reino Unido, a dissociação atinge seu grau máximo, pois o centro do poder desloca-se para os administradores. Como sua compensação, em regra, não está vinculada ao desempenho das companhias, o risco de que os administradores busquem vantagens pessoais em vez de promoverem os interesses dos acionistas será maior. Some-se a isso o fato de que, como cada acionista é titular de uma parte ínfima do capital, não tem condições nem incentivos para fiscalizar a conduta dos administradores. Com efeito, o minoritário teria de arcar com a totalidade dos custos decorrentes da fiscalização, enquanto os benefícios dela advindos seriam repartidos entre todos os acionistas inertes, os *free riders*.

No Brasil, assim como na Europa continental⁷⁸, predominam estruturas de controle muito concentrado. Uma pesquisa da OCDE de 2003 indicava que mais da metade (51%) das ações das 459 S/As abertas eram titularizadas por um único acionista e 65% pertenciam aos três maiores acionistas.⁷⁹ Em 2001, um relatório da MCKINSEY & Company já havia apontado as principais características das companhias brasileiras: alto índice de emissão de ações preferenciais sem direito a voto; grande concentração de ações ordinárias sob a propriedade do acionista controlador; forte presença de controle familiar ou compartilhado entre poucos acionistas; alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho de administração representando os interesses dos acionistas controladores e acionistas minoritários pouco ativos.

Os segmentos especiais de listagem criados pela BOVESPA (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) têm contribuído para o aumento da dispersão acionária.⁸⁰ Baseando-se no IAN (Informativo Anual) de 2007, GORGA (2009) analisou 339 companhias. Dentre as 92 listadas no Novo Mercado, ela verificou que 65 não apresentavam controlador majoritário. Quando considerados os acordos de acionistas, entretanto, esse número caiu para 45

⁷⁸ ABREU (2010, p.16) comparou a estrutura do mercado de capitais da Europa continental com a dos EUA: “é menos (em termos absolutos e relativos) o número das sociedades cotadas; a propriedade accionaria está muito mais concentrada, há na maioria das grandes sociedades accionistas controladores; os investidores institucionais possuem percentagem de acções cotadas assaz menor do que no RU ou nos EUA”.

⁷⁹ A pesquisa foi citada por SALOMÃO FILHO (2002, p. 63). O autor ressaltou que os dados, provavelmente, subestimam a concentração acionária no Brasil, pois as empresas da amostra, por serem maiores, tendem a ser menos concentradas e porque, provavelmente, os três maiores acionistas formam parte do mesmo grupo econômico.

⁸⁰ Houve, de fato, algumas modificações importantes que, se não alteraram a estrutura ainda predominantemente concentrada do mercado acionário brasileiro, deram alguns passos para a dispersão. Como resume GORGA (2009, p. 8), “The number of listed companies in the Sao Paulo Stock Exchange (Bovespa) has risen; firms are adhering to higher standards of corporate governance through migration to Bovespa's special listing segments; the number of Initial Public Offerings (ÍPOs) has increased tremendously; the stock market has seen the first attempt of a hostile takeover in thirty years; companies have been selling control in the Market, and anti-takeover defenses are being incorporated into companies' bylaws”.

(48,91%). A análise, incluindo as companhias com e sem controle definido, revelou ainda que o maior acionista era, em média, titular de 36,39% das ações contra 65,5% no segmento tradicional.⁸¹ Os dados demonstram que, embora o grau de dispersão seja consideravelmente maior no Novo Mercado, a concentração acionária ainda predomina no Brasil. Mesmo nos segmentos especiais de listagem, a maioria das companhias apresenta controle majoritário.

É importante notar que o controle concentrado não afasta a possibilidade de um alto grau de separação entre a propriedade e o controle. Como as S/As podem emitir ações preferenciais, o controlador pode deter a maioria das ações votantes e ser titular de uma parcela bem menor do capital.⁸² Até 2001, a lei facultava às S/As a emissão de 2/3 de ações preferenciais. Bastava, portanto, que um acionista detivesse pouco mais de 16,6% do capital social para que se tornasse o controlador majoritário da companhia. A lei 10.303/2001 alterou esse percentual para 50%⁸³, mas a regra só foi aplicada às novas companhias ou àquelas que ainda não haviam aberto seu capital.⁸⁴ A separação pode decorrer ainda do uso de estruturas piramidais. Como revela GORGA (2009) a utilização desses dois mecanismos é extremamente comum no mercado brasileiro: das 339 companhias analisadas, 86% utilizavam estruturas piramidais ou emitiam ações sem direito a voto.⁸⁵

A situação é até mais preocupante que a do controle gerencial, pois a dissociação não vem acompanhada da instabilidade no poder. Com efeito, a emissão de ações preferenciais

⁸¹ A autora concluiu ainda que os demais segmentos continuam sendo caracterizados pelo tradicional grau de concentração acionária. Analisando o nível 2, das 20 companhias listadas, 14 (70%) apresentavam controle majoritário se desconsiderados os acordos. Tomando em conta os acordos, esse número subiu para 18 (90%). O maior acionista tinha, em média, 64,69% das ações votantes. No nível 1, das 44 companhias analisadas, quase 71% (31 companhias) apresentava controle majoritário. Considerando os acordos, o percentual foi para mais de 93% (41 companhias). Em todas elas, o maior acionista tinha, em média, 63,14% das ações votantes. No segmento tradicional, 72,67% (133 companhias) apresentavam controlador majoritário. Analisando as 183 companhias listadas nesse segmento, verificou-se que o maior acionista tinha, em média 65,5% das ações votantes, os três maiores e os cinco maiores tinham, respectivamente, 81,64% e 85,19%.

⁸² GORGA (2009), na mesma pesquisa referida anteriormente, concluiu que, em 2006, nas companhias listadas no Nível 2, o maior acionista tinha 42,11% do capital total, 64,79% das ações votantes e 18,72% das ações preferenciais. A divergência era ainda mais proeminente nas companhias listadas no Nível 1, em que o maior acionista tinha, em média, 33,4% do capital total, 63,14% das ações com direito a voto e 7,12% das ações sem voto. No segmento tradicional, o maior acionista tinha, em média, 49,23% do capital total, 65,5% do capital votante e 22,65% das ações sem direito a voto.

⁸³ COELHO (2009, p.290) lembra que o limite máximo se refere ao número de ações emitidas e não ao capital social. De fato, a doutrina usualmente costuma dizer que a nova lei limitou o número de preferenciais a 50% do capital social, mas a afirmação não é exata. Como recorda o autor, se ações preferenciais forem emitidas por valor mais alto do que o das ordinárias, embora limitadas a 50%, elas poderão representar mais da metade do capital social. Em alguns países, notadamente na Alemanha e na Suíça, como aponta RIBEIRO, R. V., (2009, p. 190), o voto é proporcional ao valor nominal das ações.

⁸⁴ GORGA (2004, p. 310) explica que, embora a reforma da Lei das S/A tenha pretendido fortalecer o mercado de capitais, reforçando os direitos dos minoritários e incorporando boas práticas de governança corporativa à legislação, ela ficou muito aquém da proposta original. Aspectos cruciais foram deixados de lado em razão do *lobby* promovido pelos controladores e da cultura que lhes deu suporte. Uma das críticas à lei 10.303/2001 é que a redução do percentual de ações preferenciais não atingiu as companhias já existentes, que continuaram podendo emití-las até atingir 2/3 do número de ações..

⁸⁵ Vale reproduzir alguns dados obtidos por GORGA (2009): “Out of the whole sample of companies with available information (339), 163 companies make use of both pyramidal structures and non-voting shares. Sixty-seven companies adopt pyramidal structures and sixty-two companies adopt non-voting shares. Approximately 69% of the sampled companies have non-voting shares, and 66% have pyramidal structures”.

permite que o acionista possa conjugar o controle majoritário estável⁸⁶ com uma participação, proporcionalmente, pouco relevante. Não é sem razão que a regra uma ação/um voto tem sido considerada um importante mecanismo de governança corporativa⁸⁷ (MACEDO, 2000, p.176).

À primeira vista, poderíamos chegar à conclusão de que a estrutura de capital brasileira, desde que não utilizados os mecanismos citados acima, promoveria um maior alinhamento entre os interesses do controle e dos acionistas, pois a presença de um controlador forte poderia mitigar o problema do *free rider* e reforçar a fiscalização dos administradores. De fato, nas companhias brasileiras, o poder dos administradores é muito reduzido; na prática, muitas vezes, eles atuam como meros prepostos daqueles que os elegeram, limitando-se a reproduzir suas ordens.

Todavia, a constatação revela outro risco: o de que os acionistas majoritários, auxiliados pelos órgãos de administração, passem a atuar em benefício próprio e em detrimento da minoria e do interesse social. Com efeito, se, no direito societário norte-americano, o foco é no problema de agência entre os administradores e a comunhão de acionistas, em mercados de estrutura acionária concentrada, como o brasileiro, o conflito central terá como protagonistas o acionista controlador e os minoritários.⁸⁸ Neste contexto, a função principal da lei das S/A será estabelecer limites ao poder do controlador, evitando que ele possa extrair “benefícios privados do poder de controle”.

Na literatura econômica, a expressão identifica todos os benefícios obtidos pelo controlador que não são repartidos entre os minoritários.⁸⁹ Usualmente, os autores costumam identificá-los com: a) hipóteses de *self-dealing*, ou seja, transações realizadas com a companhia controlada tendo por contraparte o controlador; b) salários mais altos, nos casos

⁸⁶ Adotamos aqui a classificação do controle proposta por MACEDO (2000). Em vez da clássica nomenclatura “controle majoritário e controle minoritário”, ele prefere falar em “controle majoritário estável e majoritário não instável”, respectivamente, já que ambos pressupõem a maioria nas assembleias gerais.

⁸⁷ O Regulamento do Novo Mercado apenas admite S/As cujo capital seja constituído unicamente por ações ordinárias.

⁸⁸ MUNHOZ (2009, pp. 123) critica a doutrina brasileira por pretender importar modelos do direito norte-americano sem se atentar para as diferenças fundamentais que existem entre os dois sistemas. Vale reproduzir suas considerações: “não faltaram autores a apontar essa diferença entre os sistemas americano e brasileiro, mas, curiosamente, poucos aprofundaram seus estudos sobre os problemas específicos dos sistemas de controle concentrado e as soluções adequadas que o direito societário lhe deve endereçar. Assim, nos mais diversos aspectos do direito societário, a tendência dominante tem sido importar princípios e padrões do direito norte americano “. Para o autor, uma das principais distinções que deveria ser considerada pela doutrina é que, ao contrário do que ocorre nas companhias com controle diluído, em um sistema com controlador forte não é possível aquisições hostis do poder de controle. Assim, “uma companhia cronicamente mal gerida não encontra a pressão do mercado consistente na possibilidade da aquisição de seu controle por um terceiro. O controlador pode manter seu poder de comandar a empresa, ainda que seus resultados fiquem muito aquém do esperado pelos demais acionistas”.

⁸⁹ DYCK e ZINGALES (2001, p. 6) explicam o que significam esses benefícios privados: “the theoretical literature often identifies private benefits of control as the “psychic” value some shareholders attribute simply to being in control. Although this is certainly a factor in some cases, it is hard to justify multimillion dollars premia with the pure pleasure of command” e concluem que (p.1) “a controller shareholder can obtain some benefits that are not shared by other shareholders (the so called private benefits of control).”.

em que o controlador também ocupa cargos de administração; c) operações de diluição dos minoritários; d) desvio de recursos para a manutenção de gastos privados; e) utilização dos bens da companhia como garantia de débitos pessoais; f) *insider trading*; g) oportunidades comerciais descobertas em razão do exercício do controle; h) prêmio do controle decorrente de sua alienação; i) possibilidade de tomar decisões estratégicas e de escolher a política empresarial, etc. Parte da doutrina refere-se, ainda, aos benefícios não pecuniários do controle, relacionados aos aspectos psíquicos de seu exercício, notadamente, seu valor social e político.

Como revela GILSON (2005, p.3), tornou-se comum na doutrina, a partir dos estudos de La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny, a constatação de que regimes com controle concentrado persistem apenas em países em que a proteção aos investidores minoritários é pequena e em que a lei não é capaz de limitar os benefícios privados do poder de controle. A justificativa é que quando o controle garante vantagens pessoais, o controlador não terá incentivos para diluí-lo, já que, além de ter de abrir mão de seus privilégios, corre o risco de que, ao assumir a posição de minoritário, o adquirente do controle passe a expropriá-lo.⁹⁰ Essa conclusão passou a justificar a preferência clara dos autores por estruturas de controle diluído. A afirmação de SALOMÃO FILHO (2006, p. 67) ilustra o ponto: “*também para a capitalização das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais a diluição acionária é fundamental*”.

DICKY e ZINGALES (2001) calcularam o valor dos benefícios privados do poder de controle em 49 países, analisando a diferença entre o preço pago por cada ação pelo adquirente do controle e o preço da ação no mercado depois do anúncio da operação. Baseados em 412 alienações realizadas entre 1990 e 2000, os autores concluíram que o prêmio pago pelo controle e, portanto, seus benefícios privados, são menores quando: os padrões contábeis são melhores, quando há maior proteção legal aos minoritários e quando há instituições mais eficientes para aplicar essas normas.⁹¹ Apontaram ainda que, em países com

⁹⁰Como salientam DICKY e ZINGALES (2001, p. 24): “In countries where a controlling party can appropriate a larger share of the value of a company, entrepreneurs will be more reluctant to take their companies go public. If they sell a minority position outside investors will be willing to pay less for it than is currently worth it to the entrepreneur, because they factor in the possibility”.

⁹¹ COFFEE (2001, pp. 5 e ss) adverte que, embora a importância da proteção legal aos minoritários seja inegável, ela não explica totalmente a diferença entre os benefícios privados do poder de controle nos países. A conclusão encontrou amparo, sobretudo, no valor médio do prêmio de controle na Escandinávia, muito inferior aos da França e da Alemanha, embora os três países apresentassem legislação muito semelhante. Uma série de comparações levou o autor a concluir que as normas sociais podem ser decisivas para a estrutura do mercado acionário. Entretanto, quando o ambiente legal e os valores culturais não prestigiam o tratamento equitativo dos acionistas, é essencial, para aumentar o valor das ações, que as companhias criem um sinal que dê credibilidade aos investidores de que os controladores não irão expropriar os minoritários. Aliás, esse parece ter sido exatamente o motivo que inspirou a criação dos segmentos especiais de listagem pela Bovespa.

maior concentração acionária, tal como sugerido por La Porta, esses benefícios são maiores. Aliás, o valor mais alto de toda a amostra foi encontrado no Brasil: 65% do *equity value*.⁹²

Importante notar que, ao contrário do que pode transparecer, não é propriamente a estrutura concentrada que explica os benefícios privados do poder de controle. Na verdade, como esclarece GILSON (2005), em vez da clássica e dicotômica distinção entre sistemas de controle diluído e de controle concentrado, seria mais apropriado falar em sistemas com leis funcionais boas e com leis funcionais ruins. Países incluídos na primeira categoria podem ter companhias com alta dispersão acionária e companhias com controladores fortes. Segundo o autor, isso se explica porque o controle concentrado pode ser eficiente a depender do nível de proteção assegurado aos minoritários e da capacidade da lei de restringir os benefícios privados do controle.

Quando a proteção aos minoritários é maior, o mercado tende, de fato, à diluição, pois o controlador terá menos resistência a pulverizar a companhia, já que se um terceiro assumir o controle, não poderá extrair benefícios privados em detrimento de seus interesses.⁹³ Some-se a isso o fato de que a minoria estará disposta a pagar mais pelas ações, pois os riscos de expropriação serão menores. Não necessariamente, entretanto, todas as companhias serão pulverizadas. Vários fatores podem explicar a manutenção do controle concentrado, sobretudo a extração de benefícios não pecuniários do poder de controle que, se não representam nenhum prejuízo à minoria, podem constituir importantes vantagens políticas e sociais para o controlador.

Quando os custos da manutenção desses benefícios são inferiores ao custo de monitoramento dos administradores, os minoritários irão preferir a presença de um controlador forte.⁹⁴ Daí a conclusão de MUNHOZ (2009, p.137) de que, em vez de simplesmente eliminar os benefícios particulares para transformar a estrutura das companhias, “*deve-se, antes, buscar a limitação do poder do controlador de extrair benefícios privados particulares a um ponto ótimo*”.

⁹² Como informa GORGA (2009, p.314): “O resultado obtido por Dyck e Zingales (2002) contrasta com o de Nenova (2000). Usando uma amostra de 661 sociedades com ações de duas classes (com direito a voto e sem direito a voto) em 18 países, em 1997, a pesquisadora demonstrou que o valor do controle no Brasil situa-se na casa de 16% a 32% do valor da firma”. Os autores explicam que a divergência pode estar relacionada à amostra utilizada.

⁹³ Como explicam ALLEN e FRANCO (2005, p. 558): “Uma característica extremamente importante dos sistemas centrados no mercado de capitais [sistemas diluídos] é o fato de que, neles, o benefício da diversificação de risco tenderá a estar à disposição do capital acionário a um baixo custo”.

⁹⁴ É o que sustenta GILSON (2005, p. 6), como se depreende deste trecho: “The legal rule governing private benefits of control in operating a company in effect sets limits on the price of monitoring by a controlling shareholder. If these limits are effective, the presence of a controlling shareholder is beneficial to the non controlling shareholders: the reduction in managerial agency costs exceed the level of private benefits”.

A referência “ao ponto ótimo”, como o próprio autor assume, é extremamente genérica e, ousaríamos dizer, até um pouco ilusória, dada, praticamente, a impossibilidade de se chegar a uma resposta concreta. O mais importante é deixar claro que a pulverização não é propriamente um fim, mas uma consequência da redução dos benefícios privados do controle, até porque a existência de um controlador forte pode representar um *trade off* em relação aos sistemas de controle diluído.⁹⁵

SALOMÃO FILHO (2006, p. 79), apesar de defender a superioridade dos mercados pulverizados, salienta que o maior problema do mercado de capitais brasileiro não é a concentração de ações, mas a concentração de poderes em torno do controlador. O autor reconhece que condicionantes estruturais e regulatórias podem impedir que a dispersão acionária ocorra. O papel do direito, diante disso, não será tentar transformar à força a forma das relações de controle, mas criar mecanismos com função equivalente ao controle diluído. É esse o papel dos deveres fiduciários⁹⁶, a que dedicaremos as próximas páginas deste trabalho.

2.2. Os deveres fiduciários do controlador

2.2.1. A ampliação do interesse social e sua repercussão sobre o dever de lealdade do controlador

O interesse social é um dos elementos fundamentais na definição do abuso do poder de controle; é ele que determina se o exercício do controle será ou não legítimo. Assim, qualquer trabalho que pretenda enfrentar o tema, não pode deixar de fazer referência a essa noção.⁹⁷ Trata-se de umas das discussões mais antigas no direito societário, mas nem por isso menos tormentosa. A análise torna-se especialmente relevante em face do art. 116, § único, cláusula geral que condiciona o exercício do controle ao atendimento da função social da empresa e impõe uma nova interpretação para o dever de agir no interesse da companhia.

⁹⁵ Ancorado nas lições de Mark J. Roe, NUNES (2007, p. 30) conclui que: “há vantagens na adoção da estrutura de controle concentrado/centralizado, desconstruindo o mito até então existente de que o Brasil jamais poderia ter um mercado acionário desenvolvido enquanto a estrutura das companhias fosse centralizada/concentrada, a permitir sempre, mandos e desmandos por parte daquele ser “maligno” e “sempre o suspeito da vez” chamado acionista controlador.

⁹⁶ Obviamente, não se pode esquecer o papel da autorregulação na redução desses benefícios particulares. Duas regras previstas no Regulamento do Novo Mercado tiveram um impacto significativo nessa tarefa: a proibição à emissão de ações preferenciais e a extensão da oferta pública obrigatória a todos os acionistas quando houver alienação de controle.

⁹⁷ Vale reproduzir a lição de PAILUSSEAU (1967, p. 173): “la confomité des actes des gestions à l’intérêt social constitue, em effet, l’un des critères de la validité de ces actes. L’abus de droit et l’abus de pouvoir ne sont appréciés que par référence à l’intérêt de la société. Les actes qui le contraignent peuvent être annulés alors que ceux qui lui sont conformes sont valables. (...). Mais les difficultés sont grande car l’intérêt social peut être entendu dans sens assez différents suivant la conception que l’on peut avoir de la société”.

Durante muito tempo, entendeu-se que o interesse social correspondia ao interesse dos próprios acionistas.⁹⁸ Essa visão contratualista encontrou amparo no excesso de individualismo e racionalismo que caracterizaram o Estado Liberal. Como se sabe, durante o período, os direitos subjetivos constituíam verdadeiras imunidades em relação ao Estado, cuja função limitava-se a assegurar as liberdades formais. A interferência estatal na economia era considerada dispensável e, mesmo indesejada, em face da crença no equilíbrio natural do mercado. Ademais, as preocupações sociais e éticas do direito haviam perdido espaço para a racionalidade econômica⁹⁹ e o direito privado ocupava o centro do ordenamento.

Nesse contexto, não é de se estranhar que as sociedades anônimas fossem vistas como verdadeiras propriedades dos sócios. Imune a qualquer preocupação social e livre da intromissão do Estado, a assembleia geral detinha poderes praticamente ilimitados. O interesse social assim como a organização interna das companhias eram livremente definidos pelos controladores.¹⁰⁰ Sendo os sócios os únicos beneficiários da sociedade, aos gestores cabia atuar exclusivamente em seu interesse, pautando sua conduta pela maximização dos lucros.

Ressalte-se que o predomínio do contratualismo não afastava completamente as discussões sobre abuso. Como esclarece FRAZÃO (2011, p. 287), mesmo no auge do liberalismo do século XIX, a existência do dever de agir no interesse da companhia já apresentava dois desdobramentos importantes: evitar que os interesses dos gestores pudessem preponderar sobre os interesses dos acionistas e vincular a obtenção de lucros à realização do objeto social. Com efeito, a doutrina contratualista clássica entende que o interesse social não se confunde com o interesse da maioria nem com a soma dos interesses individuais dos sócios, mas corresponde ao interesse dos sócios como tais, ou seja, o típico interesse *uti socii*.

⁹⁸ O entendimento, como explica SALOMÃO FILHO (2008, p. 330) foi influenciado pela teoria da ficção, formulada por Savigny: “O artificialismo reconhecido por Savigny e adotado por Kelsen nada mais é do que uma consequência da concepção, não expressamente declarada, da sociedade como um ente capaz de atribuir personalidade jurídica ao interesse dos sócios como um conjunto. Esse conceito de pessoa jurídica é o que melhor se coaduna com os princípios contratualistas de direito societário”.

⁹⁹ COMPARATO (2008, p.20).explica por que a racionalidade econômica exerceu tanta influência sobre o direito: “é certamente o autocentrismo do positivismo aliado à sua exacerbada racionalidade que permite ver no direito instrumento para objetivos econômicos. (...) Repita-se, para uma mente positivista, a discussão “científica” a respeito de métodos interpretativos, que proponha uma finalidade pré-jurídica (como a eficiência), que possa por sua generalidade ser identificada em qualquer norma e que seja capaz de deixar intacto o autocentrismo do jurista e o cerne da teoria positivista a respeito das formas possíveis de produção legislativa, mais do que aceitável, é até bem-vinda. Ora, em um quadro assim descrito é fácil entender o porquê da aceitação do poder econômico”.

¹⁰⁰ SALOMÃO FILHO (2008, p.37) explica que, após a Revolução Industrial, “a sociedade passa a ser vista como coisa dos sócios. É o que prevê, por exemplo, o Code de Commerce Francês de 1807, ao estabelecer, entre os seus princípios, a absoluta autonomia da Assembleia Geral para definir o interesse social e a organização societária. Essa característica perdurará por toda a primeira metade do século XIX talvez uma das fases mais individualistas de todo o direito societário. Trata-se de um período de extremado contratualismo em matéria de sociedades anônimas, que praticamente não se repetirá na história e que permite aos controladores definir livremente não só o interesse social, mas a própria organização societária interna”.

Assim, eventuais interesses coletivos de que os sócios também pudessem ser titulares, mas estranhos à sociedade, eram considerados extrassociais. A tutela, entretanto, ficava restrita aos acionistas.

No direito norte-americano, a preocupação exclusiva com os sócios ficou consignada no conhecido precedente *Dodge vs. Ford Motor Co.* Apesar dos lucros extraordinários obtidos no período, Henry Ford anunciou que não seriam distribuídos dividendos especiais, pois pretendia investir o restante do lucro na companhia, sob o argumento de que o autofinanciamento levaria à redução de preços e ampliaria a produção, beneficiando consumidores e futuros empregados. A Suprema Corte de Michigan rejeitou as justificativas de Henry Ford e determinou que a receita extra fosse distribuída, ressaltando que as companhias são organizadas e mantidas originalmente para o lucro de seus acionistas e que os poderes dos administradores deveriam ser empregados para esse fim. (TEUBNER, 1985, p.152).

Todavia, a dimensão extraordinária alcançada pelas macroempresas, proporcionada pela socialização dos riscos e do investimento e pela concentração empresarial, deixou claro que elas não se encaixavam mais no modelo liberal de propriedade.¹⁰¹ O poder econômico e social dessas sociedades ultrapassava em muito a esfera privada de seus acionistas. Não é sem razão que alguns autores chegaram mesmo a assinalar que elas haviam se tornado tão ou mais importantes do que os Estados soberanos.¹⁰² Diante disso, não podiam mais ser tratadas apenas como uma instituição para a autossatisfação e autorrealização de seus acionistas.¹⁰³ Esse poder empresarial extraordinário tinha de vir necessariamente acompanhado da correspondente responsabilidade social.

A constatação ganhou ênfase na passagem para o Estado Social, em que os valores éticos e morais foram resgatados, inclusive para acentuar o papel do direito privado na promoção da justiça social. Os direitos subjetivos passaram a ser entendidos não mais como

¹⁰¹ DODD apud BECHT *et al* (2002, p.6): “This truth should gain ground because of its very obviousness. There are firms that employ hundreds of thousands of people, whose added value surpasses the GDP of the world’s poorest countries, and whose strategies directly affect the lives of millions of people. How can one still claim that such entities are objects of ownership?”.

¹⁰² Foi o que sustentou WALD (1984, p.11): “A nova dimensão das multinacionais ou das maiores companhias estatais importou em criar uma nova unidade no sistema político, econômico e social, pelo simples fato de se tratar de entidades que, pelo seu tamanho, pelos seus valores faturados e pela diversificação de suas atividades atingiram e ultrapassaram, em alguns casos, a importância dos próprios estados soberanos para utilizar a expressão do jornalista Anthony Sampson”. Já em 1932, na primeira edição de seu livro, BERLE (1984, p.3) apontava a importância das sociedades anônimas: “Tendo crescido em proporções gigantescas, pode-se dizer que desenvolveu um ‘ sistema acionário ‘ – assim como houve um sistema feudal – que atraiu para si uma combinação de atributos e poderes, e atingiu um grau de proeminência que lhe dá o direito de ser considerada uma das principais instituições sociais”.

¹⁰³ Essa é a conclusão de TEUBNER (1985, p. 157) “Putting it quite bundly, a corporate enterprise does not exist simply as a self-serving and self-realizing institution for the unique benefit of its shareholders and workers, but rather exists, above all, to fulfill a broader role in society”.

imunidades em relação ao Estado, mas como relações intersubjetivas, a cujos titulares foram atribuídos deveres, corolários de seu compromisso com o bem estar comum. A função social da propriedade foi expressamente acolhida ainda no início do século XX pela Constituição de Weimar, que, além de instituir limites ao poder do proprietário, imputou-lhe obrigações positivas.¹⁰⁴

No direito societário, como explica SALOMÃO FILHO (2003, p. 76), as insuficiências do individualismo se traduziram nas críticas ao modelo contratualista. Como alternativa, surgiu o institucionalismo que, em linhas gerais, concebe a sociedade como sujeito de um interesse próprio, autônomo, que transcende o interesse comum dos sócios.¹⁰⁵ O interesse social passa a ser identificado com o interesse da empresa.

A primeira teoria institucionalista surge após a Primeira Guerra Mundial na Alemanha¹⁰⁶, sob a influência de W. Rathenau. A teoria da empresa em si (*Unternehmen an sich*), como ficou conhecida, apresentava um acentuado caráter publicista e defendia a existência de um interesse próprio da empresa, identificado com sua maior eficiência produtiva. Rathenau constatou que as grandes empresas exerciam um papel fundamental na economia coletiva e no desenvolvimento do país, que enfrentava uma grave crise financeira, de forma que os administradores e controladores deveriam priorizar o interesse público sobre o interesse dos acionistas, promovendo a eficiência produtiva. (RIBEIRO, R. V, 2009, p. 105). Essa orientação, como explica ABREU (1983, p. 109), teve dois desdobramentos importantes: desenvolveram-se fortes políticas de autofinanciamento e os poderes de gestão foram centralizados na administração, vista como órgão neutro na defesa do interesse social.

A teoria entrou em crise a partir de 1950¹⁰⁷ e foi substituída pelo “institucionalismo integracionista”. O interesse social abandonou sua exagerada conotação pública e passou a ser

¹⁰⁴ Como esclarece COMPARATO (1995, p.33), a norma, repetida pela Constituição da República Federal da Alemanha de 1949, “tem, indubitavelmente, o sentido de uma imposição de deveres positivos ao proprietário. (...). A doutrina germânica, no entanto, não conseguiu extrair uma aplicação prática do princípio constitucional”.

¹⁰⁵ FRAZÃO (2011, pp.120 e ss) explica que as novas reflexões sobre a personalidade jurídica e sobre a empresa a partir do final do século XIX criaram o ambiente propício para uma nova visão de interesse social. O desenvolvimento da teoria da realidade técnica e a teoria institucionalista demonstraram que a personalidade jurídica só se justificaria para a criação de uma organização para a busca de um fim coletivo socialmente relevante e para a manifestação de uma vontade coletiva distinta da vontade individual de seus sócios.

¹⁰⁶ A teoria da empresa em si foi acolhida pela legislação alemã de 1937, cujo § 70 determinava: “a diretoria da sociedade, na conduta dos negócios sociais, deve tender à realização do bem da empresa e de seus dependentes, bem como à realização do interesse comum do povo e do *Reich*”. (tradução de COMPARATO, 1970, p. 59). O dispositivo foi bastante questionado, sob o argumento de que teria levado à indevida publicização das sociedades anônimas.

¹⁰⁷ É o que explica NASCIMENTO (2004, p. 150), como se depreende das seguintes observações: “a Teoria da Empresa em si foi duramente criticada, seja pela impossibilidade da existência de um interesse destituído de sujeito; pela total independência da administração ou pela falta de proteção aos interesses dos acionistas minoritários”. ESTACA (2003, p. 114) explica que essa teoria reduziu os direitos de informação e de impugnação nas deliberações sociais e “conduziu a uma ineficiente tutela dos minoritários, uma vez que estes eram considerados os mais perigosos inimigos das empresas e os maiores obstáculos a que ela alcance seu fim, na medida em que exigem que se sacrifique o interesse geral ao interesse de ganho imediato e encontram uma tutela injustificada”. SALOMÃO FILHO (2002, p. 32) sustenta que ao preconizar a

concebido como o interesse harmônico dos sócios e dos trabalhadores, traduzido na preservação da empresa. (SALOMÃO FILHO, 2006, p.42). O novo modelo de institucionalismo, inspirado no modelo de co-gestão alemão, propõe a internalização de outros interesses que não apenas o dos acionistas na organização societária, assegurando-lhes representatividade nos Conselhos de Administração. Segundo MUNHOZ (2002, p. 48), o que determina se um interesse é ou não passível de ser incorporado à estrutura interna da sociedade é sua compatibilidade com a prosperidade, a rentabilidade e a distribuição equitativa de resultado que, em última análise, nada mais são do que requisitos essenciais à manutenção da empresa.

No direito norte americano, as discussões sobre o interesse social encontraram eco no conhecido debate entre Berle e Dodd. O primeiro defendia que os administradores eram titulares de poderes *in trust*, e, por isso mesmo, deveriam exercer a gestão da companhia unicamente no interesse dos acionistas.¹⁰⁸ DODD, ao contrário, sustentava que a propriedade privada envolvia também um interesse público e que a lei deveria exigir que os administradores, fiduciários da companhia e não apenas mandatários dos acionistas, conduzissem a atividade empresarial de forma a resguardar o interesse de todos aqueles a ela relacionados, incluindo consumidores, fornecedores e empregados, ainda que, para isso, fosse necessário restringir o direito dos sócios.¹⁰⁹ Vinte anos mais tarde, o próprio Berle reconheceria a vitória de Dodd no debate. (WEDDERBURN, 1985, p.3).¹¹⁰

O saldo dessas discussões foi o reconhecimento de que o interesse social deveria ser visto sob um prisma mais amplo, que permitisse a proteção de outros interesses além daquele dos sócios, notadamente os interesses dos consumidores, dos trabalhadores, dos credores e até mesmo da comunidade.

neutralidade dos órgãos administrativos, a estreita relação entre os administradores e os sócios majoritários foi camuflada e o recurso constante à fórmula vaga do “interesse social” acabou funcionando contra os interesses do minoritário e no interesse do controlador. FRAZÃO (2011, p. 89), citando Galgano, afirma que: “o poder que antes era exercido pela assembleia de forma oficial, passou a ser exercido pelo grupo de comando”, por isso, “a autonomia formal dos administradores europeus não pode ser ultravalorizada”.

¹⁰⁸ BERLE apud STOUT (2002, p.1189) “all powers granted to a corporation or to the management of a corporation, or to any group within the corporation, whether derived from statute or charter or both, are necessarily and at all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders as their interest appears”.

¹⁰⁹ DODD apud BECHT; BOLTON ; ROËL (2002, p.6) explica que: “[business] is private property only in the qualified sense, and society may properly demand that it be carried on in such a way as to safeguard the interests of those who deal with it either as employees or consumers even if the proprietary rights of its owners are thereby curtailed”.

¹¹⁰ TEUBNEUR (1985, p. 153) explica que o institucionalismo desenvolveu-se sob duas vertentes principais. Ambas reconheceram que os deveres fiduciários têm como destinatários outros grupos além dos acionistas, mas, enquanto nos Estados Unidos, houve a redefinição dos deveres e responsabilidades dos gestores, na Alemanha, entendeu-se que deveria ser garantida a representação legal desses grupos na companhia. Exemplo disso, segundo MUNIZ (2005, p. 77) foi a edição de leis conhecidas como *Other Constituency Statues* em diversos Estados norte-americanos, prevendo que, na análise sobre ofertas hostis para a alienação do controle, deveriam ser considerados os interesses dos trabalhadores e da comunidade local.

Essa conclusão exigiu um redimensionamento dos deveres dos controladores, cuja função já não podia se limitar a atender aos interesses dos sócios. Seu papel passa a ser o de considerar e de conciliar da melhor forma possível os múltiplos interesses que se projetam sobre a empresa. Como destaca TEUBNER (1985, p. 157), não é mais o capital que determina em face de quem os gestores estão obrigados, mas o interesse da comunidade no sucesso da companhia.¹¹¹

FOGARTY (apud WEDDERBURN, 1985, p.7) explica que nenhum desses interesses é superior aos demais. A função dos gestores é satisfazer a todos eles. O lucro não deixa de ser uma preocupação importante, mas é uma dentre outras, igualmente legítimas.

A grande crítica a essa concepção é que, ao estabelecer uma função tão ampla para os gestores, ela deixa de fornecer um parâmetro seguro para avaliar suas condutas. A maximização do lucro constituía um padrão claro e objetivo de acordo com o qual as ações dos gestores eram julgadas. Ao se entender que o interesse social exige o balanceamento de vários interesses distintos e, algumas vezes até opostos, amplia-se a discricionariedade do gestor que, a pretexto de beneficiar um ou outro interessado, pode cometer abusos, sem que tenha de prestar contas a nenhum deles.¹¹²

A crítica mostrou-se mais pertinente naqueles países em que a diluição acionária era maior, pois, para o controlador, a persecução do lucro é tão importante quanto para os minoritários. Não é sem razão que a teoria do *shareholder value* desenvolveu-se justamente nos Estados Unidos e no Reino Unido. KRAAKMAN e HANSMANN (2001, p.439) chegaram mesmo a escrever um artigo de título sugestivo, *The End of Corporate Law*, ressaltando que havia um consenso generalizado de que a legislação societária deveria se empenhar na maximização do lucro a longo prazo dos acionistas.¹¹³

¹¹¹ Nas palavras de TEUBNER (1985,p.157) “the link between resources, control and responsibility is broken: it is not the contribution of a resource that determines to whom managers owe obligations, but rather society’s interest in the firm’s success”.

¹¹² SCHMIDT (2004, p.15) explica que a distinção entre interesse social e interesse comum dos acionistas pode ser explicada por duas razões: “Une première réponse n’appelle aucune contestation. Elle consiste à affirmer que la recherche de la prospérité de l’entreprise passe nécessairement par le respect des droits de tous ceux , par contrat ou autrement, son en relation avec elle. Nul ne prétend que la satisfaction de l’intérêt des actionnaires “finalité prioritaire” de l’activité de la société autorise la violation des droits d’autrui. Alors, pourquoi distinguer intérêt social et intérêt de l’entreprise? C’est là que surgit la seconde réponse: la distinction est opérée parce qu’elle sert un objectif qui n’est pas franchement déclaré, un objectif de pouvoir. En effet, en affirmant que la société doit être gouvernée en considération de l’intérêt de l’entreprise (ou de l’être moral) d’aucuns tentent d’imposer l’idée que ce gouvernement n’est pas dans la dépendance de l’intérêt des actionnaires et qu’il s’exerce librement sans avoir compte à rendre aus actionnaires”. Era essa também a crítica de HAYEK (apud WEDDERBURN, 1985, p.8): “Once the management of a big enterprise is regarded as not only entitled but even obliged to consider in its decisions whatever is regarded as public benefit, it gains indeed an uncontrollable power (...)”.

¹¹³ A doutrina do *shareholder value* defende que os administradores só têm deveres fiduciários em relação aos acionistas. A justificativa para os adeptos da teoria é que os interesses dos demais *stakeholders* estão protegidos por relações contratuais e são atendidos prioritariamente em relação ao dos acionistas. Assim, orientando a companhia para a satisfação dos interesses dos sócios, os demais estariam automaticamente protegidos. Nos países de concentração acionária, em geral, a teoria que ocupa maior destaque é a do *stakeholder model*, cuja premissa fundamental, é que as estruturas societárias não devem ser

ARMOUR, KRAAKMAN e HANSMANN (2009, p.28) esclarecem que a maximização da riqueza dos acionistas não deve ser interpretada de forma literal. As leis que regulam as Sociedades Anônimas, assim como qualquer outra legislação, têm o objetivo de servir aos interesses da sociedade como um todo, ou seja, proporcionar o aumento de bem estar social para todos aqueles cujos interesses se projetam sobre a empresa. O que a doutrina do *shareholder value* defende é que o melhor meio para alcançar esse fim é promover a maximização do patrimônio dos acionistas. A ideia subjacente a esta teoria, como esclarece HOPT (2006, p. 114), é que o livre mercado conduz a resultados ótimos e que a melhor maneira de atingir essa meta é buscando auferir lucros para os acionistas, desde que respeitados os limites estipulados pelo ordenamento, notadamente as leis trabalhistas, consumeristas, ambientais, etc.

Não faltaram argumentos contrários à visão dos autores. SALOMÃO FILHO (2003, p. 79) chegou a taxar seu artigo de “pretensioso e pueril”. Segundo ele, afirmar que o interesse social se resume à maximização do valor das ações significa justificar a atuação dos controladores que vise unicamente ao lucro, inclusive as manobras especulativas, cujos resultados negativos ficaram amplamente demonstrados nos famosos escândalos societários envolvendo a Enron, a Worldcom, dentre outras. Observe-se, contudo, que os autores propõem a maximização do lucro a longo prazo e não a curto prazo como parecem sugerir as conclusões de Salomão Filho.

No direito brasileiro, a concepção mais ampla do interesse social propalada pelo institucionalismo foi expressamente acolhida no art. 116, § único, da Lei 6.404/76 ao declarar que:

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.¹¹⁴

A previsão legal foi reforçada pela Constituição de 1988. Ao mesmo tempo em que prestigia a livre iniciativa, a Constituição condiciona o exercício da atividade empresarial à justiça social e ao atendimento da função social da propriedade. Isso não quer dizer que a

destinadas apenas a proteger os interesses dos sócios, mas também dos demais interessados ou afetados pela atividade empresarial, os *stakeholders*. Os modelos do *stakeholder value* e o *shareholder value* tão debatidos pela Governança Corporativa, em última análise, resgatam a velha oposição entre institucionalismo e contratualismo.

¹¹⁴ Apesar de a lei brasileira ter adotado o institucionalismo como princípio geral, subsistem inúmeros dispositivos na Lei das S/A que denotam conteúdo fortemente contratualista, daí a constatação de SALOMÃO FILHO (2002, p.12) de que: “a sociedade anônima brasileira vive entre o institucionalismo e o contratualismo – um institucionalismo de princípios e um contratualismo de fato”.

empresa deva ser considerada simplesmente um meio para a satisfação de interesses públicos e fins sociais, sob pena de haver uma indevida transformação do acionista em funcionário público. O exercício da livre iniciativa tem um nítido caráter emancipatório, cuja tutela é consequência direta do princípio da dignidade da pessoa humana. Essa autonomia, entretanto, está sujeita a limites e obrigações positivas que a solidariedade social lhe impõe.

Quando se trata de bens de produção, incorporados a uma atividade empresarial, como esclarece COMPARATO (1995, p.34), esse “*poder-dever do proprietário de dar à coisa uma destinação compatível com o interesse da coletividade torna-se um poder dever do controlador em dirigir a empresa para a realização dos interesses coletivos*”.¹¹⁵

O art. 116, § único, não obriga o controlador a necessariamente preterir os interesses dos acionistas e seu próprio interesse em favor dos demais interesses que se projetam sobre a empresa.¹¹⁶ A função social não pode levar ao esvaziamento dos direitos subjetivos,¹¹⁷ até porque a persecução do lucro, longe de representar uma afronta a esse princípio, é uma forma de concretizá-lo.¹¹⁸ Obviamente, um dos desdobramentos mais importantes da função social é justamente a preservação da empresa.

Entretanto, como lembra STEINMAN (1985, p.402), obter lucros satisfatórios já não deve ser considerado um fim em si mesmo, mas um meio para assegurar a manutenção da empresa, condição necessária para a satisfação dos acionistas, empregados, consumidores e da sociedade em geral. Pode-se mesmo dizer que a rentabilidade a longo prazo da empresa é o interesse geral e comum no qual os demais interesses particulares irão convergir. (ESTACA, 2003, p.71)¹¹⁹

¹¹⁵ Parte da doutrina entende que só faz sentido falar em “função social” quando se trata de bens de produção. É o que conclui ABREU (1983, p. 40): “É evidentemente caricato referir a função social da maçã que eu como ou do fato que visto... É claro que o problema tem de ver-se necessariamente relacionado com os bens produtivos. E com realce, dada a desfundiarização da economia moderna, - para as empresas comerciais e industriais”.

¹¹⁶ Não é o que sustenta COMPARATO (2008, p. 365) para quem, “a harmonização dos interesses internos e externos à empresa faz-se, naturalmente, no sentido da supremacia dos segundos sobre os primeiros na hipótese de conflito”. O autor (op.cit, p. 371) salienta ainda que “tal não significa, escusa dizê-lo, que toda companhia se transforme em um órgão público (...). Mas significa que, não obstante a afirmação de seu escopo lucrativo, deve este ceder o passo aos interesses comunitários e nacionais”.

¹¹⁷ Como esclarece PERLINGIERI (2007, p.231) “a função social não pode em caso algum contrastar com o conteúdo mínimo: função social e conteúdo mínimo são aspectos complementares e justificativos da propriedade”. Quando a conformação legal ultrapassa esse limite, há expropriação. ABREU (1983, pp.38 e ss) também critica os exageros da função social: “o que eu não aceito é defender-se essa função de tal modo que transpareça não haver já lugar para a função individual ou que esta se subordina à social. O que está em jogo é o papel mistificador a que se presta a expressão “função social da propriedade”. Defendendo-se, por exemplo, que o direito de propriedade já não implica o domínio de liberdade, um espaço de livre escolha e actuação de fins pelos seu titulares, mas antes um domínio de vinculação a finalidades altruístas, publicas e sociais. É por isso que questiono ou problematizo essa função social”.

¹¹⁸ Comentando sobre as responsabilidades dos empresários ressalta BULGARELLI (2000, p. 75): “Parece, pois, ter ficado claro que aqui está em jogo uma série de interesses em relação à atividade empresarial, a que é preciso atender (...)o que, por outro lado, parece não excluir a perspectiva dos interesses egoísticos que estão na base da iniciativa empresarial e que lhe constituem o móvel”.

¹¹⁹ É essa a conclusão de BARBOSA (2008, p.58): “priorizem-se no plano finalístico quaisquer interesses (de acionistas, comunidade ou *stakeholders*), para atendê-los, imprescindível é o cumprimento, pelo controlador, da prestação acessória

Mesmo os adeptos do contratualismo passaram a entender que a obtenção de lucros a curto prazo deveria ceder em face do objetivo maior de valorização a longo prazo da companhia. Isso porque, para a vertente contratualista mais moderna, o interesse social deve incluir, além dos sócios atuais, os sócios futuros. Diante disso, fica claro que a incompatibilidade entre institucionalismo e contratualismo ou, na linguagem mais moderna, *shareholder value e stakeholder value* é, na verdade, menos relevante do que pode parecer.¹²⁰ Nas sociedades anônimas abertas, isso é ainda mais evidente, pois a possibilidade de recorrer à poupança popular transforma a própria proteção dos investidores em matéria de interesse público.

Essa orientação, entretanto, parece não ser suficiente para esclarecer como os controladores devem atuar em face dos diversos interesses que estão obrigados a “*lealmente respeitar e atender*”. Se o art. 116, § único afasta definitivamente a ideia de que a atuação dos controladores deve ter como único objetivo o atendimento exclusivo dos interesses dos acionistas, por outro lado, sua redação, extremamente genérica, dificulta a extração de deveres concretos da previsão. Não é sem razão que COMPARATO (2008, p. 559) adverte que a “*efetivação dessas responsabilidades do controlador, para com os trabalhadores e a comunidade em geral, implica a edição de regras adequadas e remédios jurídicos apropriados, não bastando o mero enunciado do princípio*”.

Importante notar que essa cláusula geral, se bem compreendida, é de extrema relevância para a responsabilização dos titulares do controle. É em função dela que será aferida a culpa do controlador, necessária à configuração do abuso do poder de controle. É justamente a previsão do § único do art. 116 que, para alguns autores, distingue o *status* do controlador do acionista comum. Afirmam que enquanto o último deve pautar sua conduta pelos interesses estritamente societários, o controlador tem responsabilidades não só em relação aos demais acionistas, mas também perante os trabalhadores e a comunidade em que atua.¹²¹

A interpretação deve ser vista com alguns temperamentos. Como todo direito subjetivo, o voto de qualquer acionista também apresenta uma dimensão funcional. A

assumida, induzindo ao bom funcionamento da atividade. Perda a empresa, com ela se vão todos e quaisquer interesses subjacentes, sejam intra ou extra-rrelacionados’. Como veremos adiante, o autor entende que o risco à manutenção da empresa pode justificar a expulsão do controlador.

¹²⁰ FRAZÃO (2011, p. 209) sustenta que, como a função social está também associada à função econômica de gerar lucros, “na atualidade, o contratualismo e o institucionalismo, longe de serem excludentes precisam ser integrados em abordagens que não sejam maniqueístas e possam contemplar todas as importantes facetas do interesse social”.

¹²¹ É o que defendem COMPARATO (2008, p. 86) e LEÃES (apud PRADO (2006, p. 245). Este último afirma que: “Em suma, ao adentrar ao plenário de uma Assembléia Geral, o acionista controlador não está adstrito apenas às regras de natureza privada contidas no art. 115; carregará consigo, também, os deveres e responsabilidades enunciados [constantes dos arts. 116 e 117] e é em função desse feixe de normas que deverá orientar seu voto”.

diferença é que do controlador exige-se um grau maior de cuidado no exercício de suas prerrogativas, em razão dos deveres de diligência e lealdade a que está obrigado. O art. 116, § único da Lei das S/A é a tradução disso. (FRAZÃO, 2011, p.291)

Apesar da dificuldade decorrente da excessiva abstração podem ser apontadas duas consequências do dispositivo: em primeiro lugar, os atos voluntários de responsabilidade social, desde que razoáveis, são considerados perfeitamente legítimos e compatíveis com o interesse social.¹²² Em segundo lugar, exige-se que os poderes de gestão sejam exercidos de maneira informada moderada e proporcional, a fim de não criarem danos desnecessários ou desarrazoados para os demais interesses que se projetam sobre a empresa. (FRAZÃO, 2011, p.363).

Ao analisar as condutas vedadas no art. 117, § 1º, verifica-se que em três alíneas o legislador fez referência expressa a outros interesses que não o dos acionistas. A alínea “a” considerou abusiva a orientação da companhia para fim lesivo ao interesse nacional ou o favorecimento de outra sociedade em prejuízo da economia nacional; a alínea “b” ressaltou que a liquidação de companhia próspera e a realização de reestruturações societárias seja em prejuízo dos acionistas, seja dos seus empregados ou dos investidores de valores mobiliários constitui abuso; de forma semelhante, a alínea “c” preconizou que adoção de políticas ou decisões que não visem ao interesse da companhia e que causem prejuízo aos acionistas ou, alternativamente, aos trabalhadores e aos investidores configura abuso de poder de controle.

A função social da propriedade, entretanto, possui também uma dimensão ativa, que impõe obrigações positivas ao proprietário.¹²³ Diante disso, poderíamos, em tese, cogitar de abuso do poder de controle por omissão quando os controladores descumprissem o dever de distribuir diretamente os resultados da atividade empresarial entre os diversos grupos afetados. Tal entendimento deve ser afastado, pois como alerta FRAZÃO (2011, p. 265 e ss)

¹²² Como esclarece WEDDERBURN (1985, p. 10), a responsabilidade social é amplamente aceita, mesmo nos países de tradição mais liberal: “all – except the most devout free market economists – embrace the notion of some social responsibility, in the sense of incurring uncompensable costs for socially desirable but not legally mandated action”. Se no início essas iniciativas ficaram restritas às hipóteses em que as companhias pudessem obter um benefício, ao menos, indireto, aos poucos elas foram sendo ampliadas. É o que conclui o autor (op. cit, 22): “the understanding of indirect benefit was extended to legitimate gifts for educational, and, indeed any other charitable, welfare or even political purposes”. A lei 6.404/76 previu em seu art. 154 , § 4º que: “O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais”.

¹²³ SALOMÃO FILHO (2008, p 131) esclarece que não é para a proteção dos acionistas minoritários que a função social se faz necessária, pois eles estão amparados por proteção específica na lei acionária. O autor explica que “A função social da empresa tem origens históricas muito interessantes, ligadas ao reconhecimento de deveres externos da empresa. (...) Sua influência pode ser sentida em campos tão díspares como direito antitruste, direito do consumidor e direito ambiental. Em todos eles, é da convicção da influência da grande empresa sobre o meio em que atua que deriva o reconhecimento da necessidade de impor obrigações positivas à empresa. Exatamente na imposição de deveres positivos está seu traço característico, a distingui-la da aplicação do princípio geral *neminem laedere*”.

seria o mesmo que “*exigir dos gestores forças sobre-humanas, para serem capazes de sopesar todos os aspectos no interesse social e equilibrá-los adequadamente*”.

Como a justiça social não é imutável, o melhor é deixar que esses padrões de comportamento resultem do legítimo processo democrático, sob pena de se instaurar uma grande insegurança no exercício do poder de controle. Assim, só será possível cogitar de abuso de poder de controle por omissão quando os deveres positivos impostos por lei em razão da função social da empresa forem descumpridos. (FRAZÃO, 2011, pp.265 e ss).

Para MUNHOZ (2002, p. 41), a conclusão de que os administradores e controladores devem levar em consideração outros interesses que não apenas aqueles dos acionistas depende de um sistema eficaz que atribua: a) legitimidade aos titulares desses interesses para sua defesa e b) deveres e responsabilidades aos gestores. Diante da inexistência desse sistema, na opinião do autor, o art. 116, § único transforma-se em “*pouco mais que mero exercício de retórica*”. Com efeito, uma das maiores críticas da doutrina ao regime de responsabilidade do controlador é que a lei teria ampliado os interesses protegidos em face do abuso de controle, mas teria se omitido quanto aos remédios necessários para sua reivindicação, silenciando, por exemplo, quanto aos legitimados para propor ação de responsabilidade contra o titular do controle.

As limitações da responsabilidade civil dos controladores, contudo, não constituem objeto deste trabalho, que pretende analisar apenas a aplicação da responsabilidade administrativa por abuso de poder de controle. Diante do objetivo restrito da CVM de assegurar o regular funcionamento do mercado de capitais e os interesses dos investidores, a eventual proteção a interesses de terceiros é relevante apenas para verificar em que medida determinada decisão que, eventualmente, tenha se pautado por outro fim que não a mera satisfação dos interesses dos acionistas, deve ser considerada legítima. Em princípio, não só não há nenhum óbice como, em determinadas hipóteses, é impositivo que os controladores relativizem o interesse dos sócios em prol de outros grupos e da preservação da companhia, essencial à proteção dos investidores atuais e futuros. Essa análise, entretanto, só poderá ser feita à luz do caso concreto, mormente considerando que, salvo pelas condutas vedadas expressamente no art. 117, o abuso dos controladores é regulado por cláusulas gerais.

Dentre essas cláusulas, está a proibição de atuar em conflito de interesses, consequência inafastável do dever de lealdade. É sobre ela que passamos a tratar.

2.2.2. O Conflito de interesses do acionista controlador

A expressão “conflito de interesses” é utilizada no direito societário ora em sentido mais amplo, para se referir à tensão natural existente nas sociedades anônimas, em razão dos diversos interesses que se projetam sobre ela, como explicado no tópico anterior; ora em sentido mais restrito, para se referir ao conflito de interesses previsto no § 1º do art. 115 da Lei das S/A.

A proibição ao conflito de interesses é um dos desdobramentos mais importantes do dever de votar no interesse da companhia, previsto no *caput* do art. 115¹²⁴. O abuso do direito de voto¹²⁵ e o conflito de interesses *stricto sensu*, de fato, são figuras muito próximas, mas que não se confundem. Com efeito, há inúmeras hipóteses em que, embora o acionista não detenha um interesse dúplice antes da deliberação, pressuposto do conflito de interesses, ele vota contrariamente ao interesse social, praticando abuso. Por outro lado, para os adeptos da teoria formal, como veremos, ainda que o sócio, ao votar, privilegie o interesse social, estará configurado o conflito de interesses, hipótese em que não se poderia cogitar de abuso.

Outra diferença entre os dois institutos, como salienta FRAZÃO (2011, p. 299), é que o conflito de interesses está relacionado à proteção da companhia e da comunhão acionária, enquanto o voto abusivo resguarda o interesse social em seu sentido mais amplo, interpretado sob a perspectiva da função social da empresa. Distinguem-se, ainda, quanto aos efeitos, pois a deliberação social só é anulável quando se tratar de interesse conflitante e não de abuso, como se depreende da comparação entre os § 3º e 4º do art. 115 da Lei das S/A¹²⁶.

O abuso será analisado mais adiante quando tratarmos da vedação ao abuso de poder de controle. Por ora, é suficiente ressaltar que a Lei das S/A, inspirada nos modelos alemão e italiano, adotou um sistema dualista, prevendo, ao lado do abuso, a vedação ao voto. Resta saber se o conflito de interesses se enquadra nesta segunda categoria.

O conflito de interesses *stricto sensu* foi previsto no art. 115, § 1º da Lei das S/A, que dispõe:

¹²⁴ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

¹²⁵ A expressão “abuso de direito de voto” refere-se aqui a qualquer voto que contraria o interesse social.

¹²⁶ Vale reproduzir os dispositivos mencionados: Art. 115, § 3º: O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. Art. 115, § 4º: A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou **em que tiver interesse conflitante com o da companhia.** (grifo nosso).

Quanto à primeira parte do dispositivo, que se refere à aprovação de laudo de avaliação de bens e de contas como administrador, a doutrina é unânime: em ambas as hipóteses o acionista, seja controlador, seja minoritário, não poderá votar, sob o fundamento de que ninguém pode atuar como juiz em causa própria. De fato, o interesse do acionista é tão claro que a lei presume que ele não teria a isenção necessária, proibindo-lhe de votar.

As duas últimas hipóteses, que tratam da deliberação em que o acionista pode obter um benefício particular ou tem um interesse conflitante com a companhia, são mais controversas. Em geral, tem-se entendido que o “benefício particular”¹²⁷ também é caso de impedimento de voto¹²⁸, embora os autores não estejam totalmente de acordo com o que se enquadra nessa categoria.¹²⁹

Em relação ao conflito de interesses, a doutrina propõe duas interpretações: a teoria do conflito formal e a teoria do conflito material, sendo esta última amplamente majoritária.

A teoria formal entende que o conflito pode ser identificado *ex ante* em face da posição dos envolvidos em determinada relação jurídica. Basta que o acionista tenha um interesse extrassocial na deliberação para que se configure o conflito, independentemente de ele ser ou não contrário ao interesse social. Assim, sempre que o acionista tiver interesse direto no ato ou negócio ficará impedido de votar, ainda que seu interesse não seja inconciliável com o da companhia. Se o voto for proferido, ele será considerado nulo, havendo ou não prejuízo.

Para SALOMÃO FILHO (2006, pp. 94 e ss), a regra do conflito formal constitui um limite estrutural ao poder de controle e, por isso, deve ocupar o centro da disciplina societária nos países em que, como no Brasil, não é possível implementar soluções organizativas em

¹²⁷ FRANÇA (2002, p. 260) explica que “o ‘benefício particular’ a que se refere tal dispositivo (que reproduziu idêntica dicção constante do art. 82 do Decreto lei 2.627/1940), segundo o autorizado comentário de Trajano Valverde, representa uma recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia, como, por exemplo, a atribuição de partes beneficiárias aos acionistas fundadores (art. 87, § único, g, do Decreto Lei 2.627, art. 47 da Lei 6.404/1976). Nesse passo, portanto o legislador não teve em mente vantagens indevidas, de caráter extra-social, de que cuida o art. 115, *caput* da Lei 6.404/1976, mas benefícios perfeitamente lícitos, que a lei permite sejam atribuídos aos acionistas”.

¹²⁸ É o que defendem FRANÇA (2002, p. 260), CUNHA (2007), SIMÕES (2003), para quem, havendo benefício particular, o acionista estará impedido de votar.

¹²⁹ Foi o que ficou consignado no Parecer nº 34 da CVM, de 18 de agosto de 2006: “Em resumo: é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do art. 115, § 1º da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que em caso de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses”. Disponível em www.cvm.gov.br.

razão de ainda subsistir um forte contratualismo. Para ele, a proibição ao voto não está fundada no dever de agir no interesse social, mas em um dever geral fiduciário, que exige deveres mínimos de cuidado daquele que administra ou intervém sobre a gestão de patrimônio de terceiros, motivo pelo qual a regra de conflito formal só seria aplicável aos administradores e controladores e não aos demais sócios, que continuariam sujeitos ao conflito material. A grande vantagem de se proibir o conflito *ex ante* é evitar o recurso à noção vaga e espinhosa de interesse social, que, segundo o autor, “*só reforça posições jurisprudenciais tendencialmente avessas a intervir nos negócios sociais*”, levando, na prática, à não aplicação das regras de conflito.¹³⁰

A solução também tem sido defendida pela Governança Corporativa. O Código das Melhores Práticas do IBGC (2004) recomenda que o sócio que tiver interesse particular ou conflitante com o da companhia não só se abstenha de votar, como de participar das discussões, ainda que representando terceiros.¹³¹

Um dos argumentos dos autores que defendem a teoria formal é que a interpretação do art. 115, § 1º não pode extrapolar o texto da lei, que teria proibido expressamente o voto, ao prever que: “*O acionista não poderá votar nas deliberações em que (...) tiver interesse conflitante com o da companhia*”. Para a ex-diretora da CVM, Norma Parente, além de a redação do dispositivo não deixar margem a dúvidas, as exceções previstas na lei, notadamente os casos de incorporação de controlada e de constituição dos grupos de direito, em que o voto do controlador é assegurado, confirmam a regra geral do impedimento de voto quando há conflito de interesse.¹³²

Apesar dos fundamentos, a teoria conflito formal tem encontrado pouca aceitação na doutrina. Uma das razões é que não seria possível identificar o conflito de interesses antes de

¹³⁰ O autor (2002, p. 96) conclui que “Todo o direito societário deve ser regido por um princípio geral de comportamentos conflitivos e não por uma série desconectada e aprincipiológica de deveres fiduciários. Esses últimos muito mais do que princípios em si, são critérios para a aplicação da regra de conflito”. A favor do conflito formal podemos citar ainda CARVALHOSA (2011b) e MARTINS, F. (2010).

¹³¹ O código de Melhores Práticas do IBGC entende que: “existe um conflito de interesses quando alguém (o acionista) não é independente em relação à matéria em pauta e a pessoa em questão pode influenciar ou tomar decisões correspondentes”.

¹³² A ex-diretora sustentou esse entendimento no Processo nº 2002/1153 da CVM, afirmando que: “Nada pode ser mais claro que a seguinte passagem: ‘*o acionista não poderá votar*’. (...) O texto não é dúbio. A lei proibiu o acionista de votar em quaisquer deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. (...) Estabelecida a regra geral, duas exceções se apresentam na linha sistemática da lei, para confirmar a regra. A primeira está na incorporação da companhia controlada (art. 264) (...). A outra está nos grupos de direito (art. 265)”. Embora seja um dos adeptos da teoria material, CUNHA (2007, p. 275) explica que é: “difícil negar, por mera interpretação lexical, a inserção do conceito de conflito formal no âmbito das limitações do § 1º”. No já referido processo da CVM, o argumento foi rebatido pelo Diretor Luiz Cantidiano que concluiu que: “olhando a parte final do § 1º do art. 115, verifica-se que se a deliberação que não puder beneficiar o acionista de modo particular e/ou se o seu interesse estiver sintonizado com o da companhia, ele estará admitido a votar”.

o voto ser proferido¹³³, logo, a função do art. 115, § 1º deveria ser repressiva e não preventiva. Ainda na vigência do Decreto 2.627/1940, que introduziu a proibição ao conflito de interesses na legislação brasileira, Valverde (apud LEÃES, 1993, p.107) já advertia que o interesse conflitante era “*uma questão de fato, a ser apreciada casuisticamente*”.

É o que defendem os adeptos da teoria material¹³⁴, para quem não é suficiente que as partes ocupem posições contrastantes para que se configure o conflito.¹³⁵ É necessário analisar o conteúdo do voto para verificar se, efetivamente, o interesse da companhia foi sacrificado para que o acionista pudesse satisfazer seu interesse particular. A grande diferença dessa solução em relação à proposta pela teoria formal é que o voto só será anulado se for provado que causou algum prejuízo efetivo ou potencial à sociedade.¹³⁶ O dano torna-se também pressuposto da imposição de sanção administrativa.

Para Carvalho de Mendonça (apud BLOK, 2010, p. 55), do ponto de vista pragmático, a teoria material é a mais adequada, pois o impedimento do voto levaria a que os controladores transferissem as ações a figuras de palha. E, como lembra o autor, “*é melhor que cada um assuma francamente a responsabilidade dos seus atos*”.

Em favor do conflito material, costuma-se invocar, ainda, as soluções do direito alemão e italiano, nas quais a legislação brasileira teria se inspirado. A evolução dessas legislações deu-se justamente no sentido de restringir as hipóteses de proibição de voto. No direito alemão, o Código Comercial de 1897 havia previsto quatro situações em que o acionista ficaria impedido de votar, dentre elas, as hipóteses em que figurasse como contraparte em contrato celebrado com a companhia. Esse sistema pecava por excesso e por falta, pois, ao mesmo tempo em que deixava de incluir numerosos casos de conflitos substanciais, de outro lado, mostrava-se muito rigoroso, sobretudo, quanto à celebração de

¹³³ O próprio SALOMÃO FILHO (2002, p.94), defensor da teoria formal, ressalta que: “sua aplicação coerente requer uma clara e corajosa definição das hipóteses de conflito” e que um de seus problemas é que ela “parte do princípio que o conflito pode ser eliminado e bem fiscalizado, hipótese um tanto irreal”.

¹³⁴ Exemplificativamente, defendem a teoria material FRANÇA (2005), LEÃES (1993), SIMÕES (2003), CUNHA (2007), GUERREIRO (1984),

¹³⁵ Em parecer elaborado para o Processo nº 2002/1153 da CVM, citado no voto do diretor Antonio Sampaio (disponível em www.cvm.gov.br), PEDREIRA ressaltou que: “interesse conflitante significa interesse oposto, contrário, incompatível ou colidente. Não é apenas interesse diferente, ou distinto, que pode ser, inclusive, coincidente com o da companhia, ou complementar a este: é válido o voto proferido pelo acionista no interesse da companhia, andá que na deliberação tenha interesse próprio, distinto do da companhia, desde que não seja conflitante”. É o que também entende Galgano, autor citado no mesmo voto: “La simple duplicidad de la posición de interés en cabeza de un mismo sujeto por sí sola no implica, sin embargo, una situación de conflicto en sentido técnico. Las dos posiciones pueden ser solidarias, ya que el socio puede alcanzar su propio interes sin perjudicar el interés de la sociedad.” Em sentido semelhante, SCHMIDT (2004, p. x) resalta que: “Un actionnaire ou un administrateur poursuivant des intérêts personnels n’entre pas nécessairement en conflit avec ses coassociés. Le conflit prend naissance lorsqu’il privilégie ses intérêts personnels et qu’il résulte un préjudice pour ses coactionnaires”.

¹³⁶ Para DUARTE (1955, p. 93), essa é uma das contradições da teoria material, pois, ao vincular a identificação do conflito ao conteúdo do voto, em vez de impedir o acionista de votar, ela pretende dizer que, em virtude da forma como ele votou, não tem o direito exercer o voto.

contratos com a companhia. Não é sem razão que esta última hipótese de conflito deixou de ser prevista na *Aktiengesetz* de 1937 e acrescentou-se uma cláusula geral, muito semelhante àquela do *caput* do art. 115 da Lei das S/A, prevendo a anulabilidade da deliberação quando o voto exercido pelo acionista com o fim de obter para si ou para outrem vantagem a que não faz jus e de que possa resultar prejuízo para a companhia ou para os demais acionistas for determinante.¹³⁷ Fora, portanto, dos casos formalmente enumerados¹³⁸, o controle do conflito de interesses passou a ser feito *ex post*, sendo necessário apurar se o acionista praticou ou não abuso ao proferir o voto (FRANÇA, 2002, pp. 256 e ss).

No direito italiano, o art. 2.373 do Código Civil de 1942, estabelecia que: “*o direito de voto não pode ser exercido pelos sócios nas deliberações em que ele tenha, por contra própria ou de terceiros, um interesse em conflito com o da sociedade*”. O dispositivo, de dicção semelhante àquela do § 1º do art. 115, já era interpretado pela doutrina majoritária como hipótese de conflito material. Em 2004, sua redação foi alterada, encerrando as controvérsias. A nova redação do art. 2.373 determinou apenas que as deliberações aprovadas com o voto determinante dos acionistas em conflito serão anuláveis se causarem dano (FRANÇA, 2005. p. 339).

Para FRANÇA (2002, p. 258), “*não parece haver dúvidas de que nossa Lei das S/A brasileira acha-se informada por princípios análogos*”, assim, “*tal como na Aktiensegetz alemã e no Codice Civile, para que se caracterize lá o abuso ou aqui o conflito – é condição suficiente – mas necessária – o dano potencial*”. De fato, a vedação ao direito de voto ajusta-se melhor às hipóteses expressamente previstas na lei. Diante de uma previsão genérica como a do “conflito de interesses”, apenas o acionista poderá avaliar se está ou não em conflito, sob pena de o dispositivo converter-se em uma proibição geral ao voto do acionista.

No caso do acionista controlador, o impedimento do voto torna-se ainda mais delicado. Não se pode obstruir o legítimo exercício do controle, sob pena de se instaurar uma “ditadura da minoria”, subvertendo o princípio majoritário.¹³⁹ Com efeito, se aceito o conflito

¹³⁷ O sistema dualista foi reproduzido com pequenas alterações na atual *Aktiengesetz* de 1965.

¹³⁸ São três as hipóteses de impedimento de voto previstas pela *Aktiensegetz* de 1965: aprovação sobre as próprias contas, exoneração de responsabilidades para com a sociedade ou exercício de direitos que ela tenha em relação com o mesmo. (FRANÇA, 2002, p. 256).

¹³⁹ É o que defende Comesaña, autor citado no voto do diretor Antonio Sampaio no Processo Nº 2002/1153 da CVM (disponível em www.cvm.gov.br). “En primer lugar, no parece que pueda presumirse *iuris et iure* que el socio se decantará siempre por el interés extrasocial ante cualquier clase de conflicto con el interés social. En segundo lugar, si se considera, como parece razonable, que es la Junta General competente para decidir cuando existe conflicto de interés al margen de las situaciones enumeradas por la LSRL, también parece igualmente razonable estimar que el socio o socios em conflicto no pueden participar en esta votación previa, con lo que estaríamos invirtiendo la regla de la mayoría, propiciando el abuso de la minoría (...)”. MUNHOZ (2009, p. 148) chama atenção para os riscos que a inversão do princípio majoritário pode trazer: “a técnica de simplesmente impedir o voto do controlador em determinadas deliberações parece insuficiente. Pode limitar os

formal, haveria o risco de que os minoritários passassem a identificar conflitos inexistentes nas companhias abertas, apenas para usurpar o poder do controlador. Ainda que não tenha o poder-dever de comandar a companhia, o acionista com o maior número de ações votantes tem o direito de defender seu capital, fundado, sobretudo, na correlação entre poder e risco. Ademais, em regra, o controlador é quem conhece melhor a situação da companhia e acompanha de perto os negócios sociais, cabendo a ele, em princípio, decidir se determinada política empresarial está ou não em consonância com o interesse da companhia.¹⁴⁰

Outro argumento favorável à teoria material é que os dispositivos da lei que proibiam expressamente o voto do acionista em conflito foram vetados. Tratava-se dos §§ 5º, 6º, 7º, 8º, 9º e 10º que a lei 10.303/2001 pretendia acrescentar ao art. 115, § 1º da Lei das S/A. Em linhas gerais, eles previam que os acionistas titulares de 10% do capital social ou 5% do capital votante poderiam convocar assembleia especial para decidir sobre a existência de conflito. Uma vez reconhecido o conflito, caberia à assembleia determinar as matérias em que o acionista ficaria impedido de votar. Da regra, poderiam advir duas consequências: ou o acionista controlador potencialmente em conflito exerceria seu direito de voto e as disposições se tornariam inócuas, ou caberia à minoria decidir a questão, correndo-se o risco de que ela passasse a suscitar o conflito apenas para retirar da maioria o poder de decisão. Foram esses os principais fundamentos apontados nas razões de veto.¹⁴¹

Some-se a isso o fato de que o acionista controlador ao votar exerce um direito subjetivo, que, em razão de sua própria natureza, pode ser exercido no interesse próprio. O dever de atender à função social não afasta a conclusão. O direito subjetivo, da forma como é entendido no Estado Democrático de Direito, traz limitações intrínsecas que formam parte de seu conteúdo e definição.¹⁴² Se ao controlador é imposta a obrigação de votar de acordo com

benefícios particulares a serem extraídos pelo controlador na operação, mas leva a um quadro não menos preocupante de possível obtenção de benefícios particulares pela minoria, tornada soberana nas deliberações específicas”.

¹⁴⁰ No direito anglo-saxão, em que predomina o controle gerencial, CLARK (1985) alerta que seria arriscado e oneroso se, em situações de conflitos de interesse, as decisões fossem transferidas dos administradores para os acionistas, como se observa pelas seguintes considerações (op.cit, p.182: “to make a sound judgment that the contract is fair to their corporation, the shareholders would have to possess a great deal of background information, and would have to engage in time consuming analysis.”. Isso porque, além de conhecerem os termos do contrato, teriam não apenas de compará-lo com os preços de mercado, mas verificar quais as perspectivas, a longo prazo, do negócio. Essas atividades consumiriam tempo e dinheiro que talvez os minoritários não estivessem dispostos a despende. Advertência semelhante poderia ser aplicada aos países de estrutura concentrada em que, a maioria dos acionistas, está alheia à condução dos negócios sociais.

¹⁴¹ Vale reproduzir trecho das razões de veto citado por SIMÕES (2003, p.92): “Com efeito, não há como afastar o voto do acionista controlador no conclave pretendido – sob pena de se atribuir ao minoritário o inédito poder de, indiretamente, vetar qualquer deliberação a partir da alegação de existência de conflito do controlador e de se considerar o próprio conflito de interesses do minoritário e da assembléia especial”.

¹⁴² PERLINGIERI (2007, pp. 121 e 122) adverte que: “Não existe um direito subjetivo – propriedade privada, crédito, usufruto – ilimitado, atribuído ao exclusivo interesse do sujeito, de modo tal que possa ser configurado como entidade pré-dada (...). O que existe é um interesse juridicamente tutelado, uma situação jurídica que já em si mesma encerra limitações para o titular. Os chamados limites externos não seguem a existência de um princípio (direito subjetivo), mas já nascem com ele e constituem seu aspecto qualitativo.”

o interesse da companhia, atendendo lealmente à função social, isso não significa que não possa por meio do voto também perseguir um interesse individual. O que se proíbe é o voto exercido no exclusivo interesse pessoal, em que há o sacrifício do interesse social.¹⁴³ Daí porque se torna praticamente impossível proibir o voto antes de analisar seu conteúdo.

Alguns autores entendem, ainda, que o fato de a Lei das S/A não ter proibido o controlador de contratar com a companhia demonstra que a tese do conflito formal não foi acolhida.¹⁴⁴ Essa não nos parece a orientação mais adequada. A possibilidade de *self dealing*, principal hipótese de conflito de interesses, por si só, não afasta o impedimento de voto, pois nada impede que esses contratos sejam celebrados por uma minoria desinteressada. O que se poderia advogar é que, ao impedir que o controlador vote, é possível que esses contratos não sejam aprovados, o que, do ponto de vista econômico, nem sempre será benéfico para a sociedade. Como esclarecem ENRIQUES *et al* (2009, p. 154), uma transação pode ser realizada em termos mais vantajosos com um gestor, que conhece a companhia e os riscos envolvidos no negócio, do que com um terceiro.¹⁴⁵

A vedação ao voto torna-se especialmente problemática nos grupos de fato. Ao proibir o controlador de votar, impede-se que ele decida sobre os negócios realizados entre as

¹⁴³ FRAZÃO (2011, p.292): explica que essa é uma das principais diferenças do regime dos administradores em comparação com o dos controladores, já que, “no tocante aos primeiros, a conduta jamais poderá ser interessada, tal como se admite em relação aos acionistas, para os quais a vedação é da conduta ‘indevidamente’ interessada”. Essa é também a conclusão de ABREU (2007, p.25, nota 37), para quem, “os sócios têm o direito de, na sociedade, intentar satisfazer os seus próprios interesses – devendo, porém fazê-lo dentro dos limites demarcados pelo interesse social; os administradores têm poderes-função, poderes-deveres, gerem no interesse da sociedade, têm os poderes necessários para promover este interesse”. Em sentido semelhante, lembra BERTOLDI (2003, p. 74) que “não há mais como se entender, como o faziam os adeptos da teoria institucionalista que o direito de voto seja concedido para o exercer no interesse da sociedade, interesse este autônomo e desconectado com o interesse individual dos sócios, pois, como se tem reconhecido, constitui antes um direito que lhe é atribuído no seu próprio interesse, para a realização de um fim patrimonial seu”. É também essa a lição de SCHMIDT (2004, p. 149), que afirma: “Tout vote est intéressé en ce sens que l’actionnaire vote toujours par intérêt, lequel es normalment celui don’t il est porteur en sa qualité d’actionnaire dans la société. (...) Le vote pour satisfaire un tel intérêt est légitime. On comprend alors que l’expression ‘vote intéressé’ a une autre signification. Elle s’applique au vote dicté par la richer d’un avantage personnel au detriment des autres actionnaires: avantage dans la société ou intérêt personnel hors de la société opposé à l’intérêt de l’actionnaire dans la société. Ainsi, une personne en raison de son intérêt extérieur, émet un vote contraire à celui qu’elle émettrait si elle ne considère que son intérêt d’actionnaire dans la société”.

¹⁴⁴ É o que sustenta FRANÇA (2005, p. 343): “Fosse a intenção da lei estabelecer um controle *ex ante* desse tipo de conflito, não teria jamais admitido a possibilidade de realização de um contrato entre o acionista controlador e a companhia, no qual aquele determina a vontade desta”.

¹⁴⁵ ENRIQUES *et al* (2009, p.155) explicam porque a maioria das jurisdições não proíbe o o *self dealing*: “Directors, officers, and controlling shareholders are often the only parties with whom small companies can transact, either because outsider cannot evaluate their prospects or because these companies would be forced to reveal trade secrets or confidential plans to deal with them. More generally, a self dealing transaction may be entered into in more favorable terms with an insider who knows the company and the risks involved than with an unrelated but distrustful party. Similarly, other firms in a group of companies may be better able to take advantage of a business opportunity than the company which first encountered it. (...) Equally important, per se prohibitions of related party transactions may not accomplish much. They are unlikely to reduce the incentives to engage in one shot expropriation of firms assets (...). And they are arguably unnecessary for more modest forms of abusive self dealing that may be deterred by civil liability or a credible threat to the wrongdoer’s continuing employment”. CLARK (1985, p. 164) esclarece que da proibição absoluta ao *self dealing*, que perdurou até 1910, o direito norte-americano passou a admiti-lo, desde que o contrato fosse aprovado por uma maioria desinteressada. Em 1960, a lei se tornou ainda mais condescendente, admitindo as transações sempre que fossem justas, ainda que aprovadas com a participação dos interessados diretos. Uma das explicações para a mudança de entendimento, segundo o autor, é que os juízes teriam começado a perceber que as transações com partes relacionadas não só eram normais e inevitáveis, mas, algumas vezes, mais positivas do que aquelas realizadas no mercado.

sociedades do grupo, esvaziando as vantagens decorrentes da adoção dessa estrutura empresarial. Como explica COASE (1937), o que justifica a integração de determinada atividade na empresa é a constatação de que, ao desenvolvê-la sob a lógica de autoridade e direção, que caracteriza as empresas, os custos de transação serão menores do que os decorrentes do sistema de preços praticado no mercado. A rigidez da regra do conflito formal, todavia, impede que o controlador se mantenha como o centro da decisão estratégica para a coordenação e direção das empresas do grupo e pode representar uma proibição ou uma dificuldade da concretização das relações entre elas (PRADO, 2006, p. 244). Diante disso, a regra de conflito material é mais adequada.¹⁴⁶

Todavia, um dos maiores problemas da análise *a posteriori* é que, ao presumir que o controlador agiu de acordo com o interesse social, ela transfere o custo para os minoritários potencialmente lesados, que terão de alegar o prejuízo perante o Judiciário ou os órgãos administrativos. Nos casos de *self dealing*, por exemplo, caberá a esses órgãos decidir sobre a comutatividade do negócio, o que, além de ser uma tarefa complexa, é considerada indesejável por muitos, pois, em última análise, representa uma intromissão na política empresarial. Ademais, muitas vezes, a anulação da assembleia geral pode ser ineficaz em razão da necessidade de proteger os interesses dos terceiros de boa fé afetados pela decisão.

Daí a acertada conclusão de FRAZÃO (2011, p. 308) de que tanto a teoria formal quanto a teoria material revelam-se insuficientes para a abordagem do conflito de interesses. Diante disso, as soluções procedimentais assumem especial relevância, pois, como ressalta a autora, ao mesmo tempo em que afastam a rigidez do conflito formal, não deixam a regulação do conflito de interesses sujeita apenas à delicada análise de mérito do Judiciário e da CVM.¹⁴⁷

¹⁴⁶ No direito italiano, MENGONI (apud FRANÇA 2005, p. 343) explica que as vedações ao voto vêm sendo restringidas a hipóteses excepcionais, “em face das necessidades do mundo econômico moderno, caracterizado pela concentração empresarial. Nas relações entre sociedades controladoras e controladas, estas perdem grande parte de sua autonomia empresarial. (...) A lei sanciona esta realidade e estabelece regras para a convivência entre ambas já que, formalmente, elas se encontram sempre em posição de potencial conflito de interesses. Daí a tendência de se adotar um sistema de controle *ex post* fulminando-o quando, do conflito de interesse, resulte ele objetivamente idôneo a acarretar dano à sociedade ou a outros acionistas”. Para PRADO (2006, p. 244), “a interpretação substancial e casuística (...) é a única que se coaduna com a sistemática das operações e negócios realizados entre as empresas agrupadas”. ENRIQUES *et al* (2009, p.179) explicam que regras muito estritas poderiam prejudicar as sinergias do grupo: “(...) related party transactions between the subsidiary and the parent can be a matter of routine. While such frequent interactions increase the risk of expropriation, they may generate synergies. Stringent legal requirements for individual transactions may make it more difficult to obtain such synergies, and in turn negatively affect the market of corporate control (...)”.

¹⁴⁷ Vale citar a opinião contrária de SIMÕES (2003, p. 92), para quem, “não teria a CVM competência legal para impor qualquer sanção quanto à violação da lei com base em supostos existência do conflito de interesses, enquanto a avaliação sobre a presença de tal conflito não fosse definitivamente decidida pelo poder Judiciário”

Um das estratégias mais importantes é a obrigação de revelar o conflito de interesses, consequência natural do dever de lealdade.¹⁴⁸ A ideia é que, ao assegurar a participação da minoria em um procedimento transparente, em que há o debate informado, ela estará em melhores condições de decidir sobre a comutatividade do negócio.¹⁴⁹ Do ponto de vista econômico, a possibilidade de os minoritários atuarem de forma esclarecida, submete o controlador a um juízo mais criterioso, que pode induzi-lo a oferecer condições mais favoráveis à companhia.

Como explica FRAZÃO (2011, p. 311), ainda que essa cautela possa revelar-se insuficiente em face da prevalência da vontade do controlador, no mínimo, a minoria estaria mais preparada para propor sua responsabilização, caso a decisão se revelasse prejudicial à companhia. Além disso, o mero descumprimento desse dever transferiria para o controlador o ônus de demonstrar que a transação é conforme ao interesse social.¹⁵⁰

Para SCHMIDT (2004, p. 153), mais do que a inversão do ônus da prova, o não cumprimento dessa obrigação deveria levar à suspensão do direito de voto. Segundo o autor, os Estatutos Sociais deveriam subordinar a possibilidade do exercício do voto à apresentação de justificativa pelo acionista de que seu voto não irá contrariar o interesse comum. Se, ainda assim, o acionista votasse, haveria a nulidade da deliberação.

Além do dever de revelação, o direito estrangeiro propõe a aprovação do negócio por administradores¹⁵¹ desinteressados ou acionistas.¹⁵² Nos Estados Unidos, a seção 144 da Lei do anonimato de Delaware (*Delaware General Corporate Law*) assim como a seção §8.60 do

¹⁴⁸ A Instrução da CVM nº 481, que entrou em vigor no dia 13.01.2010, exige que, nas transações com partes relacionadas, os administradores informem o nome e qualificação da parte interessada na transação, a quantidade de ações titularizadas e descrevam, detalhadamente, a natureza e extensão do interesse em questão na convocação da assembleia para aprovação da matéria. Disponível em: www.cvm.gov.br.

¹⁴⁹ CLARK (1985, p. 173) explica que, em determinadas hipóteses, a mera revelação do conflito pode revelar-se insuficiente. No caso *Globe Woolen Co v. Utica Gas & Electric Co*, julgado pela Corte de apelação de Nova Iorque, isso ficou claro. Maynard celebrou um contrato com a companhia elétrica de que ele era diretor, em que ela se comprometia a fornecer toda a energia necessária para operar sua companhia têxtil, que vinha funcionando a vapor. Depois da transação, Maynard modificou os negócios da companhia têxtil, que passaram a requerer muito mais eletricidade do que quando da celebração do contrato. Diante disso, o juiz Cardozo entendeu que não era suficiente a revelação do conflito, como ressalta CLARK (1985, p. 172): “It was not enough to refrain from lying and to give the ostensibly disinterested directors a fair chance to bargain with himself. (...) He also had an affirmative duty to disclosure the risks and one sidedness of the proposed transaction itself. He could not be silent about the business improvidence of the contract simply because he was not voting on it”.

¹⁵⁰ Como destaca PRADO (2006, p. 100), muitas vezes, a mera imposição de deveres específicos ao controlador e a regra do conflito material são problemáticas “em razão da dificuldade de demonstração do ilícito pelos minoritários. Estes acionistas estão fora do poder de controle, têm informações restritas ao divulgado nas demonstrações financeiras e, salvo os investidores institucionais, provavelmente, não têm capacidade técnica de detectar a irregularidade”, daí a importância da inversão do ônus da prova.

¹⁵¹ ENRIQUES, HERTIG e KANDA (2009, p. 166) ao analisar o direito societário da Europa, dos Estados Unidos e do Japão, concluíram que: “Board approval is crucial in France and specially in the U.S (...) By contrast, board approval is mainly limited to intragroup transactions in Germany and Japan, while the UK and Italy only require that transactions with a controlling shareholder be disclosed to the board”.

¹⁵² Como, em geral, o direito norte-americano se preocupa com as transações em que as partes relacionadas são os administradores, a aprovação dos acionistas aparece como um importante mecanismo de controle dessas operações. Obviamente, quando se trata do voto proferido pelo controlador, não faz sentido falar na aprovação pelos acionistas, a não ser que se trate da minoria desinteressada.

RMBCA (*Revised Model Business Corporate Act*) determinam que a transação não será anulável se preencher uma das três condições: a) for cumprido o dever de revelação e houver a aprovação por administradores desinteressados; b) for cumprido o dever de revelação e houver a aprovação pelos acionistas ou se c) a transação for justa. SILVA (2007, pp.158 e ss), ensina que o cumprimento das duas primeiras condições permite a aplicação do regra do *business judgment*, levando à inversão do ônus da prova. A regra não afasta definitivamente a análise sobre as condições do negócio, mas caberá ao autor da ação provar que a transação não foi comutativa.¹⁵³

No direito brasileiro, em se tratando do exercício do direito de voto em assembleia a que se refere o art. 115, § 1º, uma solução seria exigir que as bases do negócio fossem certificadas por administradores independentes dos controladores ou outras pessoas desinteressadas. O Código de Melhores Práticas do IBGC (2004) propõe que transações com partes relacionadas¹⁵⁴ sejam “*embasadas em laudos de avaliação independentes, elaborados com base em premissas realistas e em informações referendadas por terceiros, não relacionados com as partes envolvidas na operação*”. Quanto à aprovação por administradores, o Parecer nº 35/2008 da CVM¹⁵⁵, de forma inovadora, recomendou a criação de comitê independente na sociedade controlada, formado majoritariamente por membros não ligados ao controlador ou, alternativamente, a abstenção dos acionistas controladores na votação sobre a incorporação ou fusão de companhia controladora e suas controladas. A solução poderia ser estendida às demais hipóteses de conflito.

Obviamente, a adoção desses procedimentos não tem o condão de afastar definitivamente a análise sobre a comutatividade do negócio. Entretanto, o teste da justiça da decisão (*entire fairness*), como já referido, pode revelar-se insatisfatório, mormente considerando a complexidade da gestão empresarial. Portanto, o fato de a transação ser justa

¹⁵³ ENRIQUES, HERTIG e KANDA (2009, p. 164) explicam a relevância da aprovação pelos administradores em transações com controladores nos Estados Unidos: “Board approval also plays a crucial role for transactions with controlling shareholders, which are always subject to stringent ‘entire fairness’ standard. As an incentive for independent director approval, Delaware Law shifts the burden of proof to the party challenging a transaction with a controlling shareholder when the board vests the task of negotiating the transaction in a committee of substantively independent directors and gives them the necessary resources (like access to independent legal and financial advice) to accomplish its task”.

¹⁵⁴ A Deliberação nº 26 da CVM, de 05 de fevereiro de 1986, explica o que significa a expressão “transação com partes relacionadas”, como se verifica neste trecho: “Partes relacionadas podem ser definidas, de um modo amplo, como aquelas entidades, físicas ou jurídicas, com as quais uma companhia tenha possibilidade de contratar, no sentido lato deste termo, em condições que não sejam as de comutatividade e independência que caracterizam as transações com terceiros alheios à companhia, ao seu controle gerencial ou a qualquer outra área de influência. Os termos ‘contrato’ e ‘transações’ referem-se neste contexto, a operações tais como: comprar, vender, emprestar, tomar emprestado, remunerar, prestar ou receber serviços, condições de operações, dar ou receber em consignação, integralizar capital, exercer opções, distribuir lucros, etc”..

¹⁵⁵ Parecer nº 35 da CVM sobre os deveres legais dos administradores em incorporações de controlada, editado em 01.09.2008,

não deve afastar as soluções procedimentais, ainda que seus efeitos limitem-se à inversão do ônus da prova.¹⁵⁶

2.2.2.1 O entendimento da CVM sobre o conflito de interesses

As decisões selecionadas para a análise do terceiro capítulo, como veremos, não incluem nenhuma hipótese de conflito de interesses. Isso se explica porque, em geral, os abusos são praticados fora das assembleias gerais, seja por intermédio dos diretores, seja diretamente pelos controladores nos casos em ocupam cargos de administração.¹⁵⁷ Todavia, considerando a relevância da regulação do conflito de interesses para impor limites ao poder de controle, decidimos dedicar uma seção à análise das principais decisões referidas pela doutrina ao tratar do tema: CVM TA 2001/4977¹⁵⁸, CVM RJ TA 2002/1153¹⁵⁹ e CVM RJ 2009/13179.^{160 161}

O estudo dos precedentes revela que a matéria é extremamente controversa. Além de ter havido votos divergentes em todos os processos, a posição da CVM vem oscilando. Até 2001, o entendimento era de que o conflito era formal, como atesta o processo nº CVM TA 2001/4977. A partir de 2002, a autarquia passou a entender que o conflito era material. Foi o que ficou configurado no processo nº CVM RJ 2002/1153. Em 2010, em consulta sobre a possibilidade de voto do acionista controlador, voltou-se a defender a tese do conflito formal.

Para compreender melhor as posições adotadas, é necessário fazer uma breve análise das decisões mencionadas e dos principais argumentos suscitados pelos diretores em cada uma delas.

¹⁵⁶ No direito-americano, CLARK (1985, p. 169) esclarece que a terceira alternativa, *a entire fairness*, só deve ser utilizada em hipóteses excepcionais. Vale reproduzir as conclusões do autor: “the third alternative was not offered for the purpose of giving interested managers an incentive to deliberately conceal conflicts of interest. Rather, it seems designed to cover two special situations: 1) cases where all of the directors are interested in the transaction (so that the first alternative is unavailable) , but where seeking shareholder approval (the second alternative) would be cumbersome, expensive and not really meaningful; and cases where a conflict existed at the time the transaction was entered into, but where through inadvertence, proper disclosure and approval were not obtained”.

¹⁵⁷ Importante lembrar que a Lei das S/A, em regra, não exige que as transações com partes relacionadas sejam aprovadas pela assembleia geral.

¹⁵⁸ Inquérito Administrativo nº 2001/4977, dir. rel. Norma Parente, j. 19.12.2001.

¹⁵⁹ Inquérito Administrativo nº 2002/1153, dir. rel. Norma Parente, j. 06.11.2002.

¹⁶⁰ Processo Administrativo nº 2009/13179, dir. rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 09.09.2010.

¹⁶¹ As duas primeiras não integram a análise da terceira parte do trabalho em razão de terem sido julgadas em 2001 e 2002, respectivamente, ou seja, antes do período compreendido no estudo. A última, embora tenha sido julgada em 2010, tampouco faz parte da amostra por não se tratar de processo administrativo sancionador, mas de mera consulta realizada à CVM quanto à possibilidade de voto.

2.2.2.1.1. CVM 2002/4977

O processo tratou da suposta ilegalidade de voto proferido na Assembleia Extraordinária da CTMR Celular S/A por sua controladora direta, Tele Sul Celular Participações, em que foi aprovado, por unanimidade, o pagamento de 1% da receita líquida da CTMR à Telecom Italia Mobile, sua controladora indireta, a título de uso da marca TIM.

O termo de acusação proposto pela SEP foi aceito pelo Colegiado para apurar a responsabilidade da Tele Sul Celular Participações e de seu representante legal, Álvaro Pereira de Moraes Filho, por infração ao art. 115, § 1º. Entendeu-se que este último deveria responder ainda pela violação ao art. 116, § único, em razão de a controladora “*não ter colocado à disposição de seus acionistas a comprovação de que as condições para a celebração do contrato com a TIM eram equitativas e comutativas*”.

Em sua defesa, os acusados alegaram que: apesar de não haver exigência estatutária, o contrato fora submetido à assembleia; o percentual de 1% da receita líquida a título de *royalties* era usual no mercado; o conflito de interesses deveria ser afastado, porque os interesses da controladora e de sua controlada eram convergentes; a deliberação era válida, pois fora aprovada por unanimidade; o ônus da prova quanto à ilegalidade da conduta era da CVM, não podendo a autarquia entender que houve violação ao art. 116, § único apenas por não ter sido apresentada prova de que a transação era justa.

O voto vencedor, proferido pela Diretora Relatora Norma Parente, adotou expressamente a tese do conflito formal, ressaltando que o fato de o Estatuto exigir ou não a aprovação pela assembleia geral e de o contrato ser comutativo não tinham qualquer relevância sobre a controvérsia. O conflito de interesses, segundo ela, não exige que o interesse seja divergente, mas apenas que haja um interesse duplo, de forma que o acionista deve abster-se de votar, independentemente de o contrato ser ou não equitativo. A relatora chegou a reconhecer a convergência de interesses na hipótese, mas ressaltou que: “*o que se quer não é impedir a celebração do contrato, mas que o mesmo não seja imposto aos acionistas sem que se mostre que a remuneração é justa e qual o benefício para a empresa*”.

Chama especial atenção a conclusão da diretora quanto aos votos proferidos pelos minoritários na assembleia. Segundo ela, o fato de a deliberação ter sido unânime não afastaria a necessidade de uma nova deliberação, pois os votos seriam inválidos. Vale reproduzir trecho do voto:

não se pode considerar válida uma assembleia só por não haver voto divergente ou por terem sido cumpridas as formalidades. O que se faz necessário é que a matéria a ser votada seja demonstrada aos acionistas que é de interesse da companhia e que as condições do contrato são equitativas e que não há favorecimento.

Esse entendimento, não só tem sido amplamente rejeitado pela doutrina, como, em determinadas hipóteses, pode representar um prejuízo à companhia e aos próprios minoritários, a pretexto de protegê-los. Isso porque não se pode partir da premissa de que a ausência da prova da comutatividade impediu que os minoritários pudessem tomar a decisão adequada, mormente se não há qualquer indício de que a operação desatendeu às condições do mercado, como no processo discutido. Acresce que o fato de o controlador ter submetido o contrato ao escrutínio da assembleia, ainda que não houvesse previsão estatutária, não deveria ser desconsiderado. A conduta é, no mínimo, uma evidência de boa fé. Se a transação poderia ser aprovada fora da assembleia, não faz sentido pretender punir o controlador por ter votado na deliberação. Ora, quem pode o mais, pode o menos. Ao assim fazer, a CVM penaliza o controlador justamente por ter pretendido dar mais transparência ao negócio.

A diretora concluiu ainda que o Sr. Álvaro, como “encarregado” de exercer o poder de controle na Tele Celular Sul Participações deveria “*ter tomado todas as providências necessárias à comprovação perante a Assembléia de que o contrato atendia às condições equitativas e comutativas e que não havia favorecimento ao controlador*”. E, diante disso, entendeu que ele não teria agido com lealdade para com os acionistas, violando o art. 116, § único da Lei das S/A.

A relatora refere-se ao Sr. Álvaro ora como representante legal da sociedade controladora ora como “encarregado do controle” da companhia, categorias que não encontram amparo na Lei das S/A. Ademais, nem a Comissão de Inquérito nem o Colegiado explicaram por que pretendiam aplicar o art. 116 a quem sequer era controlador, deixando de imputar a responsabilidade às pessoas físicas que, de fato, exerciam o poder de controle na sociedade controladora.

Ao concluir pela violação do art. 116, § único, a relatora destacou a importância da adoção de estratégias de governança corporativa, relevando a necessidade de a minoria agir de maneira informada. Contudo, o que a diretora propõe não é propriamente o dever de revelação do conflito. Ela entende que o dispositivo exigiria a prova de que o contrato é equitativo. A exigência não parece ser compatível com o conflito formal. Se a proibição ao voto se justifica justamente em razão de a lei presumir que o acionista não será capaz de votar de acordo com

o interesse da companhia, o mínimo que se espera é que, provada a comutatividade do negócio de antemão, o controlador possa votar.

O voto vencido do Diretor Luiz Sampaio Campos afastou a tese do conflito formal, ressaltando que apenas se houver conflito efetivo e inconciliável, que exija o sacrifício do interesse da companhia, é que estará configurado o conflito de interesses na hipótese, devendo a análise ser feita *a posteriori*.

Sobre a ausência de prova da comutatividade, fundamento da violação ao art. 116, § único, o diretor concluiu que:

Não cabe à CVM entender que os tais documentos e informações foram insuficientes, pois não é ela acionista, quanto mais não havia nenhum representante da CVM na Assembléia e, apesar do que é informado pela relatora (...) não houve nenhum relato circunstanciado.

O diretor ressaltou que, ainda que se adotasse a teoria formal, não haveria conflito de interesses na hipótese, pois o contrato de *royalties* foi celebrado com a Telecom Itália e não diretamente com a Tele Sul Celular. O fato de a companhia não ser “de papel” e de não ter sido provado que houve direcionamento do voto pela controladora indireta, afastaria a aplicação do art. 115, § 1º, “*pois ali se cuida de conflito próprio e não de terceiro*”. E concluiu que: “*a CVM precisaria provar que houve instrução do voto da controlada por parte do controlador, o que não procurou fazer*”.

Essa não nos parece a orientação mais adequada. A exigência da prova de que houve a orientação do voto pela controladora indireta praticamente inviabilizaria a aplicação da regra de conflito de interesses aos grupos piramidais ou em cascata. Ademais, a orientação da controlada decorre naturalmente do interesse social que a controladora tem no grupo. A própria definição de sociedade controladora no art. 243 da Lei permite inferir isso; não fosse assim, o requisito do exercício efetivo do controle teria sido repetido ali.

Já o Diretor Marcelo Trindade entendeu que a hipótese era de benefício particular e não de conflito de interesses. Segundo ele, não se pode interpretar o “benefício particular” como uma vantagem decorrente da qualidade de acionistas, pois a própria lei das S/A impõe igual tratamento às ações de mesma classe. Daí sua conclusão de que

na deliberação sobre a celebração de um contrato bilateral entre a companhia e o acionista está previamente impedido o voto deste último, não porque enxergue necessariamente um conflito de interesses que, alias, normalmente convergem –, mas porque nele vejo um benefício particular (...) que não é estendido aos demais acionistas.

O voto demonstra a ausência de posicionamento claro na CVM sobre o que constitui “benefício particular” e “interesse conflitante”. No mesmo processo, o diretor Antonio Sampaio afastou expressamente a hipótese de benefício particular. Já no processo nº 2009/13179, a posição adotada por Marcelo Trindade voltou a ser defendida pela diretora Maria Helena Santana, que concluiu que o contrato em que o controlador figura como contraparte é, na verdade, uma hipótese de benefício particular. Entendemos que a razão, neste ponto, está com o diretor Antonio Sampaio, pois, como vem defendendo a doutrina majoritária, o benefício particular pressupõe que a vantagem decorra da própria condição de acionista. Isso fica ainda mais claro quando se analisa o percurso percorrido pelo legislador brasileiro até chegar na previsão do art. 115, § 1º da Lei 6.404/76.

Quanto à aplicação do art. 116, § único, o diretor Marcelo Trindade entendeu que não havia “*elementos de prova capazes de autorizar a afirmação de que o voto tenha sido exercido em prejuízo da companhia, ou que as condições contratuais não sejam equitativas*”. O trecho revela que, na opinião do diretor, o mero descumprimento do dever de transparência não viola o dever de lealdade, sendo imprescindível a prova de que o negócio não foi equitativo. Além disso, fica claro que o ônus da prova seria da CVM ou dos minoritários e não do acusado.

Apesar das divergências, por maioria, decidiu-se que houve violação ao art. 115, § 1º, aplicando multa de R\$ 20.000 aos acusados e ainda pena de advertência ao Sr. Álvaro em face da violação ao art. 116, § único.

2.2.2.1.2. CVM RJ 2002/1153

A decisão da CVM no processo RJ 2002/1153 representou uma drástica mudança de entendimento em relação àquele adotado no Inquérito Administrativo TA/RJ 2001/4977, discutido acima. O conflito formal foi afastado por maioria de votos, prevalecendo o voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio, que adotou posição muito semelhante à defendida no Processo TA/RJ 2001/4977, ficando vencida, desta vez, a Relatora Norma Parente, principal defensora da proibição do voto *a priori*.

O processo discute a legalidade de voto proferido pela PREVI e pela SISTEL em assembleia geral da Tele-Norte Leste Participações S/A (TNLP), em que foi aprovado acordo de prestação de serviços gerenciais a ser celebrado entre a Telemar Participações S/A e as companhias concessionárias. O conflito de interesses decorreria do fato de os dois fundos de pensão (SISTEL e PREVI) possuírem participação tanto na controladora, Telemar

(indiretamente através da Fiago Participações), quanto diretamente, na controlada (TNLP). A Telemar se absteve de votar e a deliberação foi aprovada com os votos da PREVI e da SISTEL e dos Fundos Carteira Livre I e Carteira Livre BB Guanabara, dos quais essas últimas eram as únicas cotistas.

O voto vencedor ressaltou que o conflito de interesses deve constituir um conflito estridente, efetivo e inconciliável para que a regra do art. 115, § 1º seja aplicável. Deve haver, necessariamente, uma colisão entre o interesse social e o do acionista, de modo que um não possa prevalecer sem o sacrifício do outro. O diretor argumentou também que os ordenamentos jurídicos que pretenderam afastar *a priori* o direito de voto o fizeram enumerando taxativamente as hipóteses em que haveria conflito. Como a Lei das S/A valeu-se de uma cláusula geral, as hipóteses conflitantes devem ser resolvidas no caso concreto, sob pena de se estabelecer um regime de abstenção muito amplo, que tolhe o direito fundamental do acionista ordinário de votar. Dada a subjetividade e a largueza do conceito, seria *“impensável que a avaliação primeira do conflito de interesses fosse de outra pessoa que não o acionista interessado, pois só ele poderá, antes mesmo de proferir o voto, avaliar se está ou não em conflito de interesses, até porque, só ele saberá o teor do voto que proferirá”*.

Afirmou ainda que a ausência de conflito seria corroborada pelo fato de as defendentes terem votado favoravelmente à celebração de contrato de mesmas características em duas outras companhias, nas quais não tinham participação minoritária indireta, somente direta e minoritária. Vale reproduzir a constatação do diretor:

Em outras palavras, o fato de deterem participações indiretas não foi decisivo para que votassem favoravelmente na deliberação em questão, pois que, da conduta das acusadas em deliberações de outras companhias, fica a prova de que acreditavam ser o melhor para a companhia assim contratos como o da espécie.

Interessante notar que ao comparar a conduta das acusadas com seu comportamento anterior, o voto parece retomar o conceito, já superado, de *culpa in concreto*, em que, como explica SALOMÃO FILHO (2006, p. 173), a culpa é aferida não pelo confronto da situação do agente a um modelo abstrato, mas pela comparação com suas atitudes anteriores relativas às suas coisas ou interesses. De fato, embora se filie à corrente material, o voto vencedor não avalia explicitamente se o contrato poderia ser considerado comutativo em face das condições de mercado.

O diretor destacou, sutilmente, a importância dos mecanismos procedimentais, mas não esclareceu se há, nestes casos, presunção de que as condições do negócio são justas. Limitou-se a dizer que *“milita em favor da boa-fé”* o fato de que, na maioria dos casos, há

também manifestação da administração da companhia envolvida sobre a conveniência e oportunidade do negócio. Importante advertir que a mera opinião dos órgãos administrativos, em geral, não constitui elemento suficiente para presumir a comutatividade, mormente considerando a falta de independência de seus titulares em face dos controladores. O voto sinalizou ainda pela importância das “*opiniões de especialistas independentes, que atestariam, em benefício da companhia a justificação e a correção do negócio*”. A Relatora Norma Parente, embora tenha defendido o conflito formal, também enfatizou a relevância da transparência, afirmando que: “*é dever do controlador apresentar aos acionistas da controlada as características do contrato – justamente para apontar sua regularidade – antes da deliberação do mesmo (...)*”.

O voto vencedor do Diretor Antonio Sampaio, contrariado apenas pela Relatora Norma Parente, pelas mesmas razões aduzidas no Processo nº 2001/4799, consagrou uma nova orientação na CVM. A partir daí a tese do conflito material só seria revista quando da consulta realizada em 2010.

Apesar dos elogios da doutrina, o acórdão foi reformado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), que entendeu que “*havendo como havia interesse da coligada externa e indiretamente de sua controlada e ora apelante na celebração do contrato, essa deveria ter se absterido de votar*”.

2.2.2.1.3. CVM 2009/13179.

Em 2010, a Tractebel Energia S/A formulou consulta à CVM para confirmar o entendimento de que a acionista controladora não estaria impedida de votar, de acordo com § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76, na assembleia que deliberasse sobre transação com a companhia, cujos termos tivessem sido negociados por comitê especial criado pelo Conselho de Administração e composto exclusivamente por administradores da Companhia, em sua maioria independentes.

A CVM entendeu que o acionista controlador não estaria autorizado a votar nesta hipótese, mesmo com a criação de comitê especial independente, alterando, portanto, o entendimento do conflito material que vinha sendo adotado desde a decisão proferida no Inquérito Administrativo TA 2002/1153. Ficou vencido o Diretor Eli Loria, que defendeu a análise *a posteriori* do conflito, ante a prova do prejuízo ocasionado à companhia.

O Relator, Alessandro Broedel, ressaltou que, mesmo nas hipóteses em que o conflito é inerente, como naquelas de *self dealing*, “*em tese, se o acionista por intermédio de algum*

mecanismo de governança fizer prova de que agirá de acordo com o interesse da companhia, o seu voto será possível, ainda que seja parte de contrato com a companhia”. Não obstante, entendeu que a solução proposta não se mostrou suficiente, pois a mera presença de administradores independentes não poderia assegurar a proteção dos minoritários na negociação dos termos do contrato. E concluiu que: *“Quando finalmente for possível afirmar que um mecanismo resolva o conflito existente será possível que o acionista vote”*.

A orientação é extremamente relevante porque sinaliza para abertura da CVM à solução procedimental dos conflitos de interesse. A maior dificuldade é definir que estratégias de governança poderiam ser adotadas para afastar a proibição do voto. O relator indica que a maior participação dos minoritários poderia ser um instrumento mais adequado do que a constituição do comitê independente. O problema é que, se para afastar o conflito, for necessária a aprovação pela maioria dos demais acionistas, na prática, haverá a subtração do poder de decisão do controlador, a menos que o mecanismo seja utilizado apenas como presunção de equidade do negócio.

A diretora Maria Helena Santana defendeu uma visão bem mais restritiva. Para ela, a regra do impedimento de voto incidirá, ainda que o comitê possa garantir condições comutativas ao negócio. Senão vejamos:

não consigo aceitar que atuação do comitê independente possa afastar a incidência das hipóteses legais do impedimento de voto. Com efeito, mesmo admitindo-se que a atuação do comitê tenha assegurado condições comutativas à transação (...) o benefício particular e conflito de interesses ainda estariam presentes,.

Neste sentido, a constituição do comitê se prestaria apenas para, em tese, incitar os minoritários a aprovarem o contrato.

Entendimento semelhante foi adotado pelo diretor Marcos Pinto. Adepto da teoria do conflito formal, ele ressaltou que a constituição de comitê especial independente, nos moldes do Parecer nº 35, já citado, não afeta a proibição do voto. De acordo com o ele, do ponto de vista jurídico, o parecer não tem força normativa para afastar a aplicação do art. 115, § 1º e, do ponto de vista prático, pretender estendê-lo às hipóteses genéricas de conflito parece precipitado.

Ao adotar essa posição, a autarquia acabou deixando de prestigiar as boas práticas de governança corporativa. É bastante questionável que a tese do conflito formal, ao transferir as decisões para os minoritários, em regra, menos alinhados com os interesses da sociedade, possa oferecer maior proteção do que o conflito material, sobretudo quando ele estiver aliado

a estratégias de governança corporativa. A despeito disso, a Diretora Maria Helena e o Diretor Marco Pinto rejeitaram, de plano, qualquer possibilidade de a adoção de procedimentos informados afastar a proibição do voto.

Não deixa de ser curioso que a autarquia tenha modificado inteiramente seu entendimento, para, da tese do conflito material, passar a reconhecer a proibição ao voto, mesmo nas hipóteses em que a companhia tenha tomado as precauções recomendadas para assegurar que o contrato está em consonância com o interesse social. Os precedentes revelam que a CVM ainda não tem um posicionamento consolidado sobre a matéria. Para aqueles que acreditavam que a tese do conflito formal estava superada, a última decisão veio reacender as discussões.

2.2.3. O abuso do poder de controle: elementos e hipóteses

Todo sistema baseado no princípio majoritário se funda e se justifica na ideia de que a maioria atuará no interesse de todos e não apenas em seu interesse particular, caso contrário, a minoria não aceitaria se submeter a seu poder. (SCHMIDT, 1967, p. 73). Nas sociedades anônimas, não é diferente. O controle só será legítimo se exercido no interesse social.¹⁶²

Todavia, a mera demonstração da inconveniência de determinada deliberação ou a prova de que outras decisões teriam sido mais adequadas não é suficiente para que uma conduta seja considerada abusiva, ainda que dela resulte prejuízo para companhia ou para seus sócios. A possibilidade de determinar a política empresarial faz parte das prerrogativas legais do poder de controle.¹⁶³ Essa quebra da autonomia negocial somente poderá ser invocada quando não forem observados os deveres de lealdade, de diligência e de inexistência de conflitos de interesses (CARVALHOSA, 2011b, p. 627)

Ademais, ao tornar-se acionista, o investidor conhece e aceita os riscos do negócio, ainda que não lhe seja oferecida qualquer garantia de lucro ou de indenização em face de uma

¹⁶² COMPARATO (apud NASCIMENTO, 2004, p. 154) : “Se a lei atribui ao acionista controlador esse especial dever e responsabilidade de agir no interesse de todos os acionistas, dos que trabalham na empresa e da comunidade em que esta se insere, está claro que reconhece no controlador, em princípio, o verdadeiro intérprete do interesse social, diante dos não controladores. A presunção legal, tanto nas sociedades mercantis quanto na sociedade política, é de que o titular do poder age no interesse coletivo”.

¹⁶³ GILSON (2005) explica que distinguir as decisões negociais das condutas abusivas é importante também do ponto de vista econômico. Ao resguardar o direito do controlador de tomar as decisões estratégicas na condução dos negócios sociais, a legislação assegura um nível eficiente de “benefícios privados do poder de controle”, que estimulam a presença de um acionista controlador, reduzindo os custos de monitoramento da administração. Já se falou no ponto 2.1 que, para o autor, o controle concentrado, desde que haja uma redução eficiente dos benefícios privados do controle, pode representar um *trade off* em face dos altos custos de monitoramento em sistemas de capital pulverizado.

gestão incompetente.¹⁶⁴ Assim, o objetivo da lei ao proibir o abuso do poder de controle não foi dotar a minoria de um poder soberano¹⁶⁵, mas evitar que o interesse social, que constitui o fundamento do controle, seja preterido em favor dos interesses pessoais do controlador ou que o controle seja exercido de forma contrária à função social da empresa.

Esse dever de agir no interesse da companhia tem dois desdobramentos importantes: a vedação ao abuso de direito de voto, prevista no *caput* do art. 115¹⁶⁶, e a proibição geral ao abuso do poder de controle, prevista no *caput* do art. 117¹⁶⁷. O primeiro dispositivo aplica-se a todos os acionistas indistintamente e impõe o dever de reparação pelos danos provocados, ainda que o voto não tenha prevalecido. Em muitos casos, o abuso do poder de controle será praticado por meio do voto em assembleia geral, configurando igualmente abuso de direito de voto. Contudo, como o poder de controle extrapola as prerrogativas legais da assembleia, haverá hipóteses em que o abuso ocorrerá por meio da influência indireta sobre os órgãos de administração.

Tal como no desvio de poder do direito administrativo e no abuso de direito em geral, no abuso do poder de controle, a conduta, sob o ponto de vista da forma, é perfeita, o que o torna abusiva é o desvio da finalidade imposta pelo direito. Como esclarece COMPARATO (2008, p.364), há um afastamento do espírito da lei, aproximando a conduta mais de uma fraude do que propriamente de um ato *contra legem*. É, aliás, isso que torna ainda mais complexa sua identificação, daí a dificuldade de estabelecer um elenco fechado de condutas abusivas. A doutrina, entretanto, assim como a CVM vêm entendendo que condutas violadoras de dispositivos legais expressos também são abusivas, desde que tenha havido culpa ou dolo, tal como a exige a lei para os administradores.

Na definição de CHAMPAUD (1962, p. 146), o abuso resulta de uma causa ilegítima das decisões, tomadas ou com a intenção de prejudicar a minoria ou com o intuito de satisfazer interesses exclusivamente pessoais do bloco de controle. Nestas hipóteses, o

¹⁶⁴ Como explica POSNER (1988, p.415) é justamente a aceitação do risco que explica porque uma companhia não recorre exclusivamente aos credores sociais para financiar suas atividades: “We could turn the question around and ask why a large corporation has shareholders (the qualification large is in order to eliminate the case with which we began this chapter, in which an entrepreneur is seeking a partner for promising venture). The answer is that there is an ineradicable uncertainty about the level of the profits; the shareholders are the investors who have agreed to be the recipients of this uncertain stream of earning rather than negotiating for a fixed ratio”.

¹⁶⁵ Como esclarece SCHMIDT (1970, p. 64): O poder da maioria “est unique et autoritaire, ne souffrant dans son exercice loyal d’aucun contrôle judiciaire d’opportunité, d’aucune pondération que réclamerait une minorité agissante. (...). Certes, des divergentes de vues peuvent se produire au sein de l’assemblée et la minorité a le droit de présenter ses observations sur la politique suivie par la majorité; certes, la minorité participera par son intervention à la formation de la volonté sociale et s’assurera que la majorité a voulu servir l’intérêt de la collectivité des actionnaires; mais ces droits d’intervention et de contrôle laissent intacte l’autorité du pouvoir majoritaire et ne permettent aucun cas à la minorité de s’imposer à la majorité”.

¹⁶⁶ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas..

¹⁶⁷ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

controle é desviado do seu objetivo de promover o crescimento e a prosperidade da empresa. (CHAMPAUD, 1962, p.146). É também essa a lição de SCHMIDT (1970, p. 11), para quem não basta que o ato seja contrário ao interesse social para que seja considerado abusivo, sendo indispensável a demonstração de que os controladores agiram movidos pela intenção de obter uma vantagem pessoal em detrimento dos demais. Se não houver a ruptura do princípio da igualdade, que justifica o concurso societário, segundo o autor, não será dado ao juiz intervir, pois, não cabe a ele decidir sobre a conveniência e oportunidade da gestão.¹⁶⁸

Outros autores adotam uma visão mais flexível, dispensando o elemento intencional e admitindo a configuração do abuso nas hipóteses em que o controlador, mesmo não agindo de forma dolosa, obtém uma vantagem indevida, em detrimento dos demais. ABREU (1983, p. 125) entende que se a deliberação social é *“utilizada, mesmo não intencionalmente – para uns ficarem avantajados à custa dos outros, há uma disfunção e a respectiva deliberação deverá considerar-se abusiva”*.

De fato, na maioria das vezes, o abuso está atrelado à obtenção de uma vantagem pelo acionista controlador em detrimento dos demais. Entretanto, entendemos que nem o elemento intencional nem a violação ao princípio da igualdade de tratamento são essenciais para a configuração do abuso do poder de controle. O controlador, assim como o administrador, também tem dever de diligência, devendo atuar como *“todo homem ativo e probo costuma atuar na orientação de seus próprios negócios”*.¹⁶⁹ Obviamente, em relação ao administrador, pelo caráter profissional de suas funções, essas exigências serão mais acentuadas. Isso, entretanto, não significa que o controlador não deva atuar com o mínimo de cuidado, inclusive para questionar as condutas adotadas pelo administrador nos casos em que isso for necessário. Assim, mesmo que o controlador não obtenha vantagens diretas ou indiretas, determinado ato será considerado abusivo sempre que o violar os deveres de lealdade e diligência.

Como ressalta DUARTE (1955 p.102), *“uma protecção geral das deliberações abusivas somente através da regra de igualdade será bem imperfeita”*, pois (ibid. p.102), *“muitas das decisões, apesar de abusivas e merecendo, portanto, repressão, não vão contra a*

¹⁶⁸ É o que sustentam EIZIRIK *et al* (2011, p. 401). Para os autores, tanto a Lei das S/A quanto a regulamentação da CVM estabelecem o “princípio básico de que constitui abuso de poder de controle qualquer decisão que não tenha por finalidade o **interesse social**, mas que vise a beneficiar **exclusivamente** o acionista controlador, em detrimento da sociedade, dos acionistas minoritários e de terceiros”.

¹⁶⁹ Ao contrário de Champaud e Schmidt, PAILLESSEAU (1967) sustenta que, no abuso de confiança, a que a jurisprudência francesa recorria para responsabilizar os gestores que praticavam fraudes, era suficiente a contrariedade do ato ao interesse social, como se depreende das seguintes considerações: *“Il semble que dans la plupart des cas les administrateurs agissent frauduleusement dans un intérêt presque toujours exclusivement personnel. Ils ne prennent généralement pas le risque d’encourir une sanction quand ils ne tirent aucun profit de leur gestion. (...) Mais, constater l’intérêt personnel n’est pas l’exiger et il suffit que l’acte frauduleux soit simplement contraire à l’intérêt social pour que son auteur soit sanctionné”*.

regra da igualdade, pois não afectam em especial um accionista ou um grupo de accionistas, mas a própria sociedade em globo". Assim, o que é necessário verificar para concluir se uma deliberação é ou não abusiva é se o poder de controle foi exercido de acordo com a finalidade econômica e social que justifica esse direito, causando prejuízos.¹⁷⁰

Isso porque o abuso do poder de controle está intimamente relacionado ao princípio maior da vedação ao abuso de direito, previsto no art. 187 do Código Civil, que há muito superou os limites do ato emulativo.¹⁷¹

Como adverte CARVALHOSA (2011b, p. 624), a exigência da intenção subjetiva do agente configura prova diabólica, que impede que sejam atingidos os objetivos pretendidos pela lei. Daí sua conclusão de que *"deve-se abandonar o requisito do intuito para deter-se no exame objetivo da conduta, indagando se é prejudicial ao interesse social, comparando-se com padrões de comportamento geralmente aceitos em situações semelhantes"*. Portanto, o que deve ser investigado na aferição do abuso é se a conduta é contrária aos ditames da boa fé objetiva e se causou dano concreto e atual à companhia e aos demais acionistas.

A constatação abre espaço para a possibilidade de abuso de poder de controle na modalidade culposa. O abuso culposo, como ressalta FRAZÃO (2011, p. 324), exige um delicado juízo de proporção para verificar se o controlador deixou de observar os deveres mínimos de cuidado provocando danos desarrazoados não só aos acionistas, mas a todos aqueles sujeitos que, em razão da Constituição e do art. 116, § único da Lei das S/A tornaram-se dignos de tutela no exercício do poder empresarial. A tarefa torna-se especialmente complexa pela necessidade de conciliar as dimensões individual e funcional da função social da empresa. Não obstante, a autora lembra que esse equilíbrio não pode estar fundado em uma relação de custo-benefício e que *"o parâmetro de comparação é um só: a autonomia enquanto princípio que justifica um direito somente enquanto este se mostra compatível com o exercício do direito dos demais membros da sociedade"*.

Ademais, em alguns casos, poderá haver ato abusivo por omissão. FRAZÃO (2011, p. 329) explica que tanto a boa fé objetiva quanto a função social da empresa impõem uma série de deveres especiais de proteção àqueles sujeitos referidos no art. 116, § único da Lei das S/A, que, se descumpridos configuram abuso do poder de controle. Já se viu, porém, ao tratar do

¹⁷⁰ Sobre a deliberação abusiva, DUARTE (1955, p. 122) explica que *"não temos que nos interessar com a intenção que a ela presidiu ou que ir buscar o resultado que dela dimanou a razão da sua anti-socialidade; a nós interessa-nos somente a deliberação em si, e observar se ela, em si mesma, está ou não de acordo com o fim do ente social, se foi tomada em harmonia com esse fim"*.

¹⁷¹ Para SCHMIDT (1970, p. 11), o abuso do poder de controle (tratado pelo autor sob rubrica "abuso de maioria") não se confunde inteiramente com o abuso de direito. Isso porque o titular de um direito pode dispor dele em seu interesse pessoal, com a condição de não prejudicar os demais, enquanto o controlador não dispõe do poder unicamente para satisfazer seus interesses, mas também os interesses da coletividade dos acionistas.¹⁷¹

interesse social, que o fato de o controlador não distribuir os resultados da atividade empresarial não deve ser considerado abusivo.¹⁷²

Para alguns autores, aliás, o que diferencia o controlador dos demais acionistas é entre outras coisas, a possibilidade de ser responsabilizado por omissão, consequência direta de seu dever de lealdade. BOITEUX (1988, p. 29) é um dos autores que reconhece o abuso do poder de controle por omissão. Para ele, independentemente da prova de conluio, o controlador poderá ser responsabilizado se deixou de impedir com seu voto que outro prejudicasse a sociedade, desde que tenha ficado provado o seu benefício ou seu interesse no negócio.

A interpretação, entretanto, dever ser cautelosa, pois, poderá haver casos em que a omissão sistemática do controlador constituirá, na verdade, uma renúncia ao exercício do poder de controle. Não há, em princípio, nada de irregular, nisso. Até porque, como mencionado no primeiro capítulo, o acionista, mesmo majoritário, não tem o dever de comandar a atividade empresarial. Assim, ao controlador também é dado abrir mão de seu poder.

Todas as hipóteses do art. 117, § 1º da Lei das S/A¹⁷³, salvo a da alínea “g”, entretanto, são comissivas. Segundo o dispositivo constituem modalidades de exercício abusivo do poder de controle: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional ou favorecer outra sociedade em prejuízo dos minoritários ou da economia nacional; b) promover reestruturações societárias para obter vantagem indevida em prejuízo dos minoritários, investidores ou trabalhadores; c) promover alterações estatutárias, emissões de ações ou tomar quaisquer outras decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízos aos grupos referidos acima d) eleger administrador ou conselheiro fiscal que sabe moral ou tecnicamente inapto; e) induzir ou tentar induzir os administradores a

¹⁷² CUNHA (2007, pp. 162 e ss) entende que, se sob a justificativa da função social, o controlador se desviar das finalidades da empresa (obter lucro por meio da realização do objeto social), estaria caracterizado o abuso de poder de controle. Apenas em casos excepcionais, seria permitido aos gestores, sempre sob a justificativa de maximização da riqueza a longo prazo, vir a considerar interesses de terceiros que não estivessem formalmente previstos na lei ou contrato.

¹⁷³ O art.117, § 1º dispõe: “São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral; f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade. h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia”.

praticarem atos ilegais; f) contratar com a companhia em condições não comutativas. Por fim, a alínea “g” determina que haverá abuso se o controlador aprovar contas irregulares ou deixar de apurar denúncia que sabia ou devesse saber procedente. Esta última hipótese se diferencia das demais porque, além de não exigir o dolo, elenca forma de abuso por omissão.

Predomina na doutrina o entendimento de que as hipóteses referidas no art. 117, § 1º são meramente exemplificativas.¹⁷⁴ A interpretação decorre não só da vedação geral ao abuso de poder de controle prevista no *caput* do art. 117, mas também da proibição ao abuso de direito, prevista no Código Civil.

O abuso do poder de controle obriga o controlador a ressarcir os danos causados à companhia e aos minoritários e, a todos aqueles que tenham sido diretamente prejudicados pela conduta. Como nos demais casos de responsabilidade civil, a obrigação de reparar depende da prova do dano. EIZIRIK (2011, p. 402) ressalta que:

seja na esfera civil, seja na esfera administrativa, no curso de processo administrativo sancionador instaurado pela CVM, deve haver a prova do dano efetivo por ele causado à sociedade ou a seus acionistas, devendo ser a lesão concreta e atual, não meramente possível e hipotética.

O dano, entretanto, não se confunde com o prejuízo patrimonial. O termo deve ser interpretado em sentido amplo, abrangendo a lesão a qualquer bem jurídico, ainda que o prejuízo dele decorrente seja imaterial. Isso explica porque o cerceamento dos deveres de participação dos minoritários é considerado hipótese clara de abuso de poder de controle, tanto pela doutrina, quanto pela CVM.

Para BARBOSA (2008, pp.86 e ss), além da pena aplicada pela CVM e da obrigação de reparar os danos, o abuso do poder de controle pode levar à exclusão do acionista controlador, sempre que sua ação ou omissão puser em risco a continuidade da empresa. O autor ressalta que não é qualquer prejuízo aos acionistas minoritários que justifica a sanção, mas apenas aquele que puder vir a comprometer a viabilidade do investimento produtivo como: orientar a companhia para fim estranho ao objeto social; promover liquidação de companhia próspera; induzir o administrador à prática de atos ilegais; fazer concorrência indevida com a sociedade e delegar irregularmente o controle a um terceiro.

Sem pretender descartar completamente a tese aventada pelo autor, ela é passível de algumas críticas. Em primeiro lugar, ao excluir o controlador, ele se torna credor da companhia, que terá de reaver o valor de todas as suas ações. O direito de recesso sempre foi

¹⁷⁴ Neste sentido, COMPARATO (2008); SALOMÃO FILHO (2006); EIZIRIK *et al* (2011), CARVALHOSA (2011b), FRAZÃO (2011), CUNHA (2007), etc.

visto com parcimônia, não só pela livre negociabilidade, típica das sociedades anônimas, mas também em face do ônus que a restituição poderia representar ao investimento produtivo. Excluir o controlador, exatamente quando a companhia corre risco de ser extinta, pode constituir um risco ainda maior à preservação da empresa.¹⁷⁵

As sanções administrativas, portanto, parecem ser, ainda, a única medida de caráter claramente punitivo aplicável ao controlador nos casos de abuso de poder de controle. É, entre outras coisas, sobre a aplicação delas que se debruça o próximo capítulo, cujo principal objetivo será analisar como os deveres fiduciários do controlador vêm sendo aplicados e que limites ou elementos têm sido invocados na identificação do abuso de poder de controle pela CVM.

¹⁷⁵ Para COMPARATO (2008, p. 561), o não cumprimento da função social da empresa torna o controle antijurídico e “a sanção natural, por conseguinte, é a perda do direito ao controle; não apenas pela nacionalização da empresa, que é remédio para os casos extremos em que estão em jogo os objetivos fundamentais da nação, mas também da expropriação do controle, em proveito de outro empresário”.

CAPÍTULO III

ANÁLISE DAS DECISÕES DA CVM

Além do estabelecimento de limites legais ao exercício ao poder do controlador, é essencial sua aplicação eficaz (*enforcement*) tanto no âmbito administrativo quanto no Poder Judiciário. Na esfera administrativa, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão regulador e fiscalizador com poder para punir as práticas prejudiciais aos investidores e assegurar o funcionamento regular do mercado de capitais brasileiro. A lei 6.385/76, em seu art. 4º, inciso III , alínea “b” atribui à CVM a obrigação de “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado (...) contra atos ilegais de administradores e controladores das companhias abertas”. A atuação da autarquia torna-se ainda mais importante em face do absentéismo dos acionistas e de seu natural desestímulo à fiscalização, consequência dos elevados custos de monitoramento.

O objetivo deste capítulo é analisar como a proibição ao abuso de poder de controle vem sendo aplicada nos processos administrativos sancionadores julgados por ela.

A escolha da CVM deu-se em razão de os precedentes sobre matéria societária serem ainda escassos no Judiciário e de as discussões, sobretudo as relacionadas às macroempresas, constituírem temas pouco afeitos aos tribunais. Some-se a isso o fato de que é muito comum as companhias recorrerem à arbitragem, não apenas em razão do despreparo do Judiciário, mas também pela celeridade e pelo sigilo das decisões arbitrais. Assim, a CVM assume um papel fundamental no *enforcement* dos deveres legais aplicáveis ao controlador e a jurisprudência administrativa torna-se, não só a fonte mais importante, como a mais acessível, para verificar como eles vêm sendo aplicados.

A análise é especialmente relevante quando se trata dos limites impostos ao poder de controle. Como vimos, o regime de responsabilização dos controladores aparece de forma bastante sucinta na Lei da S/A e foi estruturado sob a forma de cláusulas gerais, que exigem um período de aplicação prática para que seja possível extrair delas deveres mais concretos e regras.

O trabalho procurou traçar um quadro geral das decisões sobre abuso de poder de controle proferidas nos últimos anos por meio de dados estatísticos. Dada a insuficiência desse método procurou-se, em cada um dos tópicos discutidos, acrescentar comentários referentes às decisões, de forma a explicitar o entendimento da CVM sobre os aspectos considerados mais relevantes na discussão sobre o tema.

3.1. Metodologia

A pesquisa foi realizada no banco de dados da CVM a partir das informações disponíveis no site *www.cvm.gov.br* de 30 de setembro a 10 de outubro de 2011. Foram selecionados os processos administrativos sancionadores julgados de 2004 a setembro de 2011 em que a autarquia decidiu sobre a ocorrência de “abuso de poder de controle” e sobre “abuso de voto do controlador”. Os casos em que o Colegiado não aprovou o termo de acusação formulado pela Comissão de Inquérito na parte referente ao “abuso de poder de controle” ou “abuso de voto” foram descartados porque não deram origem a processos administrativos sancionadores sobre os temas. Importante ressaltar que não há na CVM, ao contrário do que ocorre no Judiciário, um campo para pesquisa livre de jurisprudência.

Também não foram incluídos na análise os casos de *insider trading*, embora a doutrina os identifique como hipóteses de abuso de poder de controle.¹⁷⁶ A justificativa para a restrição é que, ao negociar suas participações acionárias, os controladores atuam como agentes econômicos individuais, afastando-se do foco da pesquisa.¹⁷⁷

Considerando isso, foram encontradas 36 decisões em que o abuso de poder de controle foi discutido, das quais 7 foram julgadas em 2004; 11 em 2005; 6 em 2006; 5 em 2007; 3 em 2008; 3 em 2009 e 1 em 2010. Até setembro de 2011, a CVM não havia julgado nenhum processo relativo a abuso de poder de controle.

Os números dão a impressão de que os casos relativos a abusos vêm diminuindo bastante. Na verdade, o que sofreu significativa diminuição foi o número de processos sancionadores julgados pela CVM: 310 de 2004 a 2007 e, 142 de 2008 a setembro de 2011. Uma das explicações para isso é o aumento de termos de compromisso celebrados¹⁷⁸. De 2004 a 2007, foram aprovadas 115 propostas de acordo pelo Colegiado, enquanto de 2008 a

¹⁷⁶ Recentemente, em novembro de 2010, a FGV divulgou o relatório *Insider Trading: Dados e Reflexões*, que analisou exclusivamente as decisões da CVM sobre o uso de informações privilegiadas. A pesquisa pode ser acessada no site <http://www.direitogv.com.br/>.

¹⁷⁷ Em alguns casos de negociação de ações pelo controlador, mesmo havendo prejuízo para a companhia, a conduta não foi enquadrada pela CVM dentre as hipóteses de abuso de poder de controle. No Processo nº 09/93, julgado em 14 de dezembro de 2006, por exemplo, o controlador foi responsabilizado por ter vendido ações à companhia em condições não equitativas, garantindo preços superiores àqueles praticados no mercado. O voto vencedor fundamentou a condenação na violação ao art. 2º, alínea "d" da Instrução CVM nº 10/8 e ao art. 8º, item I, da Instrução CVM nº 8/79. Mas, apesar de o controlador ter colocado seus interesses pessoais acima do interesse social, em nenhum momento a decisão fez referência ao abuso de controle. Esse tipo de decisão não foi incluído na amostra.

¹⁷⁸ No curso do processo administrativo investigativo ou sancionador instaurado pela CVM, o acusado pode propor à autarquia a celebração do Termo de Compromisso, visando a suspender o curso do procedimento. Para isso, conforme dispõem os incisos I e II do § 5º do artigo 11 da Lei 6.385/1976, o investigado ou acusado deve comprometer-se a cessar a prática da conduta sob investigação da CVM e a indenizar, se for o caso, possíveis prejuízos dela decorrentes. Uma das vantagens apontadas pela doutrina é a maior flexibilidade e celeridade que essa transação promove. (EIZIRIK *et al*, 2011, pp. 355 e ss).

setembro de 2011, foram 217.¹⁷⁹ Mesmo assim, em termos relativos, observa-se que o número de PAS julgados referentes a abuso de poder de controle foi maior nos quatro primeiros anos da amostra: de 2004 a 2007, 9,35% dos processos julgados estavam relacionados a abuso de poder de controle; e, de 2008 a setembro de 2011, apenas 4,9%. Dos 452 processos julgados em todo o período analisado, menos de 8% (36) tratavam do tema. O número de termos de compromissos também foi baixo: dos 332 realizados no período, apenas 10 referem-se a abuso de controle.

O baixo percentual não significa que os abusos de controle sejam pouco frequentes. Embora a pesquisa não tenha analisado esse tipo de hipótese, é possível que os números estejam relacionados à dificuldade da CVM tomar conhecimento das condutas. Verificamos, como será adiante relatado, que, na maioria dos casos, as irregularidades no exercício do controle só se tornaram conhecidas pela iniciativa de terceiros. Além disso, grande parte dos processos julgados pela CVM não estão relacionados a matérias societárias.

3.2. Análise estatística e comentários.

3.2.1. Modalidades de abuso.

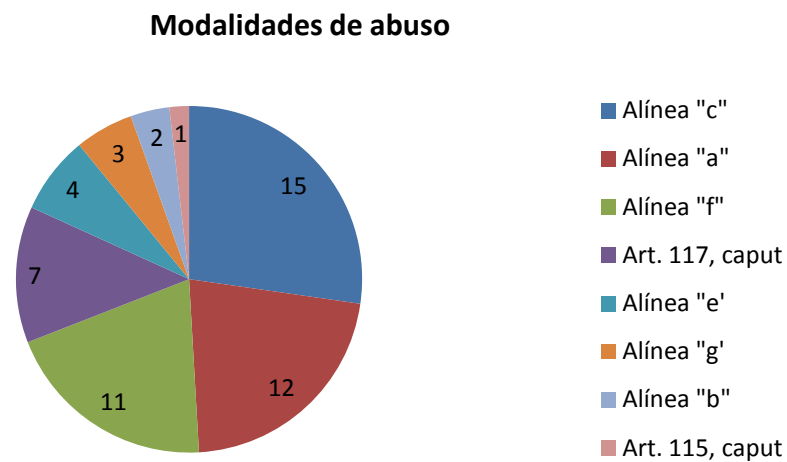
Considerou-se relevante verificar quais modalidades de abuso, dentre aquelas referidas no art. 117, apareceram com mais frequência nas decisões. Ressalte-se que, em alguns processos, os termos de acusação elencavam mais de uma alínea do art. 117, motivo pelo qual a soma dos valores não corresponderá a 100%.

Em quinze processos (41,6%), o termo de acusação relatou a violação ao art. 117, § 1º, alínea “c” da Lei 6.404/76. Doze processos (33,3%) fizeram referência à alínea “a” do art. 117, que proíbe o controlador de orientar a companhia para fim estranho ao objeto social e de favorecer outra sociedade em prejuízo da participação dos minoritários. Em onze processos (30,5%), os controladores foram acusados de violar o art. 117, alínea *f*, que trata da contratação em condições não equitativas com a companhia diretamente ou através de outrem. Em quatro processos (11,1%), a Comissão de Inquérito identificou violações à alínea “e”, que proíbe o controlador de induzir os administradores a praticar atos ilegais e de descumprir seus deveres estatutários. A alínea “g” apareceu em apenas três processos (8,3%); a alínea “b” em

¹⁷⁹ Importante notar que alguns termos de compromisso referem-se ao mesmo processo administrativo, mas são contados separadamente pela autarquia a depender das obrigações assumidas e das partes que o celebraram. A soma referida acima inclui todos os termos celebrados, independentemente de estarem ou não relacionados ao mesmo processo.

dois processos (5,5%) e, finalmente, as alíneas “h” e “d” não foram mencionadas em nenhuma decisão.

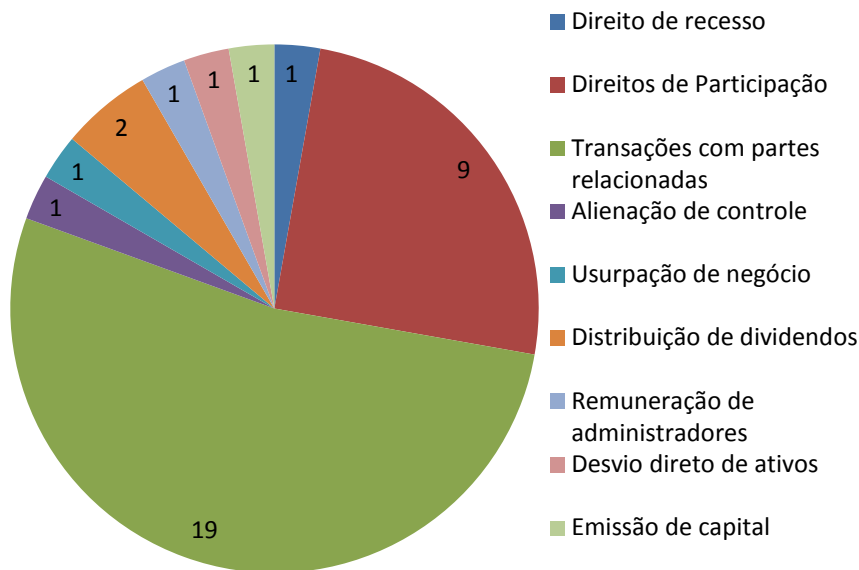
Em 7 processos, entendeu-se que as condutas não se encaixam no rol exemplificativo do art. 117, tendo a acusação mencionado apenas a vedação geral ao abuso do poder de controle prevista no *caput* do art. 117. E em um, a acusação de abuso de poder de controle formulada pela Comissão de Inquérito acabou sendo afastada pelo diretor-relator e o inquérito tratou apenas do “abuso de direito de voto” do controlador.



Os dados, entretanto, dizem muito pouco sobre os processos analisados. Até porque algumas alíneas do art. 117, § 1º, são bastante genéricas e várias delas, na prática, podem se confundir. Não é à toa que a própria CVM às vezes deixa de fazer menção a uma ou outra alínea referida em casos bastante semelhantes, sem que isso tenha qualquer repercussão sobre a sanção aplicada.

Sem embargo, conhecer as principais formas de que tem se revestido o abuso do poder de controle é essencial para avaliar a eficácia da Lei das S/A e identificar os pontos que devem ser tratados de forma mais cautelosa, não só pela legislação, mas também pela autorregulação. Foi isso que justificou a classificação mais detalhada por assuntos ilustrada abaixo.

Descrição detalhada dos abusos



Verifica-se pelo gráfico que os abusos mais comuns envolvem transações com partes relacionadas. Foram enquadradas nesta categoria todos os casos em que se discutiu, de forma preponderante, se foram realizados contratos de prestação de serviço, reestruturações societárias, concessão de empréstimos garantias e avais realizados com controladores, ou sociedades por ele controladas, em condições de favorecimento. Em segundo lugar, vêm as violações aos direitos de participação, aqui incluídos todos os abusos em que houve a participação indevida do controlador em eleições em separado ou o cerceamento, por qualquer forma, do direito de voto dos minoritários.

3.2.1.1. Hipóteses não previstas no art. 117, § 1º da Lei 6.404/76

Como já referido em sete processos, não foi possível enquadrar a conduta dos controladores em nenhuma das alíneas do art. 117, § 1º da lei 6.404/76. Fica claro que, assim como preconizado pela doutrina, também, na prática, tem-se entendido que as hipóteses enumeradas do referido dispositivo são meramente exemplificativas. Como a Lei das S/A não estabeleceu deveres concretos para os controladores, como o fez para os administradores, a análise desses precedentes pode fornecer bases mais seguras tanto para os controladores, quanto para os minoritários, em face de quem, em geral, os abusos são cometidos. Outra justificativa é que a identificação de elementos comuns nos casos não enumerados

expressamente em lei poderia ser um importante instrumento de controle da própria atuação da CVM. Condutas que se desviassem do padrão identificado, em tese, não deveriam ser punidas porque extrapolariam o que a própria autarquia, em termos gerais, vem entendendo como abusivo.

Este último objetivo, entretanto, revelou-se impraticável. Isso porque a fundamentação da CVM, na maioria dos processos, é bastante superficial e se liga a elementos específicos dos casos. Não só nestes processos, mas em todos os analisados na amostra, dificilmente, há afirmações ou considerações de ordem geral que permitam inferir critérios básicos para a aferição do abuso de controle. Aliás, a maioria dos casos em que houve condenação tratava de operações claramente contrárias ao interesse social, que acarretaram graves prejuízos à companhia, ou de violações a dispositivos expressos da lei das S/A.

Dos sete processos analisados, o PAS nº 28/03¹⁸⁰ é especialmente relevante, não tanto pelo caso, mas pelos argumentos utilizados pelo diretor-relator, que acabaram levando à absolvição dos acusados. A comissão de inquérito imputou a responsabilidade aos controladores diretos e indiretos da companhia por terem, por meio de operação simulada de alienação, entregado o controle a pessoas interpostas de idoneidade duvidosa, que teriam causado danos irreparáveis à companhia, promovendo o esvaziamento de seu patrimônio.

O voto vencedor do relator ressaltou que não haveria prova nos autos de que a alienação do controle havia sido simulada. Além disso, havia uma contradição na própria acusação: ou bem se tratava de operação simulada ou o controle, de fato, teria sido entregue a pessoas de idoneidade duvidosa. Neste último caso, o ônus da prova seria da CVM e não dos alienantes, como sustentava a acusação. Ademais, a própria Comissão havia reconhecido que, mesmo antes da alienação, a situação financeira da companhia era grave, de forma que não era possível dizer que a transferência do controle teria dado causa à insuficiência patrimonial.

O voto, entretanto, vai ainda mais longe, afirmando que, não só a alienação do controle a pessoas inidôneas não configura abuso de poder de controle, como que a CVM não tem competência para responsabilizar o controlador nestes casos. Vale reproduzir as principais conclusões do diretor-relator:

No Brasil, é pacífico que o exercício abusivo de controle se dá por meio i) voto; ii) persuasão da administração (ou o conselho fiscal), em favor da tomada de determinada medida, que também poderia ser considerada abusiva; iii) contratação com a companhia em condições não equitativas e iv) apuração de denúncia “que saiba ou devesse saber procedente que justifique fundada suspeita de irregularidade” (art. 117, § 1º, alínea “g”). No caso concreto, o abuso de poder decorreria da alienação de controle a pessoas inidôneas. Ou seja, não decorreria nem do voto, nem

¹⁸⁰ PAS nº 28/03, dir. rel. Wladimir Castro, j. 24.10.2006.

da persuasão, nem de não apuração de denúncia. Sendo assim, entendo não ser possível, no presente caso, caracterizar esse conjunto de atos como abuso de poder..

O entendimento sustentado pelo relator, em primeiro lugar, parece manifestamente contrário à ideia de que as hipóteses previstas no art. 117 são meramente exemplificativas. A cláusula geral de responsabilidade do controlador está no art. 116 da Lei das S/A, que o obriga a respeitar e a atender aos interesses de todos os *stakeholders* e à função social. Um dos desdobramentos mais importantes desse princípio, como já referido ao longo do trabalho, é justamente a preservação da empresa, daí porque a alienação do controle a pessoas inidôneas, que pretendam esvaziar o patrimônio da companhia, representa uma grave violação ao dever de diligência dos controladores e pode configurar abuso de poder de controle se provado que o alienante conhecia ou deveria conhecer as intenções do novo controlador.

SALOMÃO FILHO (2008, p. 284) ressalta que:

nessa visão que leva em consideração toda a forma de interesses afetados pela sociedade, operações que possam pôr em risco a preservação da empresa, inclusive alienações de controle, podem ser contestadas e até mesmo impedidas, tendo por base a defesa do interesse social.

Não é sem razão que os tribunais americanos têm reconhecido aos acionistas minoritários o direito de obter perdas e danos do ex controlador, quando ele cede a empresa a pessoas que passam a defraudar os seus bens. (COMPARATO, 2008, p. 299).

Segundo a CVM, entretanto, não há um padrão mínimo de diligência exigível dos adquirentes. Além disso, questões como essa estão fora de sua competência, como se depreende do seguinte trecho:

“eventual incapacidade financeira do adquirente, deficiência na auditoria (due diligence) para a aquisição do controle, ausência de justificação pelos antigos controladores sobre a capacidade financeira do adquirente e mesmo a motivação da alienação de controle (que a acusação considera ter sido a tentativa de evitar a assunção de responsabilidades) estão fora da alçada da CVM”.

A conclusão deixa claro como a CVM vem interpretando as hipóteses de abuso de poder de controle de forma restrita, sobretudo quando a vantagem obtida pelo controlador não é explícita.

Igualmente relevante é a menção ao processo nº 2008/1815¹⁸¹, em que se discutiu o abuso de poder de controle por usurpação de oportunidade comercial pela sociedade

¹⁸¹ PAS nº 2008/1815, dir. rel. Eli Loria, j. 28.04.2009.

controladora. A companhia contra quem teria sido perpetrado o abuso (MG Poliéster S/A) estava sob o controle indireto da M&G International. Em 2004, foi constituída sociedade anônima fechada também sob o controle indireto da M&G International, sem qualquer participação acionária da M&G Poliéster (companhia), para a produção de resinas, mesma atividade desenvolvida pela companhia. O caso é interessante não apenas porque discute os critérios adotados para caracterizar a usurpação de oportunidade comercial, que ainda têm suscitado divisões na doutrina, mas porque também envolve uma análise sobre os limites à discricionariedade do controlador para definir a organização do grupo.

Analisando o fenômeno concentracionista, ANTUNES (2002, p. 41) constata que:

qualquer empresa societária em contínuo processo de expansão endógeno acaba inevitavelmente por atingir uma certa dimensão a partir da qual se colocam complexos problemas de organização advenientes do seu agigantismo e onde deixa de ser possível garantir uma gestão eficientes do todo.

Foram justamente esses limites à expansão interna que, entre outras razões, levaram as companhias a, em vez de utilizarem processos de concentração primária, tal como a fusão e a incorporação, se valerem da aquisição do controle de outros operadores econômicos. Assim, em princípio, um dos argumentos favoráveis à constituição da nova sociedade fechada poderia ser o fato de que a exploração da atividade por outra companhia poderia reduzir os custos de transação.

A Lei das S/A proibiu expressamente o administrador de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia para a obtenção de vantagens particulares. Embora o controlador também tenha deveres fiduciários em relação à companhia, a extensão da proibição a ele deve ser feita com mais cautela, pois, ao contrário do administrador, ele não exerce poderes meramente funcionais. Assim, uma interpretação muito rigorosa poderia significar uma restrição indevida à livre iniciativa.

O voto do relator, entretanto, ressaltou que as condutas do art. 117 eram meramente exemplificativas, concluindo que: “*se aplica também ao controlador o mesmo dever de lealdade desvelado pelo diploma societário aos administradores*”. Um dos principais fundamentos invocados na decisão é que à companhia deveria ter sido dada a oportunidade de decidir se devia ou não investir em uma nova oportunidade de negócio, seja diretamente relacionada a suas atividades atuais ou com vistas a novas operações. No caso analisado, entretanto, o controlador ao constituir sociedade para a exploração de atividade semelhante, não apresentou a oportunidade aos administradores da controlada. Além disso, argumentou-se que a oportunidade havia sido criada pelo grupo e não pelo controlador, como apontava a

defesa, e que, em razão da afinidade de objeto social, pertencia à companhia. (M&G Poliéster). O voto concluiu que a “*usurpação de oportunidade comercial se concretiza tão logo exista um interesse real ou potencial da companhia na transação*”.

No caso analisado, dois elementos foram essenciais à configuração do abuso: a) o fato de a oportunidade não ter sido oferecida aos administradores. b) a similaridade do objeto social das duas companhias.

Nos processos nº 15/05¹⁸² e nº 2005/033¹⁸³ também se entendeu que a conduta não se enquadrava em nenhuma das hipóteses referidas no § 1º do art. 117. No primeiro, o controlador foi acusado por abuso de poder de controle por ter cerceado o direito de voto dos acionistas preferencialistas, por meio de artifícios contábeis, que impediram que a companhia completasse três exercícios consecutivos sem distribuir dividendos, hipótese em que eles adquiririam o direito de voto, nos termos do art. 111, § 1º e o próprio poder de controle. Além da comprovação da fraude, verificou-se que, quando questionado sobre o direito adquirido pelos acionistas na assembleia geral, o controlador teria ocultado o fato de que a companhia havia entrado em operação, condição necessária, segundo o Estatuto, para que os preferencialistas adquirissem o direito de voto. No segundo, se discutiu previsão estatutária da companhia, que estendia a todas as ações preferenciais, independentemente, de terem direito a dividendo fixo ou mínimo, o direito de voto, em caso de não distribuição de dividendos, diferentemente do que dispõe a Lei das S/A. Como existia sentença no Judiciário em favor do controlador, que não havia reconhecido o direito de voto dos acionistas que não tinham direito a dividendos fixos ou mínimos, a acusação foi afastada.

Outra hipótese não prevista diretamente pela Lei das S/A, mas que foi considerada abusiva, foi a retenção de lucros. No processo nº 24/03¹⁸⁴, a CVM entendeu que o controlador havia incorrido em abuso de poder ao deixar de deliberar nas assembleias gerais sobre a destinação do lucro remanescente, que extrapolava o dividendo proposto pela administração. Como não houve a deliberação sobre a constituição de reserva de orçamento legal, considerou-se que os lucros haviam sido retidos injustificadamente. Com efeito, o art. 196 determina que, não sendo os lucros destinados às reservas expressamente previstas na Lei das S/A ou com base em orçamento de capital, eles devem ser distribuídos. Embora não enumerada expressamente na lei, a hipótese figura no 1º, inciso X, da Instrução nº 323 da CVM, que trata do abuso de poder de controle.

¹⁸² PAS nº 15/05, dir. rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 29.11.2006.

¹⁸³ PAS nº 2005/033, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 05.10.2005

¹⁸⁴ PAS nº 24/03, dir. rel. Wladimir Castro, j. 09.06.2005.

A possibilidade de reter ou não lucros se identifica com as primeiras discussões sobre o institucionalismo. Como já referido nos capítulos anteriores, um dos casos mais célebres foi o de *Dodge vs. Ford Motors*, em que a Corte Estadual de Michigan determinou que Henry Ford, que pretendia reter os lucros auferidos para a autocalcapitalização da companhia, distribuísse dividendos aos demais acionistas. Não é sem razão que tanto o direito brasileiro quanto o direito comparado passaram a exigir um percentual mínimo obrigatório de distribuição de dividendos. Além de estabelecer limites à porcentagem passível de não distribuição, a Lei das S/A estabelece uma série de formalidades para a retenção. O objetivo é proteger os minoritários, cujo interesse, na maioria das vezes, se resume à remuneração de seu capital. Daí porque o descumprimento desses dispositivos deve ser considerado, de fato, abusivo.

Já no processo nº 10/03¹⁸⁵, o controlador foi acusado de violar os arts. 117 e 116 por ter deixado de informar aos acionistas minoritários o bônus de contratação de determinado diretor na assembleia geral que aprovou a remuneração global. A CVM afastou o abuso facilmente, sob o argumento de que a divulgação desse tipo de informação cabe ao Conselho e não aos controladores.

O último processo que tratou de modalidade de abuso não prevista na Lei das S/A foi o 25/03¹⁸⁶. Foram discutidas supostas irregularidades cometidas na avaliação de determinada sociedade, sob controle comum, que seria incorporada à companhia. A Comissão de Inquérito apontou que o laudo, além de ter deixado de avaliar determinados valores a preços de mercado, utilizou critérios diferentes na avaliação nas duas companhias. Entretanto, como não havia uma definição clara sobre a forma como os laudos a preço de mercado deveriam ser elaborados, o abuso foi afastado.

Por fim, no processo nº 1846/2001¹⁸⁷ o Colegiado afastou a imputação de abuso de poder de controle, alterando o termo de acusação para abuso do direito de voto. A justificativa sucinta mencionada no processo não explica satisfatoriamente por que o Colegiado entendeu que não se tratava de abuso de controle. O termo de acusação formulado estabelecia que os acionistas controladores deveriam responder pelas violações ao art. 116, § único e ao art. 117, § 1º, alínea “c”, mas, ele foi alterado pelo Colegiado. Vale reproduzir o único trecho que explica a modificação:

¹⁸⁵ PAS nº 10/03, dir. rel. Norma Parente, j. 08.12.2005.

¹⁸⁶ PAS nº 25/03, dir. rel. dir. rel. Eli Loria j. 30.09.2008.

¹⁸⁷ PAS nº 2002/1846, dir. relator Eli Loria, j. 08.07.2004.

a imputação de responsabilidade por infração ao caput do art. 115 deveria recair sobre os acionistas controladores, tendo em vista que: i) a norma do § único do art. 116 se ocupa de enunciar a existência de deveres a que vincula a condição de uma companhia; ii) à infringência a tais deveres correspondem as responsabilidades previstas no art. 117; e iii) inexistente prova cabal de que a adoção de política ou decisão do controlador tenha confrontado o interesse da companhia.

A explicação, como se vê, diz muito pouco. O ponto chama atenção porque a doutrina majoritária tem entendido que sempre que o controlador vota de forma abusiva, ou seja, contrária ao interesse social, viola seu dever de lealdade e, portanto, incorre igualmente em abuso de poder de controle. O fato de a conduta abusiva ser praticada por meio do voto em assembleia ou fora dela não tem qualquer relevância para o deslinde da questão. O Colegiado da CVM, entretanto, parece estabelecer uma gradação entre o abuso de direito de voto e o abuso de poder de controle, sugerindo que, determinados atos praticados pelo controlador, embora violem o art. 115 não autorizam a responsabilização por exercício abusivo do poder de controle.

O processo tratava da distribuição de dividendos de forma diversa àquela estabelecida no Estatuto Social. A assembleia aprovou proposta de distribuição de dividendos, creditando aos acionistas preferencialistas e ordinaristas o mesmo valor, quando todo o lucro a distribuir deveria ter sido destinado às ações preferenciais, uma vez que não havia atingido o valor do dividendo mínimo previsto no Estatuto. Os controladores foram absolvidos, sob a justificativa de que teriam agido de boa fé. O argumento será analisado mais adiante quando tratarmos da exigência ou não do dolo e da culpa.

3.2.2. *Os acusados.*

Na maioria das decisões analisadas, as companhias em que o abuso do poder de controle teria sido praticado faziam parte de grupos empresariais. Diante disso, a análise procurou verificar a quem as infrações eram imputadas: à sociedade controladora direta, à alguma controladora indireta intermediária, à *holding* do grupo, ao acionista controlador pessoa física ou, simultaneamente, a mais de um deles.

A informação não aparece de forma clara nos processos. Em geral, a CVM não explicita a estrutura de capital das companhias, de forma que não é possível saber exatamente que posição o acusado ocupa nos grupos. Em razão disso, foi necessário analisar os IAN's (Informativo Anual) das companhias mencionadas para verificar como era exercido o controle

acionário na época do abuso. Foram consultados os IAN's com a data de encerramento mais próxima àquela do primeiro ato supostamente abusivo.

Ao analisar as decisões, constatou-se que não existe um padrão na CVM quanto a quem deve responder pelo abuso do poder de controle dentro dos grupos societários. Nos 36 processos da amostra, a CVM adotou sete soluções diferentes, quais sejam, acusar a) somente a sociedade controladora direta, mesmo nos casos em que havia controladoras indiretas; b) tanto a controladora direta quanto seu acionista controlador - pessoa física; c) apenas as pessoas físicas, controladores indiretos da companhia, sem formular qualquer acusação contra a sociedade controladora direta ou indireto; d) apenas a controladora indireta final e) tanto a sociedade controladora direta quanto a indireta; f) a controladora indireta e as pessoas físicas que a controlam; g) a controladora direta e os controladores indiretos – pessoas físicas – da sociedade controladora direta¹⁸⁸.

Em alguns processos, as companhias não faziam parte de grupos empresariais. Nestas hipóteses, naturalmente, as acusações recaíram sobre o acionista controlador direto da companhia, pessoa física. Em um dos processos (nº 2002/1823¹⁸⁹), a própria companhia foi acusada de abuso de poder de controle. A acusação acabou sendo afastada de plano pelo Colegiado.

O que mais chama atenção é que, em quase todos os processos analisados, a CVM não oferece qualquer justificativa para a divergência, limitando-se a adotar um ou outro tratamento. Pela leitura dos processos, também não foi possível encontrar um padrão nas classes analisadas que permitisse inferir essas razões.

Em uma das poucas decisões em que o tema foi discutido (PAS nº 07/05¹⁹⁰), a defesa alegou que não existia na lei o conceito de controle indireto e que a punição da controladora indireta implicaria desconsiderar a personalidade jurídica do controlador direto. A resposta do Colegiado demonstra como as acusações são formuladas de forma aleatória, como se depreende do voto: “*Por alguma razão não explicitada, a Comissão de Inquérito optou por não acusar a Edificadora S.A [controladora direta]*”. O relator, Marcelo Trindade, afirmou, ainda, que somente se deve responsabilizar o controlador indireto quando ficar provado que participou das decisões abusivas. Mesmo assim, o controlador direto deverá responder pelo abuso. É o que revela este trecho do voto:

¹⁸⁸ PAS nº 2001/4635, dir.rel. Wladimir Castro, j. 16.12.2004.No referido processo, a CVM acusou a AMBEV, controladora direta da Antarctica (companhia prejudicada) e os controladores indiretos da AMBEV. A Ambev era controlada por uma sociedade controladora, que não foi acusada. Os acionistas eram controladores diretos dessa sociedade e apenas indiretamente da Ambev.

¹⁸⁹ PAS nº 2002/1823, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 14.03.2005.

¹⁹⁰ PAS nº 17/05, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j.24.04.2007.

Assim, em tese me parece possível que se possa acusar o controlador indireto por abuso do poder de controle na forma do art. 117 da Lei das S.A.. Contudo, creio que **somente se deve fazê-lo quando a imputação ao controlador direto for insuficiente para alcançar os agentes que deram causa à violação**. Em outras palavras: **é preciso estar provado que as decisões ou políticas indevidas emanaram do controlador indireto**. E mesmo sendo esse o caso, me parece que não se deve deixar de imputar responsabilidade também ao controlador direto que tiver implementado tais políticas através dos atos societários formais. (grifo nosso).

O tema voltou a ser discutido no processo CVM RJ nº 03/04¹⁹¹. Tanto a controladora direta quanto a controladora indireta foram acusadas por haverem centralizado despesas jurídicas do grupo na Newtel, controlada das duas. O Colegiado, entretanto, afastou a responsabilidade da Opportunity Mem, controladora direta, sob o argumento de que *“era só um veículo por meio do qual a acionista controladora indireta organizava sua participação acionária na Companhia”*. A Opportunity Mem S/A também era ré nos processos que justificaram as despesas e havia assinado o termo de rateio futuro, assim como a Futuretel S/A (controladora indireta) e a Newtel S/A (companhia). A Futuretel S/A era titular de 100% das ações da Opportunity Mem S/A.

Embora os demais processos não discutam o assunto, a análise revelou que, em geral, a CVM não responsabiliza apenas as controladoras indiretas. Em um dos processos em que a acusação recaiu sobre elas, como já referido, ela foi afastada pelo Colegiado. E, nos únicos três processos em que elas foram, de fato, responsabilizadas, observou-se que, em dois deles, as controladoras diretas eram suas subsidiárias integrais e, no terceiro, que o abuso havia beneficiado diretamente a controladora indireta, pois foram subscritos debêntures de sua emissão pela companhia, em condições de favorecimento. Embora essas justificativas não tenham sido invocadas expressamente, é possível que esses tenham sido os critérios para a responsabilidade do controlador direto: a) se tratar de subsidiária integral; ou b) haver benefício direto para a controladora indireta.

Constatou-se ainda que não existe na CVM um posicionamento uniforme sobre se deve ser responsabilizado o acionista controlador, pessoa física, ou uma das sociedades controladoras. Em alguns casos, como já referido, ambos foram acusados; em outros apenas as pessoas físicas, seus controladores indiretos; e, nos demais, somente as sociedades controladoras.

¹⁹¹ PAS nº 03/04, dir. rel. Maria Helena de Santana, j. 23.05.2007

No processo nº 20/04¹⁹², em que se discutiu abuso por participação em eleição de conselheiro fiscal, um dos acusados por abuso de direito de voto era a AFAM Empreendimentos e Negócios Comerciais S/A, que participou diretamente da deliberação. A CVM, contudo, entendeu que apenas seu diretor-presidente e principal acionista deveria ser responsabilizado, pois *“apesar da teoria da realidade conferir às sociedades anônimas o caráter de ente autônomo, com interesses próprios (...) é fato que, por ser uma associação humana (...) terá suas condutas direcionadas conforme o entendimento daqueles que a dirigem”*. Esse processo demonstra claramente a ausência de coerência na autarquia. Na mesma decisão, imputou-se multa por abuso de poder de controle a uma das sociedades controladoras, Otamar Empreendimentos e Participações Ltda.

Em alguns processos, verifica-se que a CVM foge da definição do art. 116 da Lei 6.404/76. E, em vez de atribuir a responsabilidade apenas àqueles que constam dos IAN's como acionistas controladores, acusam, por abuso de poder de controle, o agente que teve participação direta nos eventos abusivos, ainda que não preencha os requisitos da Lei das S/A. Em alguns processos, a acusação foi imputada ao “representante” da sociedade controladora, por exemplo. Em um deles (PAS nº 10/00¹⁹³), a CVM refere-se à figura do “controlador como um todo”, mas não deixa claro o que a expressão significa. Aparentemente, a CVM baseou a acusação na influência, de fato, exercida pelo administrador sobre todas as companhias envolvidas no abuso, principalmente, porque foi ele o representante de todas as companhias nos complexos processos de reorganização societária discutidos no processo. Essas impropriedades técnicas, embora, em algumas hipóteses, acabem se desviando do art. 116, na verdade, refletem a preocupação da CVM com o preenchimento do exercício efetivo do poder de controle. A própria omissão dos percentuais acionários revela isso.

Observou-se, em algumas hipóteses em que o controle era exercido de forma conjunta, que a CVM não responsabilizou todo o bloco de controle. No processo nº 02/2007¹⁹⁴, em que se discutia o abuso do poder de controle por manipulação da eleição em separado de conselheiros fiscais pelos preferencialistas, a CVM responsabilizou apenas Gilberto Renaux e Paulo Renaux, alguns dos integrantes do bloco de controle da FATRE e, indiretamente, controladores da Têxtil Renaux (companhia). Em 2003, os dois passaram a ser os controladores diretos da Têxtil Renaux. Os abusos, entretanto, começaram ainda em 1999, quando os dois sequer eram os maiores acionistas da FATRE, controladora direta, e

¹⁹² PAS nº 20/04, dir. rel. Eli Loria, j. 21.08.2008.

¹⁹³ PAS nº 10/00, dir. relator Eli Loria, j. 08.07.2004.

¹⁹⁴ PAS nº 02/2007, dir. rel. Eli Loria, j. 08.12.2009.

repetiram-se em 2000, 2002 e 2003. Quando da mudança no controle da Têxtil Renaux, a própria companhia publicou fato relevante informando que não haveria OPA porque os adquirentes, Gilberto Renaux e Paulo Renaux, já faziam parte do bloco de controle. Não obstante, nenhum dos votos, faz menção à existência do bloco e à possibilidade de responsabilizar os demais integrantes pelo abuso ou às razões que justificariam a não imputação.

Como se trata de processo administrativo sancionador, a solidariedade não seria, de fato, adequada. Isso porque o instituto se presta a facilitar o ressarcimento do credor em caso de dano e, portanto, ajusta-se melhor às hipóteses de responsabilidade civil. Em se tratando de responsabilidade administrativa, de caráter punitivo, é necessário analisar a participação e a culpabilidade de cada agente no ato abusivo. O maior problema é que não se observa uma preocupação na CVM em verificar como atuaram os demais integrantes do bloco de controle, se sabiam do ato praticado, se se omitiram, etc.

No processo 2005/5828¹⁹⁵, essa orientação fica ainda mais clara. Os reclamantes, acionistas preferencialistas, encaminharam correspondência à CVM relatando irregularidades no exercício do controle, documento em que listavam todos os acionistas, pessoas físicas e jurídicas, que participavam do bloco e controle. Entretanto, apenas as pessoas jurídicas foram acusadas. Em nota de rodapé, o voto vencedor esclarece que apenas as pessoas jurídicas detinham ações preferenciais, de acordo com a composição acionária apresentada pela companhia, sugerindo que essa fora a razão pela qual apenas elas foram acusadas de abuso por votar na deliberação em vaga destinada aos preferencialistas. Em ofício encaminhado à companhia, a CVM solicitou não apenas a indicação dos acionistas que integram o bloco de controle, mas exigiu que a companhia identificasse “os responsáveis pela orientação de voto do grupo de controle ou pelas decisões tomadas nas AGO de 2003 e 2004”.

Quanto ao perfil dos acusados, verificou-se, pela análise dos IAN's e as informações constantes dos processos, que o maior acionista das companhias em que teria sido praticado o abuso detinha, aproximadamente, 67% das ações ordinárias. O número é ainda mais elevado quando consideramos as ações de controle: 79,3% do capital votante. Para obter este último dado, somamos o número de ações de todos os acionistas que o IAN identificava como controladores. Nos casos em que nenhum dos acionistas aparecia como controlador nos informativos, foram considerados controladores aqueles a quem o abuso foi imputado pela CVM. Ressalte-se que, em 10 processos, não foi possível obter essa informação, pois não

¹⁹⁵ PAS n° 2005/5828, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 11.01.2006.

foram encontrados os IAN'S dessas companhias e o número de ações do controlador não foi mencionado no processo. É possível que, em razão do longo tempo transcorrido desde o abuso, as companhias tenham sofrido reestruturações societárias, mudanças de denominação social, cancelamentos de registro, fechamento de capital, etc.

Os resultados demonstraram ainda que, nos 26 processos em que a análise foi possível, as companhias apresentavam controladores definidos, ou seja, com mais de 50% do capital votante. Os dados comprovam a alta concentração acionária brasileira e a necessidade de limitar os benefícios privados do poder de controle, principal problema desse tipo de mercado, como já explicado.

3.2.3. Tempo transcorrido entre a irregularidade e o julgamento pela CVM

Um dos aspectos fundamentais para verificar a efetividade da CVM na fiscalização do mercado de capitais é o tempo transcorrido entre a irregularidade e sua punição. Prazos muito longos prejudicam o *enforcement* e são vistos pelo mercado como baixa proteção ao investidor.

Como os abusos se desdobram em várias condutas, para efeito de análise, foi considerada a data (mês e ano) do primeiro ato que, posteriormente, seria investigado pela CVM como abusivo. Em alguns processos, a autarquia limitou-se a informar o ano em que teriam ocorrido os supostos abusos. Nestes casos, considerou-se que o ato fora praticado em junho daquele ano.

A análise demonstrou que o tempo médio entre a data do abuso e o julgamento pela CVM foi de, aproximadamente, 7 anos e 7 meses. O tempo mínimo encontrado foi de, aproximadamente, 2 anos e 4 meses e o tempo máximo foi de, aproximadamente, 17 anos e 1 mês. Na maioria dos processos (24 processos), esse prazo foi superior a cinco anos.

Isso explica porque um dos argumentos recorrentes nos processos analisados é a prescrição. A lei 9.873/1999 determina que a prescrição da ação punitiva da Administração Pública Federal ocorrerá em cinco anos contados da prática do ato e estabelece três causas de interrupção: a) citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; b) qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; c) pela decisão condenatória recorrível.

As decisões analisadas demonstram que o conceito de fato inequívoco vem sendo alargado pela CVM para promover a dilação dos prazos prescricionais. Em geral, a defesa dos acusados aponta que só deveriam ser considerados como “inequívocos” os atos bilaterais. Para EIZIRIK (2011, p. 335), como o processo administrativo sancionador apenas

terá início com a notificação ou intimação dos acusados, as causas interruptivas somente poderão ser invocadas após sua instauração.

Esse entendimento, entretanto, tem sido expressamente afastado pela CVM, sob a alegação de que constituem atos inequívocos quaisquer atos instrutórios, independentemente de serem levados ao conhecimento das partes envolvidas, ainda que tenham sido praticados pelo BACEN. A interpretação, na prática, torna praticamente impossível a aplicação da prescrição. Além do evidente prejuízo à segurança jurídica e ao devido processo legal, a punição terá pouca utilidade, já que, muitas vezes, os agentes punidos já estarão fora do mercado. Apesar das críticas, a análise dos processos demonstrou que o entendimento está consolidado na CVM.

3.2.4 Absoluções e condenações

Analizou-se o percentual de absolvições e condenações dentre os processos selecionadores. Foram considerados apenas os dados relativos à acusação por abuso de poder de controle.

Verificou-se que em, aproximadamente, 53% dos processos (19 processos) houve a absolvição de todos os acusados da prática de abuso de poder de controle. E, em 47%, a condenação foi total ou parcial. Além disso, da leitura dos processos, foi possível perceber que o número de absolvições para os administradores é menor.

O estudo demonstrou que a sanção mais comum é a multa. Ela foi aplicada em mais de 76% dos processos em que houve condenação. Em apenas três processos, a CVM aplicou a pena de inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhias abertas. O prazo mais alto foi de 20 anos, o máximo autorizado pela lei 6.385/76. Em todos os casos em que foi aplicada a inabilitação, observou-se que o controlador também ocupava cargos de administração na companhia. A pena de advertência foi aplicada em um único processo.¹⁹⁶

O valor mais alto das multas foi de 243.173.211,40 milhões, aplicada, no processo nº 2001/4474¹⁹⁷, em razão de mútuos contraídos em favor do controlador. O valor equivalia a 50% do triplo dos empréstimos realizados às companhias sob controle comum. Em termos

¹⁹⁶ O art. 11 da Lei 6.385/1976, com a redação dada pela Lei 9.457/1997, autoriza a aplicação pela CVM em processo administrativo sancionador das seguintes penalidades: advertência; multa; suspensão do exercício do cargo; inabilitação para o exercício do cargo; suspensão de autorização ou registro para o exercício de atividades; cassação de autorização ou de registro para o exercício de atividades; proibição da prática de atividades ou operações; proibição de atuar em modalidades de operações no mercado;

¹⁹⁷ PAS nº 2001/4474, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 30.03.2005.

relativos, entretanto, a multa mais alta foi aplicada aos controladores do Banco Excel. Os dois acionistas controladores juntos foram condenados a pagar multa equivalente ao dobro da vantagem auferida por meio do abuso. O art. 11, § 1º da Lei 6.385/76 autoriza que a multa aplicada seja de até três vezes o valor da vantagem auferida. Entretanto, em nenhum processo a multa atingiu esse patamar.

Na maioria dos processos, a CVM não apresentou justificativa nem para o tipo de sanção aplicado (multa ou inabilitação) nem para o montante das multas ou para o prazo de inabilitação. Em algumas decisões, os votos fazem referências genéricas, sugerindo que teria sido considerada a “gravidade da conduta”. Em outras, não há qualquer menção ao *quantum* da pena. A não apresentação dos critérios pela autarquia constitui uma grave ofensa ao princípio da ampla defesa, sobretudo levando em conta o caráter punitivo dos processos administrativos sancionadores.

EIZIRIK (2011, p. 341) ensina que, na aplicação da pena de multa, o julgador deve atentar para as condições sócioeconômicas do apenado, para o delito cometido, tendo em consideração sua gravidade, repercussão social, o grau de culpa e a intensidade do dolo, assim como para circunstâncias atenuantes e agravantes. Nos casos de inabilitação, obviamente, afasta-se a necessidade de analisar o patrimônio do acusado, mas ainda é necessário considerar os demais parâmetros, sobretudo a culpabilidade.

Um dos processos em que a CVM justificou a sanção aplicada foi o CVM RJ 03/04. No referido processo, que tratava da centralização de despesas jurídicas em uma das controladas, aplicou-se pena de advertência, sendo considerado na dosimetria da pena o fato de que os então controladores não mais exerciam o controle da sociedade anônima responsabilizada. Importante notar que o fato punido não poderia ser considerado uma infração leve, pois os controladores haviam aprovado demonstrações financeiras irregulares, de que tinham inequívoco conhecimento, ocultando despesas que alcançavam mais de 10 milhões de reais em benefício da própria controladora.

Não é possível antever se esse entendimento será aplicado em casos semelhantes pela CVM ou se se trata de caso isolado. Isso porque nos demais processos analisados em que houve a transferência do poder de controle antes do julgamento, os controladores foram absolvidos por outros motivos.

A decisão, entretanto, não deixa de ser contraditória. Como já referido, em alguns casos, em vez de responsabilizar as sociedades controladoras diretas, as sanções foram imputadas aos acionistas controladores indiretos, pessoas físicas. A título exemplificativo,

podemos citar: PAS n° 02/04¹⁹⁸; PAS n° 02/2007¹⁹⁹; PAS n° 2005/1443²⁰⁰; PAS n° 2001/4474²⁰¹. Contudo, a autarquia não explica por que, neste caso, optou por acusar apenas a pessoa jurídica para logo abrandar a sanção em razão da transferência do controle. Um dos argumentos que podem ser invocados em favor da responsabilização da pessoa física é que se evita que os minoritários das sociedades controladoras, destituídos de poder de decisão, sejam prejudicados por condutas de que não participaram, especialmente quando se estiver diante de uma sociedade de capital. A preocupação é especialmente relevante nos processos administrativos sancionadores que, ao contrário da responsabilidade civil, têm um nítido caráter dissuasório e punitivo. Por outro lado, a sociedade controladora, na maioria dos casos, é a beneficiária direta das condutas abusivas. Ao se imputar a responsabilidade unicamente ao controlador, pessoa física, poderia haver o locupletamento ilícito da sociedade.

O que parece não fazer sentido é deixar de imputar a sanção devida em razão de o controle ter sido transferido. O entendimento fragiliza a proteção aos minoritários e ao próprio mercado de capitais. A aplicação da atenuante, na verdade, corrobora a conclusão anterior da ausência de orientação uniforme na CVM quanto a quem deve ser imputada a responsabilidade pelo abuso.

Em apenas um dos processos analisados, verificou-se que a CVM, em vez de apenas mencionar genericamente a maior ou menor gravidade da conduta, comparou o caso analisado com outros processos relativos a abuso de poder de controle julgados por ela. No referido processo, CVM n° 2005/0097²⁰², entendeu-se que o fato de os mútuos realizados pelo controlador terem sido pagos, ao contrário do que ocorreu em outras hipóteses semelhantes julgadas pela CVM, deveria ser considerado na dosimetria da pena. O diretor relator imputou multa de 2% sobre o valor das debêntures subscritas indevidamente e dividiu o valor obtido proporcionalmente entre cada um dos acusados, de acordo com sua participação na companhia beneficiada.

A falta de detalhamento na aplicação das sanções foi um dos aspectos considerados mais preocupantes em toda a análise.

¹⁹⁸ PAS n° 02/04, dir. rel. Norma Parente, j. 07.12.2005.

¹⁹⁹ PAS n° 02/2007, dir. rel. Eli Loria, j. 08.12.2009.

²⁰⁰ PAS n° 2005/1443, dir. rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 10.05.2006.

²⁰¹ PAS n° 2001/4474, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 30.03.2005.

²⁰² PAS n° 2005/0097, dir. rel. Maria Helena Santana, j. 15.03.2007.

3.2.5. *A origem dos processos.*

O estudo demonstrou que a instauração da maioria dos processos sancionadores (26 processos, ou seja, 72,2% da amostra) foi motivada por reclamações encaminhadas por terceiros à CVM. Dos 36 processos analisados, 50% (18 processos) tiveram origem em denúncias ou consultas apresentadas por acionistas minoritários; 11,1% (4 processos) em reclamações enviadas por administradores da companhia e/ou conselheiros fiscais eleitos por acionistas minoritários; 8,3% (3 processos) foram motivados por ofícios encaminhados pelo BACEN à CVM e dois processos resultaram de supostas irregularidades informadas à CVM pelo agente dos debênturistas e pelo Ministério Público.²⁰³

Verifica-se, portanto, que, em apenas dez processos (27,7%), a CVM atuou realmente de ofício.²⁰⁴ Na maioria deles, as obrigações de transparência haviam sido violadas.

Os resultados demonstram a importância do ativismo dos acionistas minoritários e da participação de conselheiros independentes nos órgãos de administração e no Conselho fiscal para a fiscalização do poder de controle, tal como preconizado pela governança corporativa.

3.2.6. *Relação entre controladores e administradores.*

Em estruturas de capital acionário concentrado, como já explicado, é comum que o controlador assuma os cargos de administração ou que os administradores atuem como meros instrumentos de reforço ao poder de controle. Não é sem razão que uma das maiores preocupações da Governança Corporativa é justamente assegurar o maior número de conselheiros independentes possível no Conselho de Administração. Diante disso, a verificação das relações entre controladores e administradores nas hipóteses de abuso do poder de controle assume especial relevância.

Na maioria dos processos analisados (66,6%), os controladores também ocupavam cargos de administração nas companhias. Ressalte-se que, no cálculo do percentual, somente foram consideradas as decisões em que os acusados eram pessoas físicas (15 processos), pois a lei das S/A não admite que pessoas jurídicas componham os órgãos de administração das companhias.

²⁰³ Observe que a soma (27 processos) ultrapassa o número de processos iniciados por reclamações de terceiros referido acima (26 processos). Isso se explica porque, no processo CVM RJ nº 2005/1443, houve reclamação tanto de minoritários quanto de administradores e conselheiros fiscais.

²⁰⁴ Entendeu-se que os processos em não havia referência expressa a reclamações ou ofícios encaminhados à CVM, a autarquia atuou de ofício. É possível, entretanto, que esse dado tenha sido omitido em alguma das decisões.

Em geral, os abusos não foram praticados por meio do voto, mas pela atuação direta dos controladores na companhia como administradores. Observou-se que, em quase todos os processos, os administradores foram acusados por omissão ou participação direta na conduta abusiva.

Os §§ 2º e 3º do art. 117 da Lei das S/A estabelecem que os administradores ou conselheiros fiscais responderão solidariamente com o acionista controlador por abuso de poder de controle e que o controlador que ocupa cargos de administração tem os mesmos deveres e responsabilidades próprios do cargo, respectivamente.

Esses dispositivos, entretanto, não vêm sendo interpretados nem aplicados com uniformidade pela CVM. Em alguns casos, os administradores foram solidariamente responsabilizados pelo abuso de poder de outro; em outros, entendeu-se que a solidariedade aplica-se apenas no âmbito da responsabilidade civil e não no processo administrativo sancionador, de caráter punitivo.

Exemplificativamente, podemos citar a conclusão da CVM no processo nº 20/04²⁰⁵: *“considero que a solidariedade a que o artigo faz referência é aquela concernente à matéria civil, não se estendendo para a esfera punitiva”*.

No processo nº 2005/0097²⁰⁶, embora tenha utilizado outro argumento, a concorrência no exercício abusivo do poder de controle também foi afastada. Segundo a diretora relatora, os administradores já estavam sendo acusados pelos deveres inerentes ao cargo, daí porque o abuso de poder de controle não deveria ser acolhido em relação a eles.

A divergência também alcança o § 3º do art. 117. No processo CVM nº 02/2004, por exemplo, o voto vencido do diretor Marcelo Trindade afastou a imputação de abuso de poder de controle feita ao acusado Sérgio Frischman Bromfam, acionista controlador (pessoa física), Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente das três companhias mencionadas, sob o argumento de que punir indiciado com base no art. 117, § 1º e com base no art. 153 configura *bis in idem*. Segundo o diretor:

o art. 117, § 3º, não pode ser interpretado como uma permissão para que se puna duas vezes o controlador que age como administrador. Quando atua como administrador, terá que observar os deveres e obrigações impostas a esse cargo e, como controlador, observará esses deveres.

²⁰⁵ PAS nº 20/04, dir. rel. Eli Loria, j. 21.08.2008.

²⁰⁶ PAS nº 2005/0097, dir. rel. Maria Helena Santana, j. 15.03.2007.

O voto vencedor, entretanto, ressaltou que não havia *bis in idem*, pois, como é pacífico na doutrina, se uma mesma pessoa é, ao mesmo tempo controlador e administrador, tem as obrigações de ambos os cargos.

Já o diretor relator do processo nº 2005/1443²⁰⁷ ressaltou que: “*a melhor interpretação desse dispositivo é que o acionista controlador-administrador, na **qualidade de acionista controlador** também está sujeito aos deveres e responsabilidades dos administradores, e com isso, deve obedecer aos artigos 153 e 156*” (grifo nosso), ficando inclusive impedido de votar. Caso contrário, segundo ele, o dispositivo estaria dizendo o óbvio.

Em que pesem as divergências, verificou-se que tem prevalecido na CVM a corrente intermediária, que aplica para o controlador-administrador os deveres de ambos os cargos, mas não simultaneamente. Ou seja, o controlador, nessa qualidade, só responde por violação aos arts. 115 a 117. A distinção é relevante porque, como ressaltou o diretor, no caso do administrador, o dever de lealdade é mais rígido. Quanto ao § 2º, verificou-se que, em regra, os administradores são acusados por violações a deveres próprios e não por concorrerem com o abuso de poder de controle, nos termos do art. 117, § 2º.

Em alguns processos, observou-se que a CVM afasta a responsabilidade do acionista controlador em razão de a conduta praticada se inserir dentro da competência dos administradores. Não há, entretanto, uma análise mais profunda sobre a possibilidade de ter havido a influência do controlador sobre a atuação dos administradores. O fato de que o controle também se exerce pela orientação dos órgãos sociais acaba sendo desconsiderado. Como aponta a governança corporativa, o maior problema das estruturas de controle concentrado é justamente a ausência de independência dos administradores. Apesar disso, a CVM ainda tem se mostrado refratária a responsabilizar o controlador, salvo nas hipóteses em que participa diretamente do ato ou em que a influência exercida sobre o administrador é patente.

Neste sentido, chama especial atenção o fundamento utilizado no Processo nº 03/04. Os controladores foram acusados de violar o art. 117, § 1º, alíneas “a”, “c” e “g” por terem feito uma das controladas contrair empréstimos de sua controladora direta para que pudesse arcar com todas as despesas jurídicas do grupo empresarial, celebrando termo de rateio futuro, que não indicava como seria feita a divisão. A violação às alíneas “a” e “c” foi afastada pelo Colegiado, sob o argumento de que, como não foi observado o acordo de acionistas nas

²⁰⁷ PAS nº 2005/1443, dir. rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 10.05.2006.

decisões, elas só poderiam ser imputadas aos administradores. Vale reproduzir trecho do voto do relator:

“a partir da constatação de que as decisões questionadas não foram tomadas como previsto no acordo de acionistas que governava o controle da Newtel, há que concluir que se trata de atos de gestão praticados, em princípio, pelos administradores que intervieram na celebração do termo. E assim as imputações nesse sentido não parecem procedentes”.

O acordo de acionistas exigia que qualquer negócio entre a sociedade e seu acionista controlador fosse submetido ao conselho de administração e aprovado por quorum qualificado. Segundo o diretor relator, como o termo de rateio foi assinado pelos diretores da Newtel sem observar esse procedimento, deveria ser considerado um ato de gestão indevida pelo qual deveriam responder apenas os administradores. A CVM reconheceu expressamente que os controladores sabiam da centralização e do termo de rateio, tendo, aliás, responsabilizado os controladores por aprovar demonstrações financeiras irregulares, que não mencionavam tais despesas, violando o art. 117, § 1º, alínea “g”.

O argumento utilizado pela CVM não encontra amparo na Lei das S/A. O art. 118, § 2º da referida lei afirma expressamente que o acordo de acionistas não poderá ser utilizado para eximir os acionistas de suas responsabilidades. A prevalecer o entendimento da CVM, bastaria que um dos controladores orientasse o administrador a não obedecer os procedimentos previstos no acordo de acionistas para se eximir da responsabilidade pelo ato abusivo. A CVM parece se esquecer de que o exercício do poder de controle não se esgota na assembleia geral, mas se dá também pela orientação dos órgãos sociais. Além disso, do controlador também se exige o dever de diligência, de forma que, se sabia da centralização das despesas, como ficou provado, deveria ter atuado para impedi-la. Considerando que o controlador seria diretamente beneficiado pela centralização das despesas e dado o alto poder de coerção que, em geral, eles exercem sobre os administradores, o argumento invocado pela CVM se afigura totalmente descabido.

Essa resistência da CVM em responsabilizar o controlador nas hipóteses em que ele não atua diretamente fica evidente também no processo nº 20/04²⁰⁸. Tratava-se de acusação por abuso de poder de controle por participação da eleição em separado de membro do Conselho Fiscal. O controlador foi acusado de violar o art. 117, § 1º, alíneas “c” e “e”, por ter participado diretamente da eleição e por ter influenciado o administrador Walter Sacca a

²⁰⁸ PAS nº 20/04, dir. rel. Eli Loria, j. 21.08.2008.

permutar ações com o advogado da companhia para votar na assembleia do ano posterior, também na vaga destinada aos preferencialistas.

A CVM acatou a acusação pela violação à alínea “c”, mas afastou a alínea “e”, sob o seguinte fundamento:

Não há nos autos nenhum indício claro que venha embasar esta imputação, não sendo possível considerar que numa relação entre acionistas controladores e administrador haveria, subsidiariamente, a presunção de que os primeiros, devido ao seu poder de controle interno, viriam influenciar e dirigir os atos deste último, mesmo que por eles tenham sido eleitos.

O mais curioso é que o administrador foi punido pelo exercício abusivo do direito de voto, em razão de sua ligação com o controlador. E não só isso. Na deliberação de que os controladores participaram, ele foi seu representante. O rigor com que a CVM interpretou o dispositivo esvazia o conteúdo da norma. Dificilmente, poderia haver em um caso concreto um indício mais claro da influência do controlador.

A própria acusação, em geral, é um pouco tímida em relação aos controladores. Talvez, isso explique o número relativamente baixo de processos sancionadores sobre abuso de poder de controle instaurados pela CVM. No processo nº 24/03²⁰⁹, por exemplo, os diretores e membros do conselho de administração foram acusados pela elaboração de demonstrações financeiras irregulares. Um dos argumentos da defesa foi justamente o fato de que essas demonstrações haviam sido aprovadas pelos acionistas. Como se sabe, a alínea “g” do art. 117 determina que a aprovação por demonstrações financeiras irregulares constitui exercício abusivo do poder de controle. Entretanto, essa acusação não foi formulada.

O argumento da competência também foi invocado no processo nº 10/03²¹⁰. Nele, se pretendia condenar o controlador por ter induzido a assembleia a erro ao deixar de revelar bônus de contratação de determinado diretor na deliberação sobre a remuneração dos administradores. Entendeu-se que:

A fixação da verba dos diretores e sua devida comunicação são incumbências do conselho de administração. (...) Desta forma, sob todos os ângulos analisados, o fato é que a lei não impõe ao acionista controlador o dever de comunicar detalhes da contratação do diretor.

²⁰⁹ PAS nº 24/03, dir. rel. Wladimir Castro, j. 09.06.2005.

²¹⁰ PAS nº 10/03, dir. rel. Norma Parente, j. 08.12.2005.

Como a autarquia deixou de indiciar os membros do conselho de administração, a ausência de comunicação não foi punida.

De fato, a atuação do acionista controlador não fica clara no processo. Entretanto, não se observa um esforço maior da CVM em averiguar se teria havido a participação indireta do controlador. É de se indagar se esse seria o entendimento adotado, caso o próprio controlador fosse o beneficiário do referido bônus de contratação.

No processo nº 2011/11949²¹¹, embora tenha ficado comprovado terem sido cometidas diversas irregularidades na administração de sociedade incentivada (também sujeita à competência da CVM), como subscrição e integralizações, assim como aumentos de capital fictícios, utilização de notas fiscais inidôneas, lançamentos contábeis fictícios e a aplicação indevida de recursos destinados ao projeto incentivado, o abuso de poder de controle foi afastado sob alegação de que não teria sido comprovado pela acusação o cometimento de irregularidades tipificadas no art. 117, § 1º, alínea “c”. Assim, apenas os administradores foram condenados.

Mesmo quanto se trata da responsabilização do administrador, a indefinição das competências ainda suscita divergências. No processo nº 24/03²¹², já mencionado acima, a Diretora Norma Parente, voto vencido na decisão, entendeu que os administradores também deveriam responder pela retenção injustificada dos lucros, pois é deles o dever de apresentar a proposta relativa à distribuição. Sua responsabilidade, entretanto, foi afastada, pois se entendeu que a iniciativa era exclusiva do controlador.

A análise demonstrou, portanto, que, em regra a responsabilização dos acionistas controladores só é acatada em hipóteses restritas, quando fica claramente demonstrada sua participação no ato. A omissão do controlador, assim como a influência sobre os órgãos de administração passam ao largo das discussões sobre abuso. E, embora a Lei das S/A reconheça que o controle extrapola as prerrogativas legais da assembleia, isso ainda tem sido, ao que parece, aplicado com excessiva parcimônia.

A conclusão é interessante, porque, embora uma das maiores preocupações da governança corporativa em sistemas de controle concentrado seja justamente a falta de independência do administrador, quando se trata de acusar, verifica-se que as imputações recaem sobre eles. Isso fica claro não só pelo reduzido número de processos em que se discute o abuso de poder de controle mas também pela fundamentação utilizada nos processos da amostra.

²¹¹ PAS nº 2001/11949, dir. rel. Wladimir Castro, j. 08.12.2005

²¹² PAS nº 24/03, dir. rel. Wladimir Castro, j. 09.06.2005.

3.2.7. A exigência de prejuízo concreto e efetivo para a configuração do abuso.

Ao analisar as decisões da amostra, verificamos que não é possível identificar um posicionamento uniforme sobre a exigibilidade ou não do prejuízo. Embora a ausência de dano concreto tenha sido um dos argumentos mais invocados pelos controladores em sua defesa, na maioria dos casos, a CVM não fez afirmações definitivas e gerais sobre a exigência ou não desse elemento, até porque, em geral, houve, de fato, prejuízo para as companhias. Alguns casos, entretanto, merecem ser destacados, por trazerem algumas conclusões relevantes sobre o ponto.

No processo nº 17/00²¹³, por exemplo, a CVM sugere, ainda que sutilmente, que a ausência de prejuízo é um dos elementos que afastaria o abuso de poder de controle. A companhia Semp Toshiba Amazonas S/A foi acusada de abuso de poder de controle por ter realizado transações com sua controlada Semp Toshiba São Paulo S/A em condições de favorecimento. Em razão da criação da Zona Franca de Manaus, segundo a controladora, a Semp São Paulo teria se tornado economicamente inviável, de forma que suas principais atividades passaram a ser a fabricação de componentes para a controladora e a compra de mercadorias dela para posterior revenda.

Vale reproduzir trecho do voto do relator:

“Os documentos acostados no presente inquérito administrativo justificam as operações realizadas entre ambas as companhias, demonstrando que as mesmas não se apresentavam prejudiciais aos acionistas da Semp São Paulo, **até mesmo porque no período em que teriam ocorrido as supostas irregularidades, o lucro obtido por esta foi o maior desde o exercício de 74, como se verifica pela análise do gráfico 1.343**”. (grifos nossos).

Como se depreende do trecho, o resultado obtido pela companhia durante o período foi um dos elementos determinantes para afastar o abuso de poder de controle.

Entendimento semelhante foi adotado no processo nº 2010/1737²¹⁴. Um dos argumentos da defesa foi justamente o fato de que o abuso de poder de controle pressupõe o dano patrimonial, ausente no caso. A alegação, entretanto, não foi expressamente acolhida pelo diretor. Apesar disso, pela fundamentação, pode-se inferir que a ausência de prejuízo

²¹³ PAS nº 17/00, dir. rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 15.04.2004.

²¹⁴ PAS nº 2010/1737, dir. rel. Marcos Barbosa Pinto, j. 19.10.2010

concreto, foi uma das justificativas para a absolvição dos acusados. Os fatos são os seguintes: CNP S/A incorporou, por meio de uma subsidiária integral, ações do controle da Caixa Seguradora, gerando um ágio na subsidiária. Em seguida, a própria subsidiária foi incorporada e a companhia se tornou a titular do ágio, e do benefício fiscal de sua amortização. A partir daí, a companhia passou a emitir ações pelo valor patrimonial na quantidade necessária para perfazer o montante do benefício fiscal obtido pela companhia. Poucos meses depois, as ações eram resgatadas pelo mesmo preço, de forma que não havia diluição do capital social.

O voto do diretor relator ressaltou que, em tese, a criação de ações resgatáveis pode ser considerada abusiva, mas afastou o abuso porque as deliberações haviam sido aprovadas por todos os acionistas. Vale reproduzir as conclusões: *“neste caso, contudo, não vejo como possa ter havido abuso, pois os acionistas da companhia aprovaram, por unanimidade, não só a criação das ações resgatáveis, como também as reduções de capital”*. O diretor relator, portanto, acabou acolhendo, mesmo implicitamente, o argumento de que o abuso exige o prejuízo concreto.

O referido processo é passível de muitas críticas. Em primeiro lugar, o resumo dos fatos, extremamente sucinto, dificulta o entendimento do caso e as próprias conclusões da acusação. Além disso, em se tratando de uma companhia aberta, que capta recursos junto à poupança popular, a responsabilização do controlador não tem como função unicamente proteger os interesses dos acionistas minoritários, mas o próprio mercado de capitais. Essa, aliás, é a função precípua da CVM. Essas considerações, entretanto, passaram ao largo do referido processo.

Diferentemente, no processo nº 2005/0097²¹⁵, mesmo não tendo havido prejuízos concretos, a conduta foi considerada abusiva. Analisando a prestação de garantias e avais a sociedades pertencentes ao mesmo grupo econômico, a CVM entendeu que teria havido abuso de poder de controle, em face da inexistência de uma análise de risco adequada, ou da obtenção de contra-garantias, muito embora tenha reconhecido que:

as garantias e avais (...) foram extintos antes do término do exercício social de 2000, em decorrência do regular pagamento das dívidas correspondentes, **não havendo prova nos autos de qualquer prejuízo advindo da prestação de garantias.** (grifos nossos).

Entendeu-se que o risco assumido pelo controlador representou um ato de liberalidade em favor de outras controladas, violando o art. 117, § 1º, alínea “a”.

²¹⁵ PAS nº 2005/0097, dir. rel. Maria Helena Santana, j. 15.03.2007.

Utilizando argumento semelhante, a CVM, no processo nº 2001/4474²¹⁶, condenou o controlador também pela prestação de garantias e avais, mesmo tendo expressamente reconhecido a ausência de prejuízos. Vale citar as conclusões do diretor relator:

creio que deve ser considerado, quando da fixação da pena por esta específica infração, o fato de que, conforme se pôde constatar, as demonstrações financeiras das SAM indústrias S/A, em 31 de dezembro de 2000, as garantias e avais então conferidas por ela foram extintas antes do término do exercício de 2000, em decorrência do regular pagamento das dívidas correspondentes, não havendo prova nos autos de qualquer prejuízo advindo da prestação das tais garantias.

No processo nº 02/04²¹⁷, que tratava de mútuos realizados entre três companhias Village Country S/A, Hyde Park S/A, Eco Hills S/A) com sua controladora direta (Construção Industrializada S/A) e entre si, a CVM entendeu que o mero fato de os empréstimos terem sido realizados de acordo com os juros de mercado não era suficiente para afastar o abuso:

dada a delicada condição patrimonial da controladora direta, “provavelmente não conseguiria empréstimos àquelas taxas, ainda que fossem as taxas médias de mercado. **Tanto era grande o risco para as controladas, que, parte destes valores – 23.660.000, 00 não foi paga até a presente data.** (grifo nosso).

A CVM entendeu estar configurado o abuso de poder de controle, ainda que não tivesse sido comprovada a ausência de comutatividade nos empréstimos, porque não teria havido proibidade na conduta, pois as transações “*se revelaram temerárias e deflagaram um risco, que veio a se concretizar, ao patrimônio das controladas*”

Embora o processo faça, de fato, referência expressa à existência de prejuízos, a ênfase da decisão está mais nos riscos assumidos do que propriamente nos danos causados à companhia.

Como se depreende dos trechos destacados, a autarquia fundamentou o abuso no risco desproporcional assumido pela companhia ao realizar os mútuos e não no prejuízo concreto. O problema da argumentação é que ela pretende justificar a violação ao dever de diligência pelo resultado. Como se sabe, um resultado desfavorável, por si só, não significa que a conduta não tenha sido diligente; o que há que se perquirir é se o processo percorrido antes de a decisão ter sido tomada foi informado e racional. Como a concessão de empréstimos dentro do mesmo grupo econômico, por si só, não é proibida, era necessário comprovar que as taxas

²¹⁶ PAS nº 2001/4474, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 30.03.2005.

²¹⁷ PAS nº 02/04, dir. rel. Norma Parente, j. 07.12.2005.

de juros e a garantias exigidas, por serem insuficientes, haviam beneficiado a controladora em prejuízo das demais ou demonstravam a falta de cuidados mínimos exigíveis do controlador.

Ressalte-se que o “prejuízo” deve ser interpretado em sentido mais amplo, como qualquer lesão a bem jurídico, ainda que não tenha repercussão patrimonial. Isso fica claro nos processos em que se discutiu o abuso por participação do controlador em eleições do conselheiro fiscal e em que o controlador impediu que os minoritários exercessem seu direito de voto, ainda que não tivessem sido distribuídos dividendos por três exercícios consecutivos. A ausência de dano patrimonial foi um dos argumentos utilizados pela defesa, mas, ele não foi acolhido. Determinante para o resultado desses julgamentos, na primeira hipótese, foi o fato de o controlador ter ou não participado direta ou indiretamente das assembleias e, no segundo caso, ter havido fraude que pretendia impedir o exercício do voto. Este trecho do voto do relator no processo nº 02/2007²¹⁸, que trata da primeira hipótese, ilustra o ponto:

“creio estar devidamente comprovado, ao contrário do que alega a defesa, que os atos praticados tiveram a intenção de impedir a eleição, pelo acionista minoritário de representante no Conselho Fiscal, e dessa forma, os acusados deixaram de levar em consideração o melhor interesse da companhia. Portanto o prejuízo está caracterizado”.

Ainda sobre o prejuízo, é importante fazer referência ao processo nº 03/04, já mencionado em outros tópicos. Ao discutir sobre a centralização de despesas jurídicas em uma das sociedades controladas, o diretor Marcelo Trindade, que votou com o relator, ressaltou que: “*a realização de despesas superiores às obrigações efetivas da sociedade, não pode ser considerada, em tese e em si mesma, abusiva, se estiver respaldada em contrato celebrado com as cautelas corretas, no efetivo interesse da companhia*”. (grifo nosso). O voto sugere que a confusão patrimonial, em si mesma, não deve ser considerada um abuso de poder de controle, desde que exista um termo de compensação, suficientemente preciso.

Como já se afirmou no capítulo 1, uma das maiores críticas da doutrina à disciplina dos grupos societários no direito brasileiro é a o fato de que as sociedades que compõem a empresa continuam sendo tratadas como sociedades isoladas, com interesse e patrimônio próprio, colocando em xeque as vantagens da organização plurissocietária. PRADO (2003, p. 247) propõe interpretação semelhante à do diretor Marcelo Trindade, ressaltando que, para a configuração do conflito de interesses, deveria ser considerado apenas o dano final, como se depreende da seguinte conclusão: “*pode haver uma deliberação desvantajosa, desde que haja a devida compensação dos prejuízos auferidos pela controlada. Em razão dessa*

²¹⁸ PAS nº 02/2007, dir. rel. Eli Loria, j. 08.12.2009.

compensação, não se configura a situação conflituosa, pois o interesse social (...) fica respeitado”.

A menção a estes processos demonstra a ausência de um posicionamento uniforme na CVM sobre a exigência ou não de prejuízo concreto. Em sentido semelhante as conclusões de EIZIRIK (2011, p. 404):

Os membros do Colegiado da CVM em alguns processos sancionadores analisam os danos concretos ou “potenciais” causados pela conduta do controlador, em outros, passam ao lado da questão”. (...) E conclui: “embora o abuso de poder de controle seja invocado em vários processos administrativos, a jurisprudência administrativa da CVM sobre a matéria ainda não possibilita a identificação de orientações consistentes e uniformes.

3.2.8. A exigência de dolo ou de culpa.

Mesmo que se entenda que o prejuízo é um dos elementos essenciais à configuração do abuso de poder de controle, não é qualquer dano que poderá ser considerado abusivo. O que fundamenta a responsabilização do controlador é sua conduta culposa ou dolosa. Alguns autores, entretanto, apenas admitem o abuso na modalidade dolosa, ou seja, quando o controlador atua em detrimento do interesse social para obter uma vantagem a que não faz jus ou com o fim de causar dano.

Analisando as decisões selecionadas, observou-se que em todos os casos em que houve condenação o controlador havia obtido alguma espécie de vantagem. Como já se viu no capítulo II, vários autores entendem que um dos requisitos para o abuso de poder de controle seria o rompimento do equilíbrio no concurso societário, ainda que não intencional. Esse também parece ser o entendimento adotado pela CVM.

No único caso em que ficou claro, de fato, que o abuso decorria dos riscos assumidos pelo controlador (processo nº 2001/4474), o voto do diretor Marcelo Trindade fez questão de ressaltar que as operações com partes relacionadas requeriam maior transparência e equidade, impondo à CVM um nível de exigência maior do que quando se trata de operações com partes não relacionadas. A constatação, embora se ajuste perfeitamente ao que vem sendo ressaltado pela doutrina, soa, na verdade, como uma explicação do que teria levado a CVM a, neste caso, considerar a mera assunção de risco abusiva. As garantias e avais que configuraram o risco imposto à companhia beneficiavam diretamente o controlador.

No processo, ressaltou-se que não seria necessário o dolo para a configuração do abuso. Como mostra a fundamentação do voto do diretor Marcelo Trindade:

eu estou absolutamente convencido da honradez dessas pessoas. Eu não tenho nenhuma dúvida de que são pessoas honradas. Tanto é que pagaram as suas dívidas. Quem é bandido não paga: tira o dinheiro e vai embora. Outros casos nós tivemos aqui em que nós aplicamos multas muitíssimo mais severas

O trecho, extremamente coloquial, demonstra a falta de técnica da CVM e a forma pouco diligente com que os processos vem sendo tratados. Desconsiderando isso, pode-se dizer que a “honradez” a que se refere o diretor constitui, na verdade, a ausência de dolo. Fica claro, portanto que, o requisito não é imprescindível para a configuração do abuso. Ressalte-se, contudo, que no processo mencionado o controlador estava em conflito de interesses. Foi justamente essa posição conflitante que justificou o tratamento mais rigoroso adotado pela CVM.

O processo nº 11/96²¹⁹ corrobora a conclusão. No referido caso, discutiu-se se o controlador teria incorrido em abuso de poder de controle, ao, dentre outras operações irregulares, aceitar o recebimento de 1452 toneladas de mingau como dação em pagamento por cédula industrial não quitada. A mistura acabou não sendo vendida e, como o material estava por vencer, foi doado a vários órgãos do Estado do Rio de Janeiro, seu controlador.

Para a CVM, os atos constituíam má gestão e não liberalidade. Este trecho evidencia a conclusão:

É certo que o valor da mistura foi perdido pelo Banerj, mas não há nenhuma evidência de fraude ou de tentativa de beneficiar quem quer que seja. Ademais, não há qualquer evidência nos autos que prove que seria melhor para o Banerj manter os créditos frente à Nutrícia.

O voto em nenhum momento faz menção ao procedimento utilizado pelo acionista controlador para tomar esta decisão. Ao contrário, parece sugerir que, para que ficasse caracterizado o abuso, deveria ter havido fraude, vantagem indevida ou a prova de que outra decisão seria melhor. Ora, o que a CVM deveria indagar é se o controlador havia agido de maneira diligente e informada, O caso ilustra bem como a autarquia, em regra, tem afastado o abuso quando da operação não resultam vantagens indevidas para o controlador.

Um dos principais argumentos utilizados pelo relator foi o de que, ao contrário do BACEN, que tem o dever de punir e investigar atos de gestão temerária ou fraudulenta dos

²¹⁹ PAS nº 11/96, dir. rel. Sérgio Weguelin, j. 29.06.2005.

administradores de instituições financeiras, o escopo da regulação da CVM não é assegurar a higidez financeira das companhias abertas, mas a tutela da informação. O diretor, entretanto, parece confundir a análise do mérito da gestão empresarial com o próprio dever de diligência, obrigação de meio.

O processo nº 25//03²²⁰ sugere que a existência do dolo é requisito da configuração do abuso de poder de controle. No referido precedente, a CVM concluiu que os acusados deveriam ser absolvidos por não ficado demonstrado que agiram com o intuito de obter vantagens indevidas. Vale reproduzir as considerações do voto do relator Eli Loria:

“Destarte, não encontro razão para a procedência da acusação baseada em infração ao art. 116, PU, e no art. 117 da Lei das S.A., por entender faltarem demonstrações que comprovem que a TNL agiu deliberadamente com o intuito de obter vantagens indevidas para si na operação de compra da OI”.

Para fundamentar a conclusão, o relator invoca as considerações do PARECER CVM/SJU nº36 de 1983²²¹, colacionadas abaixo:

"Para que a infração ao caput do art. 117 da Lei nº 6.404/76 fique comprovada, se fez necessária a caracterização do ato praticado pelo controlador como abusivo. Falta de probidade, como tal, significa desvio de conduta moral ou ética, **nunca podendo ser confundida com a negligência, ou a falta de diligência, ou de cuidado à frente dos negócios da companhia**". (grifo nosso).

No processo nº 28/03²²², aparentemente, a possibilidade de abuso culposo também foi descartada pela CVM. Discutiui-se se a alienação do controle para pessoas inidôneas constituía abuso de poder. Entendeu-se, como já mencionado, que não cabia à CVM analisar a eventual incapacidade financeira do adquirente, a deficiência na auditoria para a aquisição do controle e a **ausência de justificção pelos antigos controladores sobre a capacidade financeira do adquirente**. A conclusão sugere que, ainda que o controlador aja sem as cautelas razoáveis na alienação do poder de controle, não haverá abuso.

A análise dos precedentes demonstra que não há uma orientação uniforme sobre a exigência ou não do dolo. O que se pode inferir é que as hipóteses de culpa acolhidas são bastante restritas, pois a CVM entende que seu alargamento poderia representar uma intromissão indevida nas decisões empresariais, não cabendo a ela substituir o juízo dos gestores sobre a conveniência de determinados negócios.

²²⁰ PAS nº 25/03, dir. rel. dir. rel. Eli Loria j. 30.09.2008.

²²¹ Não foi possível encontrar o parecer mencionada na seção "Parecer Jurídicos" do site da CVM,

²²² PAS nº 28/03, dir. rel. Wladimir Castro, j. 24.10.2006.

Considerou-se que a menção aos demais precedentes que fazem referência expressa à existência de dolo seria de pouca utilidade. Isso porque, obviamente, havendo a intenção de fraudar ou de provocar prejuízos aos minoritários ficará claramente demonstrado o abuso do poder de controle. A constatação do dolo ou o fato de que isso seja um dos elementos mais discutidos no processo, entretanto, não deve ser interpretada como um afastamento da culpa, até porque, como a maioria dos processos trata de transações com partes relacionadas, é a própria existência de prejuízo ou de vantagem que permite presumir o dolo.

A ausência de processos que permitam inferir a inexigibilidade do dolo, entretanto, por si só pode ser considerada uma evidência de que, em regra, a CVM apenas acusa o controlador quando há evidência de fraude ou vantagem indevida.

Ficou claro ainda pela análise dos processos que o fato de o controlador agir de forma contrária à lei ou à disposição do Estatuto Social por si só não configura abuso do poder de controle. No processo nº 2002/1846²²³, ficou comprovado que o controlador havia aprovado a distribuição de dividendos em desacordo com determinação estatutária. Apesar disso, por maioria de votos, a CVM entendeu que ele não deveria ser responsabilizado, pois a própria autarquia já havia se manifestado há alguns anos sobre a distribuição de dividendos na mesma companhia, tendo, naquela hipótese, consignado que não cabia a ela determinar como os dividendos deveriam ser distribuídos. Em face do princípio da segurança jurídica e de a CVM ter gerado a legítima expectativa nos controladores de que a forma de distribuição era adequada, não deveria ser aplicada sanção disciplinar em face da inexigibilidade de conduta diversa. Diante disso, todos os acusados foram absolvidos.

Em um dos casos (PAS nº 2005/1815), a CVM entendeu que, mesmo tendo havido violação a dispositivo legal, por votação em eleição em separado de conselheiro fiscal, não teria havido abuso de poder de controle. O diretor-relator considerou que a imputação por abuso de poder de controle seria excessiva, mas não explicou que elementos teriam faltado para sua configuração. O voto dá a entender que o abuso exige um *plus*. Mas o diretor relator, em vez de fundamentar o ponto, limitou-se a dizer que a discussão era irrelevante, porque já havia ficado comprovada a violação ao art. 161, § 4º, alínea “a”.

Não basta, portanto, a mera violação da lei, sendo imprescindível que se configure o dolo ou a culpa.

²²³ PAS nº 2002/1846, dir. relator Eli Loria, j. 08.07.2004

3.3.Considerações finais

Análise dos processos demonstrou a ausência de posicionamento uniforme na CVM . Em primeiro lugar, não há um padrão quanto aos acusados. Além disso, a extensão dos deveres do controlador e dos administradores em relação às companhias é ainda nebulosa, o mesmo se diga da exigência ou não de prejuízo concreto e do dolo. Ademais, o prazo transcorrido entre os abusos e o julgamento é, em geral, muito longo e, na maioria dos casos, os processos só são instaurados em face da reclamação de minoritários.

Verificou-se ainda a forma pouco diligente como as acusações vêm sendo tratadas pela autarquia. Em regra, as fundamentações são superficiais; os argumentos da defesa não são rebatidos nos processos e as sanções aplicadas não são justificadas. Além disso, em raríssimas hipóteses, a CVM faz referência a outros processos sancionadores julgados por ela. Não se pode dizer, portanto, que há uma jurisprudência sobre a matéria. Trata-se, na verdade, de precedentes isolados, cuja fundamentação, longe de fornecer a confiança necessária ao mercado de capitais, suscita ainda mais questões.

CONCLUSÃO

Como assinalado na introdução, o trabalho procurou analisar as principais discussões relativas à definição do poder de controle e como o regime de responsabilidades a que o controlador está sujeito vem sendo interpretado pela doutrina e aplicado pela Comissão de valores mobiliários.

A identificação do poder de controle ocorreu após a desmistificação da assembleia geral como fórum livre de debates. Com efeito, o absenteísmo dos acionistas motivado, entre outras coisas, pela complexidade dos negócios sociais, pela limitação de responsabilidade e pela livre negociabilidade de suas ações, levou a que o poder de controle se concentrasse na mão de alguns poucos acionistas, que compareciam às assembleias apenas para homologar suas decisões.

A identificação do poder de controle revelou uma tensão essencial entre controladores e minoritários que a ficção da assembleia geral ocultava e restaurou o princípio entre poder e responsabilidade nas sociedades anônimas. A partir daí, ao controlador foi imputada uma série de deveres e responsabilidades especiais, em face da posição de fiduciário que ocupa nas companhias.

A maior dificuldade, entretanto, era definir que critérios deveriam ser considerados para identificar o controlador. Para alguns, tratava-se de matéria de fato, que só poderia decorrer de presunções. Entretanto, acabou prevalecendo a ideia de que o poder de controle, embora multifacetado, poderia ser definido por meio de fórmulas flexíveis. Com efeito, havia nas diversas modalidades de controle um sentido fundamental: a ideia de dominação soberana.

No direito brasileiro, a figura do controlador aparece pela primeira vez na lei 6.404/76. Em regra, a lei exige quatro requisitos para a configuração do poder de controle: a titularidade de direitos de sócios, a preponderância em assembleia, o poder de eleger a maioria dos administradores e o exercício efetivo do controle. Uma interpretação literal poderia levar à conclusão de que, ausente um deles, não haveria controle. O exame da matéria, contudo, demonstrou que é comum a doutrina desconsiderar um ou outro requisito, em razão do caráter teleológico do dispositivo. Com efeito, embora não deva se desviar dos elementos referidos no art; 116, é forçoso reconhecer que, em alguns casos, a interpretação literal deve ser afastada, em nome do princípio da conjugação do poder e responsabilidade.

Analisado o poder de controle, o trabalho discorreu sobre os deveres imputáveis ao controlador. A tormentosa análise do interesse social demonstrou que ele deve ser

interpretado de forma mais ampla, abrangendo não só os interesses dos acionistas, mas de todos aqueles afetados pela empresa. A função social da empresa impõe um redimensionamento dos deveres dos controladores, que passam a ter de lealmente atender, não apenas aos interesses dos acionistas, mas aos dos demais *stakeholders*. Obviamente, isso não significa que necessariamente o controlador deverá privilegiar interesse de terceiros em detrimento do lucro. Um dos desdobramentos mais importantes da função social é justamente a preservação da empresa, para a qual o lucro é essencial.

A análise demonstrou, contudo, que esses deveres mais amplos do controlador têm se revelado mero exercício de retórica. A ausência de um sistema de legitimidade adequado aliada à dificuldade de extrair efeitos concretos da cláusula geral do § único do art. 116 acabam por restringir os deveres do controlador à satisfação dos sócios.

Uma das regras mais importantes nesse regime de responsabilização é a proibição ao conflito de interesses. O estudo ressaltou que os autores se dividem entre duas correntes principais: a teoria formal e a teoria material. Para os adeptos da primeira, o controlador fica impedido de votar sempre que tenha um interesse duplice na deliberação. Assim, sempre que se tratar de um contrato entre controlador e a companhia, ele não poderá participar da assembleia. Já os adeptos da teoria material entendem que o voto é permitido, mas poderá ser anulado quando se verificar que o controlador votou em detrimento dos interesses da companhia.

O trabalho demonstrou que nenhuma das alternativas é suficiente para frear os abusos do controlador. O conflito formal acaba transferindo indevidamente o poder de decisão às minorias e o conflito material submete as decisões empresariais a um delicado e temerário exame de mérito do judiciário ou da CVM. A adoção de mecanismos de governança corporativa, como o dever de revelação e a manifestação de administradores independentes, poderia ser uma alternativa mais apta a proteger a função social e os minoritários.

Ainda na parte relativa à responsabilidade dos controladores, o trabalho discutiu o que caracteriza o abuso de poder de controle. Embora boa parte da doutrina faça remissão à intenção do controlador de causar dano ou à obtenção de vantagens ilícitas, concluiu-se que o critério para aferir se a conduta é ou não abusiva deve ser sua comparação com o interesse social. Assim, o controlador incorrerá em abuso não apenas quando privilegiar seus interesses pessoais em detrimento daqueles da companhia, mas quando deixar de atuar de forma diligente, causando danos desarrazoados a todos os sujeitos do art. 116, § único, ainda que de forma culposa.

Por último, o trabalho analisou como isso vem sendo aplicado pela CVM. Quanto ao conflito de interesses, o estudo demonstrou que a CVM vem oscilando. Até 2002, o entendimento era de que o conflito era formal. Depois de 2002, passou-se a entender que o conflito é, na verdade, material. Em 2010, essa orientação foi novamente alterada. A autarquia decidiu que, ainda que adotados mecanismos de governança corporativa, o controlador estará impedido de votar sempre que tiver interesse na deliberação.

Na parte dos abusos de poder de controle, foram analisadas 36 decisões julgadas de 2004 a 2010. O estudo revelou, em primeiro lugar, que o número de casos sobre abuso de poder de controle julgados pela autarquia é muito baixo: menos de 8%. Além disso, concluiu-se que o prazo entre o abuso e o julgamento é, em geral, bastante longo e que a maioria dos processos é instaurada em razão de reclamações encaminhadas por terceiros, sobretudo acionistas minoritários. Constatou-se também que as hipóteses mais frequentes de abuso são as transações com partes relacionadas e, em segundo lugar, a violação a direitos de participação de minoritários.

Quanto aos acusados, o exame dos processos mostrou que não há um padrão na CVM. Algumas vezes, a autarquia responsabilizou apenas o controlador direto; em outras, apenas o indireto e, nas demais, tanto o controlador direto quanto o indireto. Também não há uma orientação firme sobre se devem ser responsabilizados as pessoas jurídicas ou as pessoas físicas.

Quanto à existência ou não de prejuízo e de dolo, a análise não foi conclusiva. Em alguns processos, aparentemente, a ausência de prejuízo efetivo foi considerada relevante para afastar o abuso; em outras, a autarquia condenou o controlador, embora tenha reconhecido expressamente a ausência de prejuízo. Quanto ao dolo, em alguns processos, foi possível constatar que a existência de culpa é suficiente para a responsabilização. Essa interpretação, entretanto, só foi aplicada porque o controlador, em tese, havia sido beneficiado pela operação, apesar de não ter atuado de forma dolosa. Os precedentes sugerem que a CVM, em regra, é bastante resistente a analisar violações ao dever de diligência que não representaram nenhuma alteração no equilíbrio societário. Isso porque a interpretação sobre o mérito da gestão é bastante larga.

Quanto à relação entre controladores e administradores, o exame mostrou que, na maioria dos casos, os controladores também eram administradores. Além disso, foi possível perceber que, em vários processos, a CVM não discute se teria havido ou não a influência do controlador sobre o ato abusivo, limitando a consignar que, como o ato não fazia parte das competências do controlador, não deveria haver responsabilização.

Ademais, foram identificadas muitas deficiências no julgamento dos processos administrativos sancionadores, as mais graves estão relacionadas à ausência de fundamentação. Com efeito, em vários casos, os argumentos da defesa não são debatidos e as multas não são justificadas.

Considerando o fato de que os deveres dos controladores foram estruturados sob a forma de cláusulas gerais, a análise dos precedentes da CVM deveria ser a fonte mais segura para extrair deveres mais concretos. Entretanto, o estudo demonstrou que isso ainda está longe de ocorrer.

REFERÊNCIAS

ABREU, Jorge Manoel Coutinho de. **Governança das sociedades comerciais**. 2 ed. Coimbra: Almedina, 2010.

_____. Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social. In: ABREU, Jorge Manoel Coutinho e outros. **Reformas do Código das Sociedades**. Coimbra: Almedina, 2007.

_____. **Do abuso de direito. Ensaio de um critério em Direito Civil e nas deliberações sociais**. Almedina: Coimbra, 1983.

ALLEN, William T.; FRANCO, Beatriz. O dever fiduciário dos administradores e o princípio da administração responsável na lei de sociedades por ações. PERIN, Écio Jr. et al (*org*). In: **Direito Empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado**. São Paulo: Editora Método, 2005.

ANTUNES, José Engrácia. **Os grupos de sociedades. Estrutura e organização jurídica da empresa plurisocietária**. Coimbra: Almedina, 2002.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, REINIER. What is Corporate Law?. In: KRAAKMAN, Reinier *et al*. **The anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach**. New York: Oxford University Press, 2009.

BARBOSA, Henrique Cunha. **A exclusão do acionista controlador das sociedades anônimas**. São Paulo: Elsevier, 2008.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; ROËL, Ailsa. **Corporate governance and control**. ECGI - Finance Working Paper No. 02/, 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/>. Acesso em 10.07.2011.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de acionistas**. São Paulo: Editora dos Tribunais, 2006.

BOITEUX, Fernando Netto. **Responsabilidade civil do acionista controlador e da sociedade controladora**. Rio de Janeiro: Forense, 1988.

BLOK, Marcella. Conflito de interesses nas Sociedades Anônimas: critério de apuração formal ou substancial. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 153/154, jan/jul 2010, pp. 36-65.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BULGARELLI, Waldírio. **Tratado de direito empresarial**. São Paulo: Atlas, 2000.

_____. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Librairie Sirey, 1962.

CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Boston: Little, Brown and Company, 1985.

CARVALHOSA, Modesto. O desaparecimento do controlador nas companhias com ações dispersas. In: **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011a.

_____. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. Volume 2. São Paulo: Saraiva, 2011b.

_____. **Acordo de acionistas**. São Paulo: Saraiva, 1984.

CASTELLÕES, Leonardo de Gouvea. **Grupos de Sociedades**. Curitiba: Juruá Editora, 2008.

COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial**. Volume 2. (Direito de Empresa). São Paulo: Saraiva, 2009.

COFFEE Jr., John C. **Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control**. Columbia Law and Economics Working Paper No. 183, jan 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em 27.11.2011.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macroempresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____. **Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1995.

CORREIA, Luís Britto. **Os administradores das sociedades anônimas**. Coimbra: Almedina, 1993.

CUNHA, Rodrigo Ferraz. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas. Hierarquia e conflitos**. São Paulo, Quartier Latin, 2007.

DUARTE, Teófilo de Castro. **O abuso do direito e as deliberações sociais**. 2. Ed. Coimbra: Coimbra, 1955.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private benefits of control: an international comparison**. CRSP Working Paper No. 535, dez 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em 20.10.2011.

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. The basic governance structure. The interests of shareholders as a class. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The**

anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. New York: Oxford University Press, 2009.

ENRIQUES, Luca. HERTIG, Gerard; KANDA, Hedeki. **Related party transactions.** In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* The anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach. New York: Oxford University Press, 2009.

ESTACA, José Nuno. **O interesse da sociedade nas deliberações sociais.** Coimbra: Almedina, 2003.

FRANÇA, Erasmo Valladão A. e Novaes. Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro.** N. 128 out/dez 2002, pp. 225-262

_____. Conflito de interesse de administrador na incorporação de controlada. In: **Temas de Direito Societário, Falimentar e teoria da empresa.** São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

FRAZÃO, Ana. **Função Social da Empresa: Repercussões Sobre a Responsabilidade Civil de Controladores e Administradores de S/As.** Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. **The End of Corporate Law.** Disponível em; <http://www.papers.ssrn.com>. Acesso 20 de novembro de 2011.

HOPT, Klaus. Deveres legais e conduta ética de membros do Conselho de Administração e de profissionais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** V. 45, n. 144, out-dez/2006, pp. 107-119.

GILSON, Ronald J. **Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy.** Columbia Law and Economics Working Paper No. 281, agosto 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em 15.11.2011.

GORGA, Érica. Changing the paradigm from concentrated towards dispersed ownership? Evidences from Brazil e consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law & Business.** Vol. 29, 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 03.11.2011.

_____. A cultura brasileira como fator determinante na Governança Corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **R.ADM.** Vol. 39, n. 4, out/nov/dez 2004, pp. 309-326. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br>

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: poder e dominação. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro.** V. 23, n. 53, jan./mar. 1984, pp.72-80.

IBGC, **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 4.ed. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br> . Acesso em 07.08.2011.

JENSEN, Michael C. e MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics.** V. 3, No. 4, out 1976, pp. 305-360.. Disponível em <http://papers.ssrn.com/>

KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry; ARMOUR, John Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach.** New York: Oxford University Press, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias** v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S/A: exposição e pareceres.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____. O acionista controlador e a nova Lei de sociedades por ações. **Revista de direito econômico.** V. 6, n. 13, jan/abr 1980, pp. 61-67.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 32, n. 92, out/dez 1993, pp. 107-110.

LEITE, Leonardo Barém. Governança corporativa – considerações sobre sua aplicação no Brasil (das “limitadas” às “sociedades anônimas” de capital pulverizado). In: CASTRO, Rodrigo M. e AZEVEDO, Luis André Moura (*coords*). **Poder de controle e outras temas de direito societário e mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2010.

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

MACEDO, Ricardo Ferreira. **Controle não societário.** Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

_____. Limites de efetividade do Direito Societário na repressão ao uso disfuncional do poder de controle nas sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** V 39, n. 118, abr./jun. 2000, pp. 167-198.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas: artigo por artigo.** Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS, Pedro A. Batista. Responsabilidade do acionista controlador: considerações doutrinária e jurisprudencial. **Revista da Emerj.** V. 8, n. 29, 2005, pp. 107-133

MELLO, Adriana M. Theodoro. Acionista controlador – conceitos e deveres. **Ciência Jurídica.** Vol. 8, n. 60, nov/dez 2004, pp. 280-295.

MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de capitais**, v. 9, n. 32, abr/jun. 2006, pp. 49-84.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Desafios do direito societário brasileiro da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado.** In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro S. (*coords*). **Direito societário: desafios atuais.** São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. **Empresa contemporânea e direito societário. Poder de controle e grupos de sociedades.** São Paulo: Juarez, 2002.

MUNIZ, Joaquim de Paiva. Poder de controle, conflito de interesses e proteção aos minoritários e aos *stakeholders*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. V. 8, n. 28, abril-junho/2005, pp. 70-94.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso. Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas Sociedades Anônimas. 1ª parte. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. V. 7, n. 24, abril-junho/2004, pp 140-156.

NUNES, Márcio Tadeu Guimarães. Função e Impacto das Sociedades Anônimas no Sistema Jurídico e Econômico Brasileiro. In: FINKELSTEIN, Maria E; PROENÇA, José M. M. (coords). **Direito Societário: Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2007.

PAILLUSSEAU, Jean. **Technique d'organisation de l'entreprise**. Paris: Librairie Sirey, 1967.

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

PERLINGIERI, Pietro. **Perfis do direito civil: uma introdução ao direito civil constitucional**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

PRADO, Viviane Muller. Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, ano 13, n. 46, out/dez 2009. pp. 80-95.

_____. **Conflito de interesses nos grupos societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

POSNER, Richard A. **Economic Analysis of Law**: Aspen Law & Business, 1988.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de voto nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. Rio de Janeiro: F Bastos, 1947.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 2006.

_____. Sociedade anônima: interesse público e privado. **Interesse Público**. Ano 5, nº 20, vol. 3, 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto; COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

SCHMIDT, Dominique. **Les conflits d'intérêts dans la Société Anonyme**. Paris: Joly, 2004.

_____. **Les droits de la minorité dans la Société Anonyme**. Paris: Librairie Sirey, 1970.

SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos administradores de S/A. *Business judgment rule***. São Paulo: Editora Campos Elsevier, 2007.

SIMÕES, Paulo César Gonçalves. **Governança corporativa e o exercício do direito do voto nas S.A.** Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2003.

STEINMANN, Horst. The enterprise as a political system. In: HOPT, Klaus J.; Gunther, TEUBNER (org). **Corporate governance and Directors Liabilities. Legal. Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsabiliy**. Berlin/New York: Walter de Gruyter, 1985.

STOUT, Lynn. Bad and not so bad arguments for shareholder's primacy. **Southern California Law Review**, Vol. 75, p. 1189, 2002 . Disponível em: <http://papers.ssrn.com/>

TEUBNER, Gunther. Corporate Fiduciary duties and their beneficiaries. In: HOPT, Klaus J.; Gunther, TEUBNER (*orgs*). In: **Corporate governance and Directors Liabilities. Legal. Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsabiliy**. Berlin/New York: Walter de Gruyter, 1985.

VASQUES, José. **Estrutura e conflitos de poderes nas sociedades anônimas. Hierarquia e conflitos**. Coimbra: Coimbra editora, 2007.

VILELA, Juliana Girardelli. Sistema de governança corporativa e a concentração de propriedade nas empresas de capital aberto. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**, v. 46, n. 146, abr/jun, 2007, pp. 46-81.

WALD, Arnoldo. Interesses societários e extra-societários nas administração na administração das sociedades anônimas: a perspectiva brasileira. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**, v. 23, n. 55, jul/set/1984, pp. 10-17.

WEDDBURN, Lord of Carlton. "The Legal development of corporate responsibility". In: HOPT, Klaus J.; TEUBNER, Gunther (*org*). **Corporate governance and Directors Liabilities. Legal. Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsabiliy**. Berlin/New York: Walter de Gruyter, 1985.

ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos "fiduciary duties" no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. N. 109, jan/março 1998, pp. 137-149.

ANEXO: Lista de processos da amostra

• Julgados em 2004

1. PAS nº 2001/4635, dir. relator Wladimir Castro, j. 16/12/2004
2. PAS nº 27/99, dir. relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 12.08.2004
3. PAS nº 2001/9686, dir. relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 12.08.2004
4. PAS nº 10/00, dir. relator Eli Loria, j. 08.07.2004
5. PAS nº 2002/1846, dir. relator Eli Loria, j. 08.07.2004
6. PAS nº 03/96, dir. rel. Eli Loria, j. 08.07.2004
7. PAS nº 17/00, dir. rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 15.04.2004.

• Julgados em 2005

1. PAS nº 2002/1823, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 14.03.2005.
2. PAS nº 2001/4474, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 30.03.2005.
3. PAS nº 24/03, dir. rel. Wladimir Castro, j. 09.06.2005.
4. PAS nº 11/96, dir. rel. Sérgio Weguelin, j. 29.06.2005.
5. PAS nº 2005/033, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 05.10.2005
6. PAS nº 2005/2815, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 05.10.2005.
7. PAS nº 2002/4985, dir. rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 08.11.2005.
8. PAS nº 2001/11949, dir. rel. Wladimir Castro, j. 08.12.2005.
9. IA nº 02/04, dir. rel. Norma Parente, j. 07.12.2005.
10. IA nº 18/03, dir. rel. Norma Parente, j. 08.12.2005.
11. IA nº 10/03, dir. rel. Norma Parente, j. 08.12.2005.

• Julgados em 2006

1. PAS nº 2005/5828, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 11.01.2006.
2. PAS nº 32/99, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 03.05.2006.
3. PAS nº 2005/1443, dir. rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 10.05.2006.
4. PAS nº 28/03, dir. rel. Wladimir Castro, j. 24.10.2006.
5. PAS nº 09/97, dir. rel. Wladimir Castro, j. 13.12.2006.
6. PAS nº 15/05, dir. rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 29.11.2006.

- Julgados em 2007

1. PAS nº 02/03, dir. rel. Maria Helena de Santana, j. 24.01.2007.
2. PAS nº 2005/0097, dir. rel. Maria Helena de Santana, j. 15.03.2007.
3. PAS nº 07/05, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, j.24.04.2007.
4. PAS nº 03/04, dir. rel. Maria Helena de Santana, j. 23.05.2007.
5. PAS nº 08/05, dir. rel. Eli Loria, j. 13.12.2007.

- Julgados em 2008

1. PAS nº 29/05, dir. rel. Eli Loria, j. 30.09.2008.
2. PAS nº 20/04, dir. rel. Eli Loria, j. 21.08.2008.
3. PAS nº 25/03, dir. rel. Eli Loria j. 30.09.2008.

- Julgados em 2009

1. PAS nº 2008/1815, dir. rel. Eli Loria, j. 28.04.2009.
2. PAS nº 14/05, dir. rel. Eli Loria, j. 05.05.2009.
3. PAS nº 02/2007, dir. rel. Eli Loria, j. 08.12.2009

- Julgados em 2010

1. PAS nº 2010/1737, dir. rel. Marcos Barbosa Pinto, j. 19.10.2010.

