

Revista de
**DIREITO
BANCÁRIO E DO
Mercado de Capitais**

Ano 13 • n. 48 • abr.-jun. / 2010

Coordenação

ARNOLDO WALD

Redatores Chefes

LUIZA RANGEL DE MORAES

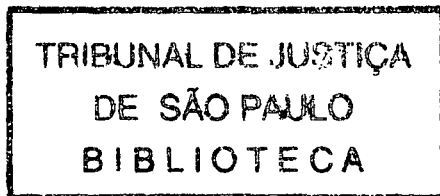
ALEXANDRE NAOKI NISHIOKA

JAIRO SADDI

Publicação do

Instituto Brasileiro de Direito Comparado

Repositório de Jurisprudência autorizado pelos
TRIBUNAIS REGIONAIS FEDERAIS das 1.ª, 4.ª e 5.ª Regiões.



EDITORA  **REVISTA DOS TRIBUNAIS**

ISSN 1518-2703

Revista de
**DIREITO
BANCÁRIO E DO
Mercado de Capitais**

Ano 13 • n. 48 • abr.-jun. / 2010

LOCALIZAÇÃO
E.
P.
N.º
N. R.

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comparado

Coordenação

ARNOLDO WALD

Redatores Chefes – LUIZA RANGEL DE MORAES, ALEXANDRE NAOKI NISHIOKA, JAIRO SADDI

© edição e distribuição da
EDITORA REVISTA DOS TRIBUNAIS LTDA.

Diretor responsável

ANTONIO BELINELO

Rua do Bosque, 820 – Barra Funda
Tel. 11 3613-8400 – Fax 11 3613-8450
CEP 01136-000 – São Paulo
São Paulo – Brasil

CLASSIFICAÇÃO
ROBMC
n.º 48
abr.-jun.
(2010)

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo – Lei 9.610/1998.

CENTRAL DE RELACIONAMENTO RT
(atendimento, em dias úteis, das 8h às 17h)
Tel. 0800-702-2433
e-mail de atendimento ao consumidor
sac@rt.com.br

Visite nosso site
www.rt.com.br

editorial.revista@rt.com.br

Diagramação eletrônica: Oficina das Letras® CNPJ 03.391.911/0001-85
Impressão e acabamento: Gráfica e Editora Ripress Ltda. CNPJ 00.480.416/0001-54

Impresso no Brasil: [08-2010]
Profissional
Fechamento desta edição: [22.07.2010]



EDITORA AFILIADA

Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas – Uma abordagem prática

MARCEL GOMES BRAGANÇA RETTO

Professor do Insuper. Advogado.

ÁREA DO DIREITO: Comercial

RESUMO: O artigo trata, essencialmente, de questões polêmicas acerca do tema acordo de acionistas, com destaque para a Lei 10.303/2001, a qual trouxe significativas mudanças. Os acordos de acionistas, contratos que são, ocupam posição central quanto aos interesses dos acionistas e têm grande relevância na organização do controle pulverizado de companhias abertas e na saída de investidores no bojo de operações de *private equity*. O autor se propõe a tratar, essencialmente, de quatro temas centrais, em consonância com exemplos práticos, a saber: (a) acordos de defesa entre controlador e minoritário; (b) necessidade de oferta pública para compra de ações dos minoritários; (c) análise do § 8.º e natureza jurídica do direito conferido pelo § 9.º do art. 118 da Lei 6.404/1976; e (d) acordos de acionistas em sociedades de economia mista.

PALAVRAS-CHAVE: Acordo de acionistas – Lei 10.303/2001 – Controle societário – Oferta pública.

ABSTRACT: The present article deals essentially with polemic issues concerning the matter of shareholder's agreements, especially after the Law 10.303/2001 was enacted, which has come up with significant changes. Shareholder's agreements, which are contracts, have a key role regarding shareholder's interests, and are also very relevant for the diluted ownership of publicly-held companies and the withdrawal of investors from private equity operations. Along with practical examples, the author proposes to analyze four central topics, which are as follows: (a) defense agreement between the controller and the minority shareholders; (b) necessity of public offer to buy minority shares; (c) analysis of § 8.º and legal nature of the right derived from § 9.º of art. 118 of the Law 6.404/1976; (d) shareholder's agreements of mixed-capital companies.

KEYWORDS: Shareholder's agreement – Law 10.303/2001 – Share control – Public offer.

SUMÁRIO: 1. Introdução – 2. Breves notas sobre a natureza jurídica do acordo de acionistas e seus efeitos perante terceiros – 3. Análise de aspectos controvertidos dos acordos de acionistas: 3.1 Acordos de defesa entre controlador e minoritário; 3.2 Necessidade de oferta pública para compra de ações dos minoritários em virtude de alienação de ações vinculadas a acordo de acionistas de comando: 3.2.1 O caso Copesul; 3.2.2 O caso Companhia Brasileira de Distribuição (CBD); 3.3 Análise prática do § 8.º e natureza jurídica do direito conferido pelo § 9.º do art. 118 da Lei 6.404/1976; 3.4 Acordos de acionistas em sociedades de economia mista: os casos Sanepar e Cemig – 4. Referências bibliográficas.

1. INTRODUÇÃO

O presente artigo aborda algumas questões polêmicas relativas aos acordos de acionistas, mormente após as alterações introduzidas pela Lei 10.303/2001. Diversos são os assuntos relacionados aos acordos que mereceriam análise, notória a serventia de tais contratos para organizar o controle de sociedades com ações pulverizadas,¹ bem como para arquivar a saída de investidores estratégicos em operações de *private equity*. Os acordos de acionistas ocupam papel central na atual estruturação dos diversos interesses dos acionistas nas companhias brasileiras, ora encarados como instrumentos propiciadores da manutenção do comando das sociedades com o ingresso de investidor estratégico, ora vistos como empecilho a dispersão do controle.²

Considerando os limites do presente artigo, procuramos centrar a análise dos acordos focando aspectos que nos parecem importantes em virtude da polêmica que encerram. Assim sendo, quatro são os temas abordados: (a) acordos de defesa entre controlador e minoritário; (b) necessidade de oferta pública para compra de ações dos minoritários em virtude de alienação de ações vinculadas a acordo de acionistas de comando; (c) análise prática do § 8.º e natureza jurídica do direito conferido pelo § 9.º do art. 118 da Lei 6.404/1976; (d) acordos de acionistas em sociedades de economia mista: os casos Sanepar e Cemig.

1. V. Luiza Rangel de Moraes, A pulverização do controle de companhias abertas, *RDB* 32/48-84.
2. Modesto Carvalhosa, As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). *Direito societário – Desafios atuais*, p. 20.

2. BREVES NOTAS SOBRE A NATUREZA JURÍDICA DO ACORDO DE ACIONISTAS E SEUS EFEITOS PERANTE TERCEIROS

Antes de adentrarmos aos temas propostos, mister fixar alguns conceitos já delimitados pela doutrina.

Consoante ensinamento de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, os acordos de acionistas têm natureza contratual, consistindo em verdadeiro pacto parassocial, isto é, “um contrato que se posiciona à margem do contrato social, embora dele dependa, pois a sociedade gerada pelo contrato principal, logicamente o precede. São denominados ‘parassociais’, pois são contratos avençados à ilharga da sociedade, que existem paralelamente ao contrato social, quer dizer, têm existência paralelas, nunca tangenciam. Embora operando fora do âmbito da sociedade, na esfera privada dos sócios, os acordos de acionistas, porém, produzem efeitos reflexos no seio da própria sociedade, visto que adentram o campo privado dos direitos dos sócios *enquanto sócios*”.³

Fábio Konder Comparato, tratando dos acordos anteriormente à Lei 10.303/2001, ressalta que: “Entre nós, a Lei 6.404, de 1976, dissipando antigas e infundadas dúvidas, legitimou expressamente os acordos de acionistas como pactos parassociais, assinando-lhes dois objetos: a regulação do exercício do voto e a compra e venda de ações, ou preferência para adquiri-las. Daí não se deve inferir, porém, que se tenha doravante por proibida a celebração de acordos acionários com outros objetos. Na verdade, o princípio da licitude desses pactos parassociais existia desde antes do advento daquele diploma legal (...). A validade de tais negócios era, então, como ainda é hoje, submetida às normas comuns do direito privado, a par das regras gerais do direito societário”.⁴

A Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.), posteriormente alterada pela Lei 10.303/2001, traz o regramento legal dos acordos de acionistas. Dispõe o *caput* do art. 118 da referida Lei que os acordos de acionistas podem ter por objeto a compra e venda de ações da companhia e preferência para adquiri-las, o exercício do direito a voto ou do poder de controle. Como pondera Comparato no trecho acima transcrito, tendo o acordo de acionistas natureza jurídica de contrato, obviamente que as regras gerais de tal instituto jurídico encontram-se no diploma civil. O fato de o art. 118 da Lei 6.404/1976 não mencionar outros objetos não implica na proi-

3. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, p. 215-216.

4. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, p. 76.

bição de tratamento de outras matérias no âmbito dos acordos. Muito ao contrário, considerando a importância de tais pactos para a realidade societária atual, os acordos de acionistas servem, inúmeras vezes, para reger verdadeiras parcerias entre empresas, que amoldam necessidade de investimento com o regramento do controle compartilhado, em típica *joint venture*.

O art. 118 da Lei 6.404/1976 dispõe, ainda, que os acordos de acionistas relativos aos objetos acima especificados, desde que arquivados na sede social, vinculam a companhia. Como pondera Nelson Eizirik, com esquete em Leães: "(...) em função do princípio da relatividade dos contratos, a força obrigatória do acordo não pode ser estendida a terceiros, que não manifestaram sua vontade no sentido de vincular-se ao pactuado entre os signatários. No entanto, apesar de não produzir efeitos diretos perante terceiros, a celebração de acordos de acionistas, como qualquer outro negócio jurídico, constitui fato que, evidentemente, pode produzir efeitos reflexos sobre a esfera jurídica alheia".⁵

Complementando o *caput* do artigo, o § 1.º dispõe que "as obrigações ou ônus decorrentes dos acordos serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, caso emitidos". Com isso, desde que cumpridas as exigências legais, os acordos de acionistas geram efeitos em relação à própria sociedade, que deve respeitá-lo (complementando o *caput*, o disposto no § 8.º do art. 118, impõe dever de observância das disposições do acordo arquivado ao presidente do órgão colegiado da companhia), bem como em relação a terceiros, que não poderão, por exemplo, alegar desconhecimento se adquirirem ações vinculadas a acordo prevendo direito de preferência aos signatários, nos termos do §1.º.

Fixados tais pontos, passemos ao enfrentamento das questões propostas.

3. ANÁLISE DE ASPECTOS CONTROVERTIDOS DOS ACORDOS DE ACIONISTAS

3.1 *Acordos de defesa entre controlador e minoritário*

Boa parte da literatura até o presente momento relacionada aos acordos de acionistas procura classificar tais contratos de acordo com alguns critérios:

5. *Temas de direito societário*, p. 27.

- a) efeitos: os acordos são classificados em plurilaterais, bilaterais e unilaterais, segundo os efeitos gerados em face das partes envolvidas;
- b) conteúdo: regramento do voto, da circulação das ações etc.;
- c) objetivo: acordos de comando, bloqueio e defesa.⁶

Interessa para o presente tópico a 3.^a classificação acima. Longe de ser meramente acadêmica, tal classificação ganha importância prática ante as complexas questões que surgem no dia a dia dos conflitos societários. Caso o acordo seja classificado como de comando, obviamente o intento dos signatários é o estabelecimento de regras para o exercício do controle e, nesse caso, os minoritários (quantitativamente falando) passam a integrar o bloco de controle sem que lhes possam ser concedidos os direitos típicos dos minoritários (qualitativamente considerados) conferidos pela lei. Por outro lado, se o acordo for classificado como de defesa, significa dizer que os signatários procuraram organizar-se para o exercício de algumas prerrogativas dispostas pela lei cujo exercício não seria possível considerando a insuficiente participação dos minoritários isoladamente considerados. Os acordos de defesa conferem direitos aos minoritários para que exerçam prerrogativas estipuladas em lei ou contrato, tais como: exercício de voto múltiplo, formação de bloco para a eleição de conselheiro fiscal ou de administração etc., quando, isoladamente, tais acionistas não detêm a participação acionária mínima que a lei exige.

Questões mais complexas passam a surgir quando o minoritário tem o direito de eleger membro da diretoria: estaria ele participando do controle? Como identificar, muitas vezes, a tênue linha divisória dos acordos de controle e defesa?

O Colegiado da CVM, quando do julgamento do Processo RJ 2001/7547 (caso Klabin) teve oportunidade de analisar situação complexa. Trata-se de recurso movido em face de decisão da superintendência da CVM que ordenou às Indústrias Klabin de Papel e Celulose a proceder a regularização de seu conselho fiscal.⁷

Havia acordo de acionistas firmado em 1979, não arquivado formalmente, mas respeitado pelos signatários, quais sejam: Klabin Irmãos e

6. Fábio Konder Comparato, op. cit., p. 54. Celso Barbi Filho, *Acordo de acionistas*, p. 103 e ss.

7. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/infos/CBDDespachoPFE.asp. Acesso em: 13.02.2009.

Cia. (KIC), detentor de aproximadamente 52% de ações com direito a voto, e Monteiro Aranha S.A. (Masa), detentor de aproximadamente 20% de ações com direito a voto. Referido acordo conferia à KIC o dever de seguir o voto de Masa em deliberações referentes à alteração dos estatutos visando a extinção dos conselhos de administração ou fiscal, ou modificação das competências desses órgãos. O acordo conferia à Masa, ainda, o direito de eleger administradores (um membro do conselho de administração e da diretoria de IKPC e controladas).

Ocorre que havia outro acordo de acionistas entre KIC e um grupo minoritário (GM) detentor de 9,6% de ações votantes de IKPC, acordo esse arquivado na sede da companhia, conferindo à GM o direito de eleger um membro do conselho fiscal caso outro minoritário com o percentual mínimo exigido pelo art. 161, § 4.º, *a*, da Lei 6.404/1976 não exercesse seu direito.

Em assembleia geral realizada em abril de 2001, Masa elegeu o membro do conselho fiscal nos termos do art. 161, § 4.º, *a*, da Lei 6.404/1976, postando-se como minoritária, portanto. O GM apresentou reclamação à CVM ante a alegação de que Masa compunha o grupo de controle juntamente com KIC nos termos do acordo de acionistas firmado entre ambos. Compondo Masa juntamente com KIC o bloco de controle de IKPC, obviamente não poderia Masa eleger membro do conselho fiscal voltado à minoria.

Conforme se percebe da leitura dos fatos do conflito, a questão a ser respondida consiste em saber se o acordo de acionistas entre KIC e Masa classifica-se como de comando ou defesa. Dissemos acima que a literatura classifica os acordos de acionistas, quanto ao objetivo, em acordos de comando, defesa e bloqueio.⁸ O primeiro, visa ao regramento

8. Os acordos de defesa são assim definidos por Marcelo M. Bertoldi: “A lei societária atribui uma série de direitos aos acionistas minoritários, de forma que, em muitos casos, para serem apropriadamente exercidos, torna-se necessário que uma minoria organizada de acionistas se arranje em torno de um mesmo objetivo. O acordo de acionistas apresenta-se como uma ferramenta eficaz para a aglutinação dessa minoria, por meio do qual seus signatários, não detentores do poder de controle da companhia, procuram resguardar seus interesses em comum (...). É justamente como instrumento de aglutinação dessa minoria que surge o acordo de defesa, cuja vocação se circunscreve a dar organização jurídica àqueles acionistas não detentores do controle da companhia que pretendem fazer prevalecer seus interesses diante do grupo controlador”. *Acordo de acionistas*, p. 86-88.

do controle enquanto o segundo visa a conferir à minoria a possibilidade de se organizar via bloco para exercer algumas prerrogativas que a norma estabelece, mas que demanda a detenção de percentual mínimo de ações. Os acordos de bloqueio regram a circulação das ações, impondo limites a tanto, na maior parte das vezes por meio de cláusulas regramdo o exercício do direito de preferência ou opção em favor dos signatários.⁹ São comuns, é bom ressaltar, tais cláusulas de bloqueio em acordos de comando, visando com isso evitar a diluição do bloco de controle, impedindo a livre alienação das ações dos signatários do acordo. Nesse caso, tais cláusulas são meramente acessórias ao acordo de comando.

Ocorre que a definição dos acordos de defesa merece melhor explicitação nos casos em que a minoria firma tais pactos com o próprio controlador. Obviamente que não se defenderá que o simples fato de haver acordo entre controlador e minoritário implica transformar a minoria em controlador. É preciso que se analise o conteúdo do acordo, daí a dificuldade da questão, tal qual o caso Klabin apresenta. O fato de Masa poder eleger, nos termos do acordo firmado com KIC, um diretor de IKPC e de suas controladas, faz com que tal acionista passe a fazer parte do grupo de controle? Qual a intensidade conferida ao poder de veto de modo a fazer com que o minoritário passe a ser considerado controlador?

Pois bem, a solução do caso Klabin no âmbito da CVM demonstra a problemática que o caso encerra já que a superintendência da autarquia determinou a regularização da composição do conselho fiscal de IKPC ante o entendimento segundo o qual o acordo de acionistas entre KIC e Masa consiste em acordo de comando, visando ao regramento do controle de IKPC,¹⁰ ao passo que referida decisão foi reformada pelo Colegiado da CVM, que entendeu tratar-se o pacto de acordo de defesa.

9. Celso de Albuquerque Barreto, *Acordo de acionistas*, p. 57. José Edwaldo Tavares Borba, *Direito societário*, p. 320.

10. Nos termos da decisão da SEP: "(...) a análise do referido acordo de acionistas revela que, realmente, a Monteiro Aranha S.A. faz parte do grupo controlador, pois possui um poder efetivo de direção dos negócios da companhia, quer através do direito de eleger administradores, quer pela exigência de Klabin Irmãos e Cia. seguir o seu voto, no caso de ser contra proposta para alteração dos estatutos que venha a extinguir o Conselho de Administração, ou o Conselho Fiscal, ou modificar a sua competência. Assim sendo, assiste razão ao reclamante e deveriam ter sido eleitos somente três membros do conselho fiscal, conforme previsto no art. 161

O voto condutor, da lavra do Relator Wladimir Castelo Branco Castro, restou fundamentado no sentido de que KIC possuía participação societária suficiente para o exercício isolado do controle de IKPC, de modo que somente se justificaria a perda de parte do controle caso houvesse uma compensação econômica a tanto. O acordo de acionistas entre KIC e Masa conferia a esta um poder eletivo minoritário nos órgãos de administração, o que não exterioriza poder de controle, segundo a autarquia. Aliás, a própria lei já confere o poder ao minoritário para eleger membro do conselho de administração ao passo que a possibilidade de eleger um diretor em diretoria composta por seis membros não pode ser considerado fator determinante a elevar Masa à categoria de controlador. O direito de veto conferido à Masa, no entender do Colegiado, também não pode caracterizar poder de controle nos termos do art. 116 da Lei 6.404/1976, já que a extinção do conselho de administração demanda fechamento de capital de IKPC, que escapa ao poder deliberativo de Masa. Da mesma forma, o poder de veto quanto à extinção do conselho fiscal também não demonstra poder de controle da companhia, já que a participação acionária de Masa lhe permite requerer a instalação do órgão, bem como eleger representante dos minoritários votantes. No que tange ao poder de veto relativo às competências dos conselhos de administração e fiscal, também não há que se falar em controle, conforme entende a autarquia, já que tais competências são regradas pelos arts. 142 e 163 da Lei 6.404/1976, de modo que tal poder de veto é até mesmo pífio. Ante tais argumentos, o Colegiado da CVM sequer vislumbrou resquícios de compartilhamento de controle ente KIC e Masa via acordo de acionistas, mas efetivo acordo de defesa a conferir a Masa algumas prerrogativas típicas à minoria.¹¹

Verifica-se que o caso Klabin faz surgir inúmeras questões para a constatação do exercício do controle pelo minoritário via acordo de acionistas. Embora objetivamente analisado, o acordo de acionistas entre KIC e Masa demonstre que o controlador procurou conferir alguns instrumentos de segurança ao minoritário Masa, de modo a se descartar a classificação do acordo como pacto de comando, não se há de olvidar que a possibilidade de eleição de um diretor extrapola as garantias conferidas pela lei aos minoritários. Obviamente que, nesse caso, caberia ao

da Lei 6.404/1976". Disponível em: www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-029D16072002.htm. Acesso em: 15.10.2005.

11. Idem.

GM provar o efetivo exercício do controle por parte de Masa, ante a constatação já vetusta de que o controle não se exterioriza meramente como fenômeno jurídico, decorrendo mais do mundo fático.¹²

Um ponto que merece destaque, embora não tenha sido explicitamente objeto da decisão em comento, diz com o não arquivamento (ao menos formal)¹³ do acordo de acionistas entre KIC e Masa na sede de IKPC, o que implica dizer que não se poderia obrigar a companhia (entenda-se, ao presidente da assembleia) a proceder a interpretação do acordo posto que a ele não estava vinculado, nos estritos termos do *caput* do art. 118 da Lei 6.404/1976, o qual impõe à companhia observar as disposições do acordo de acionistas *desde que* arquivado na sua sede. Também por esse ponto não se pode deixar de concordar que o caso, por um motivo ou por outro, não poderia ter outra solução senão a consideração da higidez da assembleia na qual Masa elegeu membro do conselho fiscal como minoritária. Isso, pois, não estando o acordo arquivado não se pode exigir do presidente do órgão (assembleia) que dele tome conhecimento e o interprete para saber se se trata de acordo de comando ou defesa, pois a companhia a ele não está vinculada.

De qualquer modo, há que se repensar a definição dos acordos de defesa não somente caracterizados como os que servem para a organização da minoria para o exercício de algumas prerrogativas conferidas pela lei, mas também como aqueles firmados com o próprio controlador,

12. PONTES DE MIRANDA, *Treatado de direito privado*, t. LI, p. 196.

13. De acordo com decisão citada por Osmar Brina Corrêa Lima, o TJRS, no caso da Petroquímica Triunfo S.A., já reconheceu até mesmo uma espécie de “arquivamento tácito” do acordo de acionistas na sede da companhia: “A lei não dá o sentido exato do processo de arquivamento (do acordo de acionistas). Como ele se realiza e em que livros ou assentamentos da sociedade deverá operar-se o arquivamento? (...) Temos (...) como certo, pelo que consta dos autos, que a companhia Petroquímica Triunfo S.A. nunca reformulou seus estatutos e sempre promoveu suas assembleias e reuniões do conselho de administração e diretoria baseada no Acordo de acionistas (...) Como a Lei das Sociedades Anônimas não prevê, no Capítulo IX, Livros sociais, art. 100, seus incisos e parágrafos, o modo de arquivamento desse acordo e como a companhia dele sempre fez uso, até o aumento de capital [realizado] em 11.04.1983, passando, daí em diante, a adotar como norma o estatuto social e a Lei das Sociedades Anônimas (...) infere-se estar esse acordo arquivado, com seus aditivos, de alguma forma, na companhia”. *Sociedade anônima*, p. 296.

por meio dos quais são conferidos elementos de salvaguarda dos direitos dos minoritários signatários do pacto.¹⁴

3.2 *Necessidade de oferta pública para compra de ações dos minoritários em virtude de alienação de ações vinculadas a acordo de acionistas de comando*

A dificuldade em saber quando houve efetiva alienação de controle – e aqui obviamente estamos nos referindo apenas à companhia aberta – a impor oferta pública para compra das ações dos minoritários, em se tratando de ações vinculadas a acordo de acionistas, decorre da imprecisão da própria lei.

Antes da Lei 9.457/1997 que revogou o art. 254 da Lei 6.404/1976, imperava a necessidade de se proceder a oferta pública para compra das ações dos acionistas minoritários caso houvesse a alienação de controle da companhia aberta. Tal norma sofreu regramento por parte da Res. 401/1976, cujo inciso III dispunha que o controle da companhia exercido por meio de acordo de acionistas somente seria alienado quando o negócio envolvesse todas as pessoas que formam o grupo controlador, transferindo as ações a terceiro, mediante venda ou permuta do conjunto das ações de propriedade dos acionistas que conferiam, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Com a Lei 9.457/1997 criou-se um vazio no regramento da alienação de controle da companhia aberta, surgindo a Instrução CVM 299/1999. Já se procedeu a análise da alienação de ações minoritárias vinculadas a acordo de acionistas a um terceiro, não havendo qualquer dúvida quanto à inexistência de alienação de controle quando percentual minoritário de

14. Nesse sentido as ponderações da Procuradoria especializada no caso CBD, conforme despacho ao Memo/PFE-CVM/GJU-2/n. 104/05: “(...) depreende-se que o simples fato de determinado acionista firmar acordo com o acionista controlador não lhe confere, automaticamente, o *status* de acionista controlador, uma vez que esse tipo de avença pode visar, tão somente, o estabelecimento de mecanismos de proteção de interesses puramente patrimoniais do acionista minoritário, passando ao largo de uma efetiva disciplina de compartilhamento do poder de controle, que permanece concentrado nas mãos do acionista controlador”. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/infos/CBDDespachoPFE.asp. Acesso em: 13.02.2009.

ações vinculadas a acordo de acionistas de comando é alienado a pessoa estranha ao bloco mas que, após a alienação, passa a integrá-lo.¹⁵

Outros casos analisados pela CVM trouxeram maiores dificuldades ante as situações fáticas que envolveram. Nesse sentido, merecem citação os casos Copesul e Pão de Açúcar (CBD).

3.2.1 O caso Copesul

Tratou-se de recurso apresentado por acionistas da Cia. Petroquímica do Sul (Copesul) contra entendimento da superintendência da CVM que decidiu não ter havido alienação de controle da Copesul em determinada operação.

O conflito ocorreu em virtude de contrato de compra e venda de ações que acarretou na aquisição do controle da Copesul por parte da Braskem. Ocorre que Braskem e Ipiranga Petroquímica S.A. (Ipsa) já controlavam Copesul via acordo de acionistas vinculando 29,46% de ações votantes para cada signatário. Isto é, Braskem e Ipsa controlavam Copesul via acordo de acionistas vinculando 29,46% para cada pactuante, o que importa dizer que o controle era literalmente paritário entre Braskem e Ipsa.¹⁶

Argumentaram os recorrentes que o controle da Copesul era exercido por Braskem e Ipsa de forma compartilhada, via acordo de acionistas, ao passo que, após a operação de alienação de ações, Braskem passou a exercer o controle da Copesul isolada e indiretamente.¹⁷

A importância do caso decorre do fato de haver, entre Braskem e Ipsa e via acordo de acionistas, controle compartilhado igualitário da Copesul, conforme ressaltado pela própria superintendência da autarquia, diferentemente dos casos analisados até então.¹⁸

Embora pareça haver uma tendência na diretriz dos julgamentos no âmbito da CVM, o enfrentamento da matéria, conforme pensamos, longe está de albergar resposta isenta de observações. Isto, pois, a legislação

15. Arthur Bardawil Penteadó, CVM – Decisão administrativa sobre alienação de controle – Ações vinculadas a acordo de acionistas – O caso Votorantim, RDM 126/178 e ss.

16. Decisões administrativas. RDB 37/312 e ss. São Paulo: Ed. RT, jul.-set. 2007.

17. Idem, p. 313.

18. Idem, p. 314.

regadora da matéria comporta interpretações diversas. O art. 254-A da Lei 6.404/1976, introduzido pela Lei 10.303/2001, dispõe, em seu § 1.º, entender-se “como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações *que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade*” (grifos nossos).

Para complementar tal dispositivo, a CVM editou a Instrução 361/2002, que em seu art. 29, § 4.º, dispõe entender-se por alienação de controle a operação, “ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/1976”. A redação do art. 254-A da Lei 6.404/1976 comporta, conforme ressaltado por Marcelo Trindade, redação circular,¹⁹ como se percebe da junção da 1.ª parte do dispositivo e com o seu final, *verbis*: “(...) entende-se como alienação de controle a transferência de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordo de acionistas (...) que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade”.

A Instrução CVM 361/2002, por outro lado, traz importantes elementos para a definição do que seja efetivamente alienação de controle da companhia. Introduce a ideia de que a alienação de controle deve envolver um terceiro que adquire o controle da companhia, tal qual definido em lei.

Com base em tais dados, o diretor da CVM, Eli Loria, ao prolatar voto no caso Copesul, alinhavou os seguintes requisitos para a configuração da alienação do controle acionário:²⁰

- a) o poder de controle deve ser conferido a pessoa diferente do antigo detentor do poder e;
- b) a transferência de ações do bloco deve ocorrer a título oneroso.

19. *Idem*, p. 318.

20. *Idem*, p. 316.

No entender do referido diretor, a venda de participação acionária a uma pessoa que já participa do bloco controlador não importa, em princípio, na obrigatoriedade de realização de oferta pública.²¹

Surgiu, então, no âmbito da CVM, o entendimento de que a consolidação ou reforço de controle não implica na sua alienação, já que aquele que faz parte do bloco de controle não o detém isoladamente, de modo que o adquirente signatário do acordo, ao adquirir as ações do outro signatário integrante do bloco, apenas está procedendo ao reforço de tal poder. Por outro lado, como bem pondera Marcelo Trindade, os argumentos dos que sustentam consistir o reforço de controle alienação de poder são os seguintes:²²

- a) quem adquire e quem aliena ações integrantes do bloco controlador representam interesses econômicos diversos;
- b) a venda de ações consolida uma nova realidade, já que o adquirente passa a exercer o controle isoladamente;
- c) o preço pago geralmente traz um prêmio de controle.

E, o mesmo diretor, embora entenda que o conceito de *terceiro* trazido no § 4.º do art. 29 da Instrução CVM 361/2002, possa albergar aquele que reforça ou consolida o controle, pois o grupo controlador dá lugar a um controlador singular, ressalta que não se há de olvidar que o art. 116 da Lei 6.404/1976 considera controlador o grupo de pessoas vinculadas via acordo de voto e não um de seus signatários apenas, daí não ser possível falar-se em alienação de controle, mas em mera aquisição deste.²³

Arnoldo Wald, após invocar a definição de alienação de controle do regulamento do novo mercado, dispõe somente haver alienação de controle quando do resultado da operação surgir uma nova pessoa como controlador que anteriormente não participava dele, via operação de aquisição onerosa do poder.²⁴

Há que se diferenciar duas situações envolvendo transferência de ações vinculadas a acordos de comando. A primeira, em que um terceiro estranho ao bloco de controle organizado via acordo de acionistas adquire

21. Idem, *ibidem*.

22. Idem, p. 320.

23. Idem, p. 320-321

24. Da caracterização da alienação de controle. RDB 38/198.

participação do bloco, dele fazendo parte via adesão ao acordo de acionistas após a compra. Aliás, não é incomum disposições em acordos de acionistas condicionando a venda das ações integrantes do bloco a que o adquirente passe a integrar o acordo aceitando as disposições do pacto. A segunda hipótese ocorre com a venda de participações acionárias dentro do bloco de controle, operação que se convencionou chamar de reforço ou consolidação do controle.

Na primeira hipótese, não temos dúvida em argumentar que, se o terceiro (entenda-se, não vinculado ao acordo de acionistas) adquire ações suficientes para o exercício do controle, mesmo que ainda subsista o acordo de acionistas com vinculação do adquirente, vislumbramos situação de alienação de controle, pois tal adquirente detém, isoladamente, condições de exercer o controle da companhia,²⁵ mesmo quando o acordo de acionistas estipula mecanismos que conferem o compartilhamento do poder com o minoritário remanescente e signatário do acordo. Exemplifiquemos: admita a hipótese de haver acordo de acionistas de comando entre os signatários A, B e C, cada um detentor de 26% das ações votantes. Caso os acionistas A e B, recebendo prêmio, alienem suas ações a D, que passa a integrar o acordo com C, entendemos ter havido, neste momento, alienação de controle, já que D possui condições suficientes para comandar a companhia, independentemente da existência do acordo de acionistas. Mesmo que posteriormente tal acordo seja rompido, entendemos ter havido alienação já no momento anterior, quando D adquiriu as ações de A e B, até mesmo por que foi nesse primeiro momento que o prêmio do controle foi pago. Obviamente que uma análise atenta do acordo faz-se primordial até mesmo por que pode ocorrer de a operação transformar referido acordo de comando em acordo de defesa, por meio do qual apenas alguns direitos são conferidos à minoria. Nesse caso, a existência da alienação é irrefutável.

Quando há alienação de ações dentro do bloco de controle organizado via acordo de acionistas, não temos dúvida em classificar o adquirente que consolidou sua situação de controlador como terceiro,

25. Carvalhosa e Ezirik sustentam: “Caso alguns dos integrantes do acordo ou do bloco de controle cedam, a título oneroso, suas posições para terceiro e este assumam uma posição dominante – de acionista majoritário dentro do acordo ou bloco – caracterizar-se-á a alienação do controle para os efeitos do art. 254-A, eis que presente um novo acionista controlador”. *A nova Lei das S/A*, p. 398.

nos termos do § 4.º do art. 29 da Instrução CVM 361/2002, pelo que concordamos com os argumentos trazidos por Marcelo Trindade quanto a este ponto. Quanto ao fato de haver efetiva alienação de controle nessas hipóteses, há respeitáveis argumentos no sentido de que trocas de ações dentro do bloco de controle não implica em tal fato, como parece a Carvalhosa e Eizirik:

“Ocorrendo transferências de posições acionárias *dentro* do acordo de acionistas, ou entre as pessoas que constituem o bloco de controle, mesmo sem acordo de acionistas, não há alienação do controle para os efeitos do art. 254-A, uma vez que da operação, ainda que onerosa, não resultará o surgimento de um *novo* acionista controlador. No caso, pode eventualmente ocorrer uma troca de posições *dentro* de um bloco de controle que não caracteriza a alienação do controle acionário para os efeitos do art. 254-A”. Admitamos que um acionista integrante do bloco de controle via acordo de acionistas passe a deter mais de 50% das ações votantes após operação de compra de participação minoritária dentro do bloco. Obviamente houve venda de ações dentro do bloco e, a seguir o raciocínio que parece imperar na doutrina, não haveria, após a operação, novo controlador, pois o adquirente do controle já integrava o bloco controlador.

Entendemos que o art. 254-A, § 1.º, da Lei 6.404/1976, poderia ter sido mais claro quanto à definição da operação de alienação de controle. Da redação do referido dispositivo verifica-se ter se relegado à CVM o difícil trabalho de regrar tal operação.

Voltemos ao art. 29, § 4.º, da Instrução CVM 361/2002. O dispositivo estipula que a alienação de controle pode ocorrer em virtude da cessão onerosa de valores mobiliários com direito a voto realizada pelo controlador ou *por pessoas integrantes do grupo de controle*, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia. Ora, o dispositivo prevê a alienação de controle por pessoas integrantes do grupo de controle e prevê expressamente a necessidade de haver o mesmo interesse quando terceiros adquiram os títulos representativos do controle.

Já vimos que o conceito de terceiro alberga a hipótese de um signatário do acordo adquirir a maioria das ações com direito a voto dentro do bloco, já que o controlador deixa de ser o grupo de acionistas vinculados por acordo de voto e passa a ser exercido por apenas um acionista, mesmo que continue vinculado a acordo de acionistas. Daí,

como resultado, surge um novo controlador. Da mesma forma, o § 4.º do art. 29 da Instrução CVM 361/2002, além de não exigir que todas as ações integrantes do bloco sejam alienadas para haver alienação de controle, deixa claro que é elemento importante para o surgimento do controlador a identidade de interesses quando há mais de um terceiro. Ora, não se pode dizer que os interesses do antigo grupo controlador e do adquirente (que do pacto fazia parte) da maioria das ações vinculadas ao acordo de acionistas de comando sejam idênticos. Muito ao contrário, quebrou-se a situação estável que o antigo grupo controlador propiciava aos acionistas, como já ressaltado pela doutrina.²⁶ Ademais, o argumento relativo a haver na hipótese, quando muito, reforço de controle, segundo entendemos, merece algumas observações. Com efeito, na situação de o acionista vinculado ao acordo que possuía participação minoritária passar a deter a maioria das ações vinculadas ao pacto após a operação de compra de ações, parece correto afirmar que não se pode falar de reforço de controle. Isso, pois, somente se reforça o que já se tem e, ao menos isoladamente, tal acionista não tem condições de exercer o controle. Assim, as expressões “reforço de controle” ou “consolidação de controle” são criticáveis sob tal aspecto.

Não obstante a argumentação acima e a despeito de surgir um novo controlador, tem-se que é extremamente complicado sustentar-se ter havido alienação de controle, pois o signatário que alienou suas ações (na hipótese, obviamente, da alienação de participação minoritária) também não detinha o controle isolado. Surge, sem dúvida, um novo controlador, mas não há alienação de controle, pois quem aliena as ações não o detém e o art. 116 da Lei 6.404/1976 considera controlador o conjunto de pessoas organizado via acordo de acionistas, como inclusive já observou, Marcelo Trindade, então diretor da CVM, em voto prolatado no caso Copesul.²⁷ Há aquisição originária de controle.

26. Vide voto do diretor Pedro Oliva Marcílio Sousa no caso CBD em parte transcrito neste artigo.

27. Nesse sentido, as argutas observações de Marcelo Trindade: “(...) pelos arts. 116 e 118 da Lei quem controla é o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto. E isso não se relaciona com a responsabilidade por abuso de que trata o art. 117 – que é sempre individual. Relaciona-se com a configuração jurídica do controle. E essa configuração é que é útil no caso, pois a lei brasileira não estabelece que a aquisição do controle de quem não o detenha determina a realização de OPA – como ocorreria com a aquisição de ações isoladas que, reunidas, assegurassem o controle. Em outras palavras: a lei

3.2.2 O caso Companhia Brasileira de Distribuição (CBD)

Foi firmado acordo em 1999 vinculando o Grupo AD e o Grupo Casino, conferindo ao último a possibilidade de eleger dois membros do conselho de administração de um total de 15 membros. Tal pacto conferiu ao Grupo Casino o direito de preferência recíproco e veto sobre matérias específicas, sem haver típico compartilhamento do controle.²⁸

Posteriormente, foi firmado um acordo de associação entre o Grupo AD e o Grupo Casino prevendo constituição de *holding* e elaboração de acordo de acionistas vinculando os grupos acima especificados. A *holding* passou a deter o controle de CBD e o acordo visou o regramento do controle indireto dessa companhia, detendo cada grupo participação igualitária dentro do bloco de controle organizado via acordo, inclusive por meio da eleição de igual número de conselheiros da *holding*.

Referido acordo de acionistas confere, ainda, ao Grupo Casino, a possibilidade de exercício de opção de compra de mudança de controle da *holding* a preço irrisório após o 8.º ano da assinatura do pacto, disponibilizando ao Grupo AD veto em relação a algumas matérias (reorga-

não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha”. RDB,37/320. Pedro Batista Martins endossa o entendimento: “Por falar em transferência de controle, é importante salientar que a alienação por acionista que detém 50% das ações para seu sócio detentor dos outros 50% da sociedade não configura alienação de sócio. Mesmo se unidos por acordo de acionistas. Nesse caso, a mera cogestão da empresa por intermédio de acordo de acionista não confere aos sócios, isoladamente, o poder de controle. Ao contrário, o acordo de acionista instrumentaliza, apenas, o exercício do poder, mas não o poder em si que, no caso, não é detido isoladamente por nenhum dos dois acionistas. A alienação de 50% para o único acionista resultará em aquisição originária do controle, visto não existir no ativo de nenhum dos acionistas bloco de ações que cristalice a maioria”. Responsabilidade de acionista controlador: considerações doutrinária e jurisprudencial. RDB 27/48.

28. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/infos/CBDDespachoPFE.asp. Ressalta o então diretor Pedro Oliva Marcílio Sousa, em seu voto a respeito do referido acordo: “Não há, no entanto, o controle compartilhado típico (aquele no qual o controle só é exercível se mais de um acionista une suas ações com outro), mas apenas limitações ao exercício do controle pela PAIC [Pão de Açúcar], que poderia exercê-lo isoladamente, independentemente da participação acionária do Comprador [Casino]”. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.HTM.

nização societária, assinatura de determinados contratos, política de dividendos, cancelamento de registro junto à CVM etc.).

A questão que se colocou perante a autarquia é a de saber se houve alienação de controle de CBD e, se houve, em que momento ocorreu tal alienação, quando da assinatura do pacto ou somente após o exercício do direito de opção pelo Grupo Casino?

A Procuradora Federal Especializada, por meio do despacho ao Memo/PFE-CVM/GJU-2/104/05, entendeu que, ao se operar a mudança de controle pelo exercício do direito de opção do Grupo Casino, o Grupo AD passará a ocupar a mesma posição que era do Grupo Casino perante o acordo de acionistas de 1999. Com a assinatura do novo acordo e o exercício do direito de opção, o acordo de acionistas entre ambos os grupos deixa de ser de comando (regrando o controle compartilhado da *holding* e, via de consequência, da controlada, CBD) ganhando feições de acordo de defesa, na medida em que procura garantir alguns direitos ao Grupo AD. Entendeu, ainda, a Procuradoria, que o preço irrisório para o exercício do direito de opção pelo Grupo Casino demonstra que o prêmio pelo controle já fora pago.²⁹

A Procuradoria entendeu, assim, que a celebração do acordo de acionistas firmado entre os Grupos AD e Casino no âmbito da *holding* configura alienação de controle de CBD, impondo a obrigatoriedade de se proceder a oferta pública para compra de ações dos minoritários, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/1976.³⁰

A superintendência da CVM decidiu pela necessidade de realização de oferta pública eis que alienado o controle de CBD. O Colegiado da CVM não acatou recurso da CBD, entendendo correta a decisão da superintendência. O então diretor da CVM, Pedro Oliva Marcílio de Sousa, relator do caso, em voto digno de nota pelo novo enfoque dado à questão, assim fundamenta sua decisão:³¹

“Outro ponto importante desse primeiro requisito [referindo-se a alínea *a* do art. 116 da Lei 6.404/1976] é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma

29. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/infos/CBDDespachoPFE.asp. Acesso em: 13.02.2009.

30. Idem.

31. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.H TM.

decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista titular de mais de 50% das ações, que seja omissa 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*. Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115).

(...)

Para decidir esse recurso, gostaria de me fixar em três pontos do art. 254-A. São eles: (a) inexistência de referência a 'acionista controlador', (b) a restrição da definição de 'alienação de controle' à transferência de valores mobiliários, e (c) a menção à transferência 'de forma direta ou indireta'.

Começo pelas consequências da inexistência de menção a 'acionista controlador'. Como se vê do art. 254-A, fala-se apenas em 'alienação de controle', mas não se menciona 'o acionista controlador' ou se faz referência ao art. 116. O que quer a lei com essa omissão aparente? Ela faz sentido? Essa omissão faz com que a disciplina da oferta pública do art. 254-A afaste-se da disciplina para a responsabilização do 'acionista controlador'? Há justificativa para que a regra do art. 116 e 117 dirija-se a destinatários diferentes dos destinatários do art. 254-A?

Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea *a*) e o agir (alínea *b*), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém. Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma 'compensação' à quebra da estabilidade

do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a '(a) alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta'.

Dada a diferença de função dos dispositivos, creio que a omissão do art. 254-A não pode ser simplesmente tratada como um lapso a ser preenchido por analogia ou mediante integração. Ao contrário, ela deve ser explorada, para ver se conseguimos uma interpretação útil do art. 254-A, respeitando a omissão encontrada.

Essa conclusão é reforçada em razão de o § 1.º do art. 254-A procurou definir o que se entende por 'alienação de controle' e para aplicação do disposto no *caput*. Nessa definição, não se utilizou de qualquer expressão que indique que, para fins do art. 254-A, o controle está relacionado com o seu exercício. O § 1.º apenas vinculou a alienação de controle à transferência de valores mobiliários, indicando que está preocupado apenas com o requisito do art. 116, *a*. Digo isso, pois esse parágrafo estabelece que a alienação de controle é, nos termos do § 1.º, a 'de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações'. Não há, portanto, referência à necessidade do exercício efetivo do poder, exigindo, tão somente, a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam esse exercício.

Isso nos leva a perguntar se faria sentido excluir o exercício do controle como requisito para a necessidade de oferta pública. Parece-me que sim, por um argumento simples: se, na alienação de controle, alienante deve entregar algo (controle) e o adquirente deve receber esse mesmo algo, e, dado que não há obrigação de o titular de mais de 50% das ações com direito a voto exercer o controle, a verificação da aquisição de controle – que obrigaria o adquirente a realizar oferta pública – só poderia ser verificada posteriormente à transferência dos valores mobiliários, se e quando o adquirente passasse a exercer o controle.

Contra esse argumento, não se pode nem mesmo afirmar que o relevante é a alienação e não a aquisição, pois o art. 254-A menciona expressamente o adquirente do controle. Não sem outro motivo, tem-se como pacífico que a alienação de controle mediante oferta pública

para investidores dispersos não gera oferta pública (pois ninguém o adquire).

Mesma conclusão se chega quando analisamos a questão sob a perspectiva do alienante. Se o alienante é titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, ele não é considerado, para fins do art. 116, como acionista controlador. Nada obstante, caso ele aliene essas ações e o terceiro adquirente tenha interesse em exercer o controle da companhia, esse adquirente estará apto a exercê-lo e deveria estar disposto a pagar o mesmo prêmio de controle que pagaria a um acionista controlador propriamente dito, dado que o bloco de ações de um (acionista controlador) ou de outro (acionistas com ações suficientes para ser considerado acionista controlador, mas que não exerce o controle) concederá ao adquirente os mesmos direitos. O fato de o alienante não ser considerado acionista controlador, para fins do art. 116, *b*, justificaria a não realização de oferta pública nesse caso? Creio que não.

Por todos esses argumentos, parece-me correto não se exigir o preenchimento do requisito previsto no art. 116, *b* (exercício do poder), para que se exija a realização de oferta pública.

Ainda nesse tópico, o § 1.º do art. 254-A, ao ligar a alienação de controle à transferência de valores mobiliários desconsidera, *a priori*, os efeitos dos acordos de voto para fins do art. 254-A, fixando-se, apenas, na transferência de valores mobiliários (voltarei a essa questão no próximo parágrafo, quando tratar da ‘alienação direta e indireta’). Com isso, pode-se dizer que operações em que não ocorre transferência de valores mobiliários, mas apenas de direitos de voto, não há, *a priori*, oferta pública, nos termos do art. 254-A. Por outro lado, a transferência de valores mobiliários, mesmo mantendo os direitos de voto nas mãos do alienante, em razão de disposição contratual, pode dar causa a ofertas públicas de alienação de controle. O que é importante, para fins do art. 254-A é que os valores mobiliários transferidos façam com que o alienante passe a ter menos do que 50% das ações com direito a voto e o adquirente, no mínimo, 50% mais uma ação com direito a voto (no caso de valores mobiliários conversíveis ou que permitam a subscrição ou o exercício de direito de preferência, após o exercício dessa conversão ou da subscrição), mesmo que existam contratos que mantenham direitos políticos nas mãos do alienante (ou de terceiros) que permitam o exercício de fato do poder de controle (situação inversa – transferência de direitos políticos e econômicos para terceiros sem transferência de valores

mobiliários – pode dar causa a oferta pública, em virtude da previsão de alienação direta ou indireta).

Boa parte da objetividade do critério proposto nos parágrafos acima se perde em razão da utilização da expressão ‘alienação direta e indireta’, no *caput* e no § 1.º do art. 254-A. Isso porque, o significado tradicional dessa expressão – dá-se alienação de controle mesmo que se interponha uma sociedade *holding* para a realização da alienação das ações da companhia aberta – que vinha sendo aplicado pela CVM ainda quando o antigo art. 254, que não falava em alienação indireta, e amplamente aceito pela doutrina, não é o único sentido da expressão. Há um outro significado cuja aplicação só pode ser analisada a partir dos fatos do caso concreto.

Esse significado inclui, dentre as operações que dão causa à oferta pública, não só a alienação de ações agrupadas em sociedade *holding*, mas, também, a inclusão de acertos contratuais que impliquem a transferência dos direitos políticos e econômicos do valor mobiliário, sem a transferência da ação (a conferência de usufruto vitalício de voto e dividendos mediante contraprestação em dinheiro ou a celebração de acordo de acionistas, regulando voto e distribuição de dividendos, por exemplo), tenha esse acordo sido celebrado para se evitar a realizar a oferta pública ou mesmo com vistas a um outro fim lícito. Como isso, para a aplicação do art. 254-A, se em uma operação não se verificar a transferência de valores mobiliários que implique alienação de controle, deve-se analisar se essa alienação ocorreu de forma indireta (i.e., mediante acordos que resultem na transferência de poder político e econômico desses valores mobiliários).”

Com base nesse raciocínio, o então diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa entendeu ter havido alienação de controle de CBD quando da realização do acordo de associação de 2005 (que culminou na constituição da *holding* e elaboração do acordo de acionistas), quando o Grupo AD deixou de ser titular da maioria das ações com direito a voto de CBD.

O acordo de acionistas firmado no âmbito da *holding* entre os Grupos AD e Casino comportava participação igualitária entre os grupos, cada um detendo 50% de participação. Ora, a se adotar o mesmo raciocínio do caso Copesul no âmbito da CVM, a decisão do caso CBD deveria seguir a tese da existência de reforço de controle com a conclusão da inexistência de alienação, já que os Grupos AD e Casino, via acordo de acionistas, exerciam o controle compartilhado e igualitário, embora indireto, de

CBD. Por outro lado, pode-se dizer que, em se admitindo ter havido alienação de controle, tal ocorreu realmente no momento da realização do acordo de acionistas no âmbito da *holding*. Entretanto, a considerar os julgamentos no âmbito da CVM, tem-se que o Grupo AD não detinha o controle isolado de CBD, já que tal poder era compartilhado via acordo de acionistas. Pode até se aceitar a afirmação de ter surgido um novo controlador (Grupo Casino), mas não alienação de controle e sim aquisição originária deste, parecendo, num primeiro momento, procedente o argumento do recorrente no caso no sentido de que o controle era compartilhado entre AD e Casino. No entanto, a fundamentação acima ganha contornos importantes quando se tem em mente que partiu de análise segregada dos arts. 116 e 254-A da Lei 6.404/1976 ao menos desconsiderando a necessidade de utilização efetiva do poder de controle para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (art. 116, *b*, da Lei 6.404/1976).

Com efeito, se considerarmos que o controle já era compartilhado entre AD e Casino e adotando-se o raciocínio do caso Copesul, não se poderia falar em alienação de controle, pois AD não teria o controle isolado. Haveria mera troca de valores mobiliários ou direitos dentro do bloco de controle organizado via acordo. No entanto, considerando ser o primeiro acordo de acionistas (firmado em 1999) entre os grupos, verdadeiro acordo de defesa (não visa ao regramento do controle, mas a outorga de alguns direitos ao minoritário, inclusive poder de veto), pode-se concluir que o segundo acordo firmado entre os grupos ensejaria a alienação de controle, pois, por mera faculdade conferida ao grupo Casino (direito de opção), o grupo AD passaria a qualidade de minoritário.

A questão ganha contornos mais complexos quando se analisa a operação tendo em mente o disposto no § 4.º do art. 29 da Instrução CVM 361/2002, que dispõe entender-se por alienação de controle a operação, *ou o conjunto de operações*, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro adquira o poder de controle da companhia.

Como se verifica da redação do dispositivo há que se considerar também o conjunto de operações de alienação de valores mobiliários com direito a voto pelo qual um terceiro adquire o poder de controle da companhia. Ora, há que se considerar o conjunto de operações reali-

zadas, quais sejam: 1 – o primeiro acordo de acionistas entre os Grupos AD e Casino, típico acordo de defesa, sendo controlador o Grupo AD; 2 – constituição de *holding* e constituição de acordo de acionistas com participação paritária dos grupos e regramento do controle compartilhado; 3 – possibilidade de o Grupo Casino, por valor irrisório, adquirir ação do Grupo AD e tornar-se controlador absoluto de CBD, mediante mero exercício de direito de opção, que nada mais é do que uma faculdade conferida ao signatário para adquirir tal ação do Grupo AD. Analisadas as operações conjuntamente, *verificaremos que houve, ante a redação do dispositivo em comento, alienação de controle de CBD.*

As análises acima demonstram a dificuldade que o tema encerra, bem como a necessidade da análise casuística para a constatação de ter havido ou não alienação de controle da companhia para fins de imposição da oferta pública de aquisição de ações. Por certo caberá à CVM pacificar tais discussões, sendo de nossa opinião que o estabelecimento de um critério objetivo para se aferir quando há alienação de controle seja bem-vindo, mormente visando a gerar maior segurança jurídica às operações de compra e venda de valores mobiliários vinculados a acordos de comando.

3.3 *Análise prática do § 8.º e natureza jurídica do direito conferido pelo § 9.º do art. 118 da Lei 6.404/1976*

A alteração da Lei 6.404/1976 pela Lei 10.303/2001, em inúmeros aspectos, foi extremamente positiva, sendo exemplo a reintrodução (embora com nova roupagem) do *tag along* aos minoritários com direito a voto em caso de alienação do controle de companhia aberta (art. 254-A). Algumas alterações, entretanto, têm sido alvo dos mais acirrados debates. É o caso da introdução dos §§ 8.º e 9.º no art. 118 da Lei 6.404/1976, que trata especificamente dos acordos de acionistas, procurando o legislador conferir efetividade às disposições do pacto. Nos termos do § 8.º, o presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

Conferiu-se ao presidente do órgão colegiado a obrigação de zelar pelo respeito dos acordos de acionistas arquivados na sede da companhia. Inúmeras foram as críticas desferidas ao dispositivo, valendo citar as observações argutas de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo:

“Pela nova regra, introduzida pelo § 8.º do art. 118 da Lei das S.A., o presidente do conselho de administração passa a ter o poder de desconsiderar o voto proferido com infração a acordo de acionistas devidamente arquivado. O dispositivo contraria as modernas conquistas da governança corporativa e confere ao *chairman* – normalmente eleito pelo controlador, quando não se tratar do próprio – o poder de controlar o órgão, na medida em que impõe aos conselheiros o dever de votar num determinado sentido, sob pena de não ser computado o voto. Com isso o conselheiro tem prejudicada uma de suas características fundamentais: a autonomia.”³²

Nelson Eizirik, por outro lado, vê com bons olhos as alterações, lançando os seguintes argumentos:

“O principal objetivo da Lei 10.303/2001, no que se refere à disciplina dos acordos de acionistas, foi reforçar a segurança jurídica de tais contratos, permitindo que a eficácia das obrigações convencionadas entre as partes seja assegurada imediatamente, no âmbito da própria assembleia geral em que se verificar o descumprimento de tais obrigações.

O legislador procurou, por meio dos §§ 8.º e 9.º do art. 118, garantir a plena coercibilidade do disposto nos acordos de acionistas, possibilitando sua execução *interna corporis*, mediante atuação direta dos interessados, e, conseqüentemente, evitar as longas discussões judiciais que prejudicavam a eficácia dos acordos e o próprio desenvolvimento das atividades sociais.

(...) De fato, com base na regra de que a companhia está obrigada a observar os termos e condições dos acordos de acionistas arquivados em sua sede, já se considerava, mesmo antes da Lei 10.303/2001, que o presidente da assembleia geral tinha o dever de não considerar os votos proferidos em sentido contrário ao estipulado no acordo de acionistas (...).³³

Embora convença o argumento de que o *caput* do art. 118 da Lei 6.404/1976 já vinculava a companhia às disposições do acordo de acionistas arquivado na sede da empresa, de modo que o § 8.º consiste em mero desdobramento da própria cabeça do artigo, não se pode olvidar

32. Modificações introduzidas na lei de sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, p. 427.

33. Interpretação dos §§ 8.º e 9.º do art. 118 da Lei das S/A. RDM 139/159.

que a prática poderá trazer situações extremamente complexas a serem resolvidas por pessoa que não necessariamente terá condições de cumprir tarefa de tal porte (presidente de órgão social). Para exemplificarmos, tome-se o caso Klabin acima analisado. Vimos que havia dois acordos de acionistas; o primeiro, entre KIC e Masa, não arquivado na sede da companhia, e o segundo, entre KIC e o grupo minoritário, devidamente arquivado. Admita agora que o acordo entre KIC e Masa esteja arquivado na sede social. Admita, agora, que, em assembleia geral Masa pretende eleger o membro do conselho fiscal como acionista minoritário, nos termos do art. 161, § 4.º, *a*, da Lei 6.404/1976. Admita também que o grupo minoritário impugne tal eleição, afirmando que o acordo entre KIC e Masa trata-se de acordo de comando, de modo que não poderia Masa eleger conselheiro fiscal que, pela lei, cabe ao minoritário. Ora, nos termos do § 8.º do art. 118 da 6.404/1976, caberá ao presidente da assembleia interpretar o acordo para verificar se se trata de acordo de comando ou defesa. Para dizer o mínimo, trata-se de posição extremamente ingrata e de difícil cumprimento.³⁴

De qualquer modo, não vemos ilegalidade no disposto no § 8.º do art. 118 da Lei 6.404/1976, sendo irrefutável o intento do legislador de conferir eficácia às disposições dos acordos de acionistas.

O § 9.º do referido dispositivo, também introduzido pela Lei 10.303/2001 comporta instituto mais polêmico. É que, nos termos do dispositivo, o não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte do acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acio-

34. Para Marcelo Bertoldi, havendo dúvida quanto à interpretação do acordo pelas partes, caberá ao presidente do órgão computar o voto. No entender de Bertoldi: “A segunda hipótese ocorre quando não existe consenso entre as partes acerca da interpretação que se deva dar ao acordo, desacerto este fundado no caso concreto que indica dúvida séria quanto ao efetivo querer das partes quando da realização do acordo. Nessa situação caberá ao presidente computar o voto, mesmo que exista por parte dos demais acionistas signatários manifestação quanto ao inadimplemento do acordo. Como se disse, somente ao Poder Judiciário cabe dirimir conflito de interesses fundado em desacerto quanto à interpretação de cláusula contratual”. *Op. cit.*, p. 117-118.

nista ausente ou omissa e, no caso de membros do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

Há três correntes doutrinárias sobre tal dispositivo. Para Carvalhosa e Eizirik, a natureza jurídica de tal direito é a de autotutela, havendo: “(...) *legitimidade substitutiva* da parte dos acionistas prejudicados e de seus representantes nos órgãos administrativos da sociedade (...)”.³⁵ Como ponderam os autores:

“Pode-se arguir que não poderia haver, na hipótese do § 9.º, legitimidade substitutiva para implementar a vontade de uma parte que nem sequer foi manifestada, como seria o caso da ausência do acordante ou de seu representante, respectivamente, na assembleia geral ou especial ou na reunião do conselho de administração ou da diretoria. Tal arguição não prevalece, na medida em que a vontade do acionista já foi manifestada quando firmou o acordo de acionistas, pelo que se comprometeu a votar em bloco, diretamente na assembleia geral ou especial ou por representantes seus nos órgãos de administração da companhia. E essa vontade do conveniente manifestou-se no sentido de prevalecer nas reuniões prévias a orientação de voto da maioria dos acordantes.”³⁶

Para Paulo Cezar Aragão, o direito conferido pelo § 9.º do art. 118 da Lei 6.404/1976 consiste em um mandato legal, já que conferiu à parte prejudicada o direito de exercer o voto das ações do acionista ausente ou omissa.³⁷

Marcelo M. Bertoldi não concorda com a tese da autotutela, entendendo que o direito conferido pelo § 9.º do art. 118 não se enquadra nas hipóteses de autotutela admitidas pelo ordenamento jurídico, “(...) pois, à chamada parte prejudicada caberá não a repulsa a uma agressão, mas, isto sim, substituir a vontade do acionista ausente ou omissa sob a alegação de sua convicção pessoal de que o acordo está sendo descumprido”.³⁸ Bertoldi também não concorda com a tese do mandato legal, ante o argumento de que o consentimento é elemento indispensável ao

35. *A nova Lei das S.A.*, p. 225.

36. *Idem*, p. 226.

37. A disciplina do acordo de acionistas. In: LOBO, Torres (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, p. 373-374.

38. *Acordo de acionistas na reforma da Lei das Sociedades por Ações*. *Idem*, p. 122-123.

contrato de mandato.³⁹ Para ele, o direito conferido pelo dispositivo em comento é inconstitucional, pois fere o princípio da indelegabilidade das atribuições do Poder Judiciário.⁴⁰

No pertinente à natureza jurídica do instituto, entendemos não se possa falar em mandato legal. Isto, pois, a despeito do argumento relativo à necessidade de haver consenso (e aí, contrariamente, poder-se-ia argumentar que o consenso já foi conferido pelo signatário faltoso quando aderiu ao acordo de acionistas), tal instituto não se afeiçoa perfeitamente ao direito conferido pelo dispositivo. Ora, nos termos do art. 682 do CC/2002, uma das hipóteses de cessação do mandato é a morte de uma das partes (inc. II). Admita-se a hipótese de o acionista não ter comparecido ao conclave em virtude de falecimento, por certo se contrato havia estará ele rompido pela morte do mandante e o acionista prejudicado (a lei não dispõe sobre o que deva ser considerado *prejuízo*, entendendo-se como tal o mero não cumprimento do avençado) não poderá valer-se do direito conferido pelo § 9.º. Não fosse suficiente, o art. 657 do CC/2002 estipula estar a outorga de mandato sujeita à forma exigida por lei para o ato a ser praticado e a representação ao menos em assembleia demanda instrumento formal, nos termos do art. 126, §§ 1.º e 2.º, da Lei 6.404/1976, ao passo que o próprio art. 118, § 7.º, da mesma lei pressupõe instrumento escrito, pelo que entendemos não ser possível pressupor tenha a lei conferido tal mandato.

Mas a questão da responsabilidade pelo abuso do direito de voto também merece análise. É que, a se admitir a tese do mandato legal, considerando que o signatário prejudicado que se valeu do direito conferido pelo § 9.º votou de acordo com a deliberação da maioria em reunião prévia, chegar-se-ia, a nosso ver, a inaceitável conclusão de que o mandante deverá ser responsabilizado.

Felipe de Freitas Ramos, após entender que o direito conferido pelo § 9.º não pode ser entendido como autotutela, pois esta sempre é exercida em nome próprio e não de terceiro, concorda com Paulo C. Aragão no sentido de que tal direito tem natureza de mandato legal e, assim sendo, não poderia o acionista prejudicado que exerceu o direito de voto do

39. Idem, p. 123-124.

40. Idem, p. 124.

acionista ausente ou omissor ser responsabilizado por eventual prejuízo advindo desse exercício.⁴¹

Embora respeitável tal entendimento, com ele não podemos concordar. Com efeito, admitir-se a natureza jurídica do direito conferido no § 9.º do art. 118 como a de um mandato legal implica responsabilizar aquele que não quis votar, mas também nada pôde fazer para impedir o dano, já que o § 9.º confere poder ao acionista prejudicado para exercer o voto no lugar do acionista ausente ou omissor. Criar-se-ia uma sistemática demais perversa, pois o fato de o acionista ter concordado com as votações em bloco ao aderir ao acordo de acionistas não pode ser considerada uma carta em branco para que a maioria em reunião prévia use de tal fato para impor verdadeira tirania a todo e qualquer momento.

Ademais, o que pode corresponder ao interesse social em determinado momento, pode não corresponder em outro e o acionista quando vota deve sempre visar ao interesse social. Há que se invocar o princípio da boa-fé, hoje esculpido, em matéria contratual, no art. 422 do CC/2002.

Entendemos que o acordo de acionistas serve como instrumento de organização e exercício do poder de controle, ainda mais se considerarmos a flexibilidade do instituto, que serve para regrar situações as mais diversas possíveis, mas principalmente, após o fenômeno de certa pulverização do capital, para aglutinar ações necessárias ao exercício do comando da sociedade, muitas vezes amoldando interesses de grupos econômicos diversos em prol do interesse social.

Não se há de olvidar que o instituto disposto no § 9.º do art. 118 da Lei restou voltado aos acordos de comando, relegando-se os acordos de defesa a uma situação nebulosa. Embora a Lei não tenha negado a utilização de tal direito em se tratando de acordos de defesa, tem-se que, na prática, muitas vezes a minoria não poderá se valer de tal instituto, mormente no âmbito do conselho de administração. Admita a hipótese de acordo de acionistas de defesa por meio do qual titulares de ações se aglutinam via acordo e atingem o percentual constante do art. 141, § 4.º, I, da Lei 6.404/1976, elegendo membro do conselho de administração. Caso tal conselheiro se abstenha de votar ou seja omissor quanto a determinada deliberação que em tese seria de interesse dos minoritários,

41. Responsabilidade dos signatários de acordo de voto no regime da Lei 10.303/2001. RDB 17/93-99 e 107.

obviamente a minoria não poderá utilizar-se do direito conferido no § 9.º, pois simplesmente não há outro conselheiro eleito pelos minoritários no âmbito do conselho de administração para o exercício de tal direito. Mesmo se analisarmos a aplicação do dispositivo na assembleia, perceber-se-á a preocupação voltada ao regramento do controle. Isso, pois, é no acordo de comando que pode haver divergência entre os diversos grupos que dele fazem parte no momento da votação, daí por que faz sentido propiciar aos acionistas um mecanismo para garantir a continuidade do exercício do controle.⁴²

Dessa forma, o § 9.º tem endereço certo e objetivo determinado: conferir efetividade aos acordos de comando, funcionando os acordos de acionistas como instrumentos à efetivação do controle. Se é correto dizer que o controlador, nos termos da Lei 6.404/1976 é verdadeiro órgão social,⁴³ há que se admitir que os acordos de acionistas são, hoje em dia, o principal instrumento para a organização de tal poder.

Entendemos que o signatário prejudicado, quando exerce o direito que lhe confere o § 9.º do art. 118 da Lei 6.404/1976, funciona, para usar a linguagem de Bulgarelli quando da análise da ação individual dos conselheiros fiscais, “como projeção orgânica”,⁴⁴ exercendo tal direito

42. Ressalte-se que as observações relativas aos acordos de comando também podem ser aplicadas aos acordos de defesa, mormente posto ser vetusta a percepção de que a minoria figura como órgão subsidiário de controle, na lição de D. Schmidt: “C’est dans cette optique que doit être considérée l’action de la minorité: excipant de ses droits sociaux, elle agit en organe social; mais soumise en principe au pouvoir majoritaire, elle n’agit qu’à titre subsidiaire. Dans sa fonction de contrôle, la minorité agit en organe social subsidiaire, ce qu’il conviendra de vérifier après avoir déterminé le pouvoir de contrôle de la volonté majoritaire”. Gn, *Les droits de la minorité dans la société anonyme*, p. 136.
43. Conforme sustenta Comparato: “A nova Lei de Sociedades por Ações criou, na figura do acionista controlador, um novo órgão societário, encarregado de ‘dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da sociedade’ (art. 116, b). No direito brasileiro, a assembleia geral deixou, portanto, de ser o ‘poder supremo’, como preferiu declarar a Lei Geral mexicana de sociedades mercantis (art. 178). A assembleia tornou-se um ‘quadro jurídico’ (...), dentro do qual se manifestam os acionistas. Doravante, as deliberações abusivas da assembleia geral não são imputadas anonimamente à companhia, mas ao titular do poder de comando empresarial”. *Direito empresarial: estudos e pareceres*, p. 92.
44. *O conselho fiscal nas companhias brasileiras*, p. 182 e 186.

em nome próprio (respondendo em caso de abuso), mas em prol do interesse social. De igual forma, quando o prejudicado vota com as ações do acionista ausente ou omisso que deveria ter cumprido com suas obrigações decorrentes do acordo de acionistas, não está exercendo um direito a autodefesa ou autotutela, pois não pode visar seu próprio interesse.⁴⁵ O interesse a ser perseguido, aí, é o social,⁴⁶ e nesse ponto reside a função instrumental do acordo de acionistas. O acionista sequer pode ser considerado prejudicado, ao menos não diretamente, pois não pode jamais perseguir seu próprio interesse, mas o interesse do grupo controlador e, via de consequência, o interesse social, tanto que o próprio art. 116 da Lei 6.404/1976 considera controlador o grupo em si vinculado (organizado, preferimos), via acordo de voto. Prejudicada, no caso, pelo descumprimento do acordo é, em última análise, a própria sociedade e não o signatário isoladamente considerado, devendo ser ressaltada a atecnia do § 9.º do art. 118 da Lei 6.404/1976 ao tratar de acionista ou conselheiro *prejudicado*, quando, na verdade, *prejudicada* será a própria sociedade.

É, ainda, sintomático o fato de o § 9.º ter feito referência às reuniões dos órgãos de administração da companhia, a demonstrar efetivamente o claro intento da lei em tornar funcional a organização do controle via acordo de acionistas, eis que é cediço manifestar-se o controle não apenas nas assembleias por meio do exercício do voto, mas também perante os órgãos de administração, conforme lição de Pedro Martins:⁴⁷

45. Mesmo o voto proferido pelo não controlador, nos termos do art. 115 da Lei 6.404/1976, deve ser proferido no interesse da companhia, jamais no interesse próprio imediato, daí por que, também sob tal fundamento, não há que se tratar o direito conferido pelo § 9.º do art. 118 da Lei 6.404/1976, como autotutela, pois sempre há de ser respeitado o interesse social no ato do voto. Sobre o direito de voto e sua natureza jurídica, o nosso artigo *Evolução legislativa das ações preferenciais no Brasil e os institutos a elas relacionados*, RDM 133/125-126.

46. Como bem pondera Bulgarelli, o interesse social deve ser entendido em três níveis: (a) preliminarmente, em que o patrimônio social, formado com a contribuição dos sócios, seja utilizado no exercício de uma atividade produtiva que forma o objeto social; (b) intermediariamente, considerando que a atividade produtiva seja voltada à produção de lucros; (c) finalisticamente, dividindo-se o resultado entre os sócios. *Questões atuais de direito empresarial*, p. 195.

47. Op. cit., p. 44.

“(...) o fato é que o poder de controle não se restringia ao exercício do voto nas assembleias. Sua extensão e alcance iam além, e muito além, dos momentos assembleares; e, mais, poderia ser usado tanto em prol da empresa, impulsionando-a ao atingimento de seu fim, quanto em proveito pessoal dos controladores. O controle era, e é, expresso e implícito, pois exerce-se por meio do voto ou, ainda, por via de decisões executivas de seus administradores. Estes, não raro, confundem-se com o próprio controlador.”

Nessa trilha, a definição de órgão é fornecida por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, com esopeque na doutrina estrangeira:⁴⁸

“A própria noção de órgão (...) é uma decorrência lógica do conceito de interesse coletivo: órgão é o indivíduo, enquanto age para o desenvolvimento de um interesse coletivo, ou seja, enquanto cumpre uma função do grupo.”⁴⁹

Entendemos, concluindo, que a Lei 10.303/2001 conferiu feições *orgânicas ao próprio acordo de acionistas*,⁵⁰ ao permitir que qualquer signatário que se sinta prejudicado (ou de membro do conselho de administração eleito nos termos do acordo), utilize-se do poder de voto das ações do acionista (ou do conselheiro) omissos ou ausentes, servindo tal

48. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.*, p. 18.

49. A caracterização do controlador como verdadeiro órgão da S.A. pode ser extraída da exposição de motivos do projeto de lei que culminaria na Lei 6.404/1976: “O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder só é legítimo para fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua”. Voto do então diretor da CVM Pedro Oliva Marcilio de Sousa, no processo RJ 2005/4069. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.htm.

50. Não se há de objetar com a impossibilidade do surgimento de verdadeiro instituto organizacional (acordo de comando para reger o controle) tendo por origem um contrato (acordo) eis que se trata de questão vetusta, já colocada quanto à própria natureza da companhia, como se percebe da observação de Gaillard, citado por Jaeger: “La théorie institutionnelle ne nie pas que là société ait été fondée per un contrat, mais que le contrat ait donné naissance à une institution, c’est à dire à un organisme ayant pour fin la poursuite d’un intérêt intermédiaire entre ceux des individus et celui de l’état”. *L’Interesse sociale*, p. 74, nota 169.

instituto para a organização do controle, na medida em que a realidade societária atual demanda a organização de diversos grupos econômicos para o exercício de tal poder.⁵¹ Em suma, o direito conferido pelo § 9.º não se confunde com o mandato legal e tampouco com a autotutela, mas decorre da própria lei, que atribuiu a qualquer signatário do acordo a categoria de *projeção orgânica individual* para, utilizando-se do direito de voto das ações do acionista ausente ou omissor, perseguir e cumprir o interesse social (art. 118, § 2.º, da Lei 6.404/1976). Em última análise, tal instituto confere funcionalidade ao grupo controlador organizado via acordo, conforme dispõe o art. 116 da Lei 6.404/1976. Ademais, considerando o poder de controle como poder-dever,⁵² não vemos ilegalidade no dispositivo em comento.

3.4 Acordos de acionistas em sociedades de economia mista: os casos Sanepar e Cemig

Entendemos tratar da delicada questão referente aos acordos de acionistas em sociedades de economia mista, em virtude da importância que tais sociedades adquirem na realidade econômica nacional. Para tanto, elegemos os casos acima especificados.

51. Calixto Salomão Filho ressalta a existência de sociedade de fato a partir dos acordos parassociais: “Na fonte [referindo-se aos acordos de acionistas], pois são negócios geneticamente distintos dos contratos de sociedade. Criados com intuito associativo, não podem ser tratados como contratos sinalagmáticos, exatamente porque a cooperação em torno de objetivo comum é, via de regra, o seu objetivo e característica principal. Também não é contrato de sociedade perfeito, por lhe faltar o registro e a tipicidade societária. Daí decorre sua caracterização frequente como sociedade de fato”. *O novo direito societário*, p. 106.
52. Tratando do poder de controle como verdadeira função, dispõe Berle: “Control is a function of the corporate mechanism as it presently exists in American law. It consists of the power to choose directors, and carries with it a measure of influence over them. “Control in corporate law”. *Columbia Law Review*, 58/1244. Sobre a natureza jurídica do controle, dispõe Comparato: “A atividade empresarial deve ser exercida pelo empresário nas sociedades mercantis, não no interesse próprio, mas no interesse social, isto é, de todos os sócios *uti socii*. Trata-se, portanto, de um poder-dever, a meio caminho entre o *jus* e o *munus*”. *O poder de controle na sociedade anônima*, p. 101. Ver, ainda, Claude Champaud, *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, p. 39.

– Caso Sanepar. A Companhia de Saneamento do Paraná (Sanepar) é sociedade de economia mista que tem por objeto, em síntese, a exploração de serviços públicos e de sistemas privados de abastecimento de água, de coleta, remoção e destinação final de efluentes e resíduos sólidos domésticos e industriais e seus subprodutos, de drenagem urbana, serviços relacionados à proteção do meio ambiente e aos recursos hídricos, outros serviços relativos à saúde da população, prestação de consultoria, assistência técnica e certificação nestas áreas de atuação e outros serviços de interesse para a Sanepar e para o Estado do Paraná, na forma do art. 1.º do Estatuto Social da Companhia.

Em 1998, a Dominó Holdings S.A. (Dominó) adquiriu parcela considerável do capital votante da Sanepar, investindo, aproximadamente, R\$ 250.000.000,00, permanecendo o Estado do Paraná como titular de 60% das ações ordinárias da Companhia, em respeito, ao menos formalmente, do disposto no art. 1.º, I, da Lei estadual 11.963/1997.

Acordo de acionistas foi firmado entre o Estado do Paraná e a acionista minoritária Dominó, regrando o compartilhamento do controle da Sanepar, ante a necessidade do ingresso de investidor estratégico “com experiência gerencial na modernização e otimização do desempenho da Companhia”.⁵³ O edital de licitação estabelecia a forma como seria firmado o acordo de acionistas, de modo que já se sabia, de antemão, que o vencedor do certame firmaria acordo com o Estado do Paraná.⁵⁴ O grupo controlador, organizado via acordo de acionistas, passou a ser composto pelo Estado do Paraná e pela Dominó. O acordo de acionistas previu o exercício do controle via votação em bloco dos signatários, propiciando ao Estado a eleição de cinco, dos nove conselheiros de administração e quatro dos sete diretores. À Dominó coube o direito de eleger três conselheiros e três diretores.

Ocorre que, após nova eleição estadual e mudança de governo no Paraná, foi editado o Dec. 452/2003 que declarou nulo o acordo de acionistas ante o argumento de não se poder transferir controle de sociedade de economia mista ao particular, bem como pelo fato de ter assinado o acordo de acionistas o Secretário da Fazenda e não o Governador do Estado, o que contraria o art. 87, XVIII, da Constituição do Estado. Tal

53. Explicação para a decisão do Estado do Paraná de alienar 39,71% de ações ordinárias da Sanepar conferida em um dos “considerandos” do acordo de acionistas.

54. STJ. RDB 27/245. São Paulo: Ed. RT, jan.-mar. 2005.

dispositivo dispõe ser de competência privativa do Governador celebrar ou autorizar convênios ou acordos com entidades públicas ou particulares.

Ante a dicção do Decreto, a Dominó impetrou mandado de segurança perante o TJPR ao qual foi denegada a ordem, conforme ementa do acórdão, *verbis*:

“Mandado de segurança contra ato do governador que, de ofício, declarou nulo acordo de acionistas concernente à Sanepar celebrado com violação do art. 87, XVIII, da Constituição estadual. Ordem denegada.

Se o art. 87, XVIII, da Constituição estadual estabelece a competência privativa do governador para celebrar acordo com entidades públicas ou particulares, é correto o ato de Administração Pública que anulou o denominado acordo de acionistas em que o Estado do Paraná foi representado pelo Secretário de Estado da Fazenda. Tal anulação prescinde de contraditório. A teor da súmula 473 do STF: ‘A Administração pode anular seus próprios atos, quando eivados de vícios que os tornam ilegais, porque deles não se originam direitos(...)’.⁵⁵

A Dominó interpôs recurso ordinário da referida decisão perante o STJ, ao qual foi dado provimento, com base no entendimento de que “no direito administrativo moderno, nos Estados Democráticos de Direito, não é possível revogar ou mesmo anular um ato ou contrato administrativo de forma singular e solitária, exigindo-se seja percorrido o devido processo legal administrativo” (RMS 18.769/PR, 2.^a T.).

– Caso Cemig. A Cemig, Companhia Energética de Minas Gerais, é sociedade de economia mista que tem por objeto a exploração de atividades relacionadas à energia elétrica. A Lei estadual 11.968/1995 autorizou a alienação de ações de companhias controladas pelo Estado de Minas Gerais, excepcionando-se a alienação de ações que asseguram a participação majoritária do Estado no capital da Cemig.⁵⁶

Conforme edital de leilão de 1997, o vencedor do certame poderia firmar, com o Estado de Minas, acordo de acionistas visando ao regramento do controle da sociedade. Como resultado final de uma série de operações, a Southern Electric do Brasil Participações Ltda. (Southern)

55. STJ. RDB 26/222. São Paulo: Ed. RT, out.-dez. 2004.

56. Eros Roberto Grau, Sociedade de economia mista – Nulidade de acordo de acionistas que importa em mudança de seu acionista controlador, RDA 222/348.

passou a ser acionista da Cemig detendo participação minoritária considerável (32,964% de ações votantes) e firmou, com o Estado, acordo de acionistas por meio do qual elegeria quatro dos 11 membros do conselho de administração (ao Estado coube eleger seis membros) e três dos oito diretores.⁵⁷ Foi concedido, ainda, à Southern, o direito de veto em relação à matérias relacionadas a alterações estatutárias afetando o objeto social, capital e ações, competência, composição e funcionamento dos órgãos de administração, apuração de resultados e distribuição de dividendos diversa da prevista em estatuto, reorganização societária – fusão, cisão, incorporação –, dissolução e liquidação da companhia. As reuniões do conselho de administração instalavam-se com a presença de seis conselheiros, deliberando por maioria, a exceção de algumas matérias que demandam *quorum* qualificado de oito conselheiros para aprovação, quais sejam: contratos entre a companhia e controladores, alienação ou constituição de ônus sobre bens do ativo permanente da companhia e concessão de garantias em operações, empréstimos acima de determinado valor e escolha dos auditores independentes. No âmbito da diretoria, algumas matérias demandam deliberação colegiada de seis diretores, quais sejam: realização do plano de organização da companhia, plano quinquenal de negócios, orçamento anual, exercício de voto em coligadas quando se refram ao conteúdo do plano de negócios etc.⁵⁸

Adilson Abreu Dallari bem sintetiza a razão da realização do acordo de acionistas entre Estado e Southern: “O objetivo da operação foi admitir um sócio estratégico que, em sintonia com o Estado, pudesse contribuir para a modernização tecnológica da Cemig, visando à excelência de seus serviços e a seu futuro desenvolvimento no mercado competitivo de energia elétrica, o qual está sendo implantado pela nova regulação do setor, concebida pela União Federal (...). Sendo certo que o Estado buscava a escolha de um parceiro capaz de dar sua contribuição tecnológica e financeira à Cemig, esse objetivo exigia compromissos que atendessem aos interesses societários de ambas as partes. Tais compromissos consistiam, essencialmente, no direito e no dever de a nova acionista contribuir para certas decisões fundamentais da empresa”.⁵⁹

57. Idem, p. 349. Adilson Abreu Dallari, Sociedade de economia mista. Sócio estrangeiro – Acordo de acionistas. RDA 221/379.

58. Adilson Abreu Dallari, op. cit., p. 379-380.

59. Idem, p. 379.

Ocorridas as eleições estaduais, o novo governo de Minas Gerais passou a questionar judicialmente a validade do acordo de acionistas, mediante ação declaratória de nulidade do pacto, julgada procedente.⁶⁰ Em agosto de 2001, o TJMG houve por bem negar provimento ao apelo interposto pela Southern, ante o argumento central de que a realização do acordo de acionistas implicou na perda do controle acionário da Cemig pelo Estado de Minas Gerais, violando, com isso, a Lei estadual 11.069/1995, de modo a não se admitir a limitação do controle de sociedade de economia mista.⁶¹ Os recursos para a superior instância não obtiveram sucesso, mormente ante as Súmulas 5, 7 e 280 do STJ, obstando o regular processamento da via especial.⁶² Vencedor da demanda foi o Estado de Minas Gerais.

Comentários: a comparação dos resultados de ambos os casos, Sanepar e Cemig, demonstram desfechos diversos, a despeito de a questão central ser a mesma, isto é, a possibilidade de ser firmado acordo de acionistas em sociedades de economia mista limitando o poder de controle do ente estatal. Isto ocorre em virtude das diferentes estratégias tomadas pelos Estados. Em Minas Gerais, optou o Governo por discutir judicialmente a nulidade do acordo, ao passo que, no Paraná, optou o Governo por decretar a nulidade do acordo via ato do Poder Executivo.

Considerando, entretanto, o disposto no art. 173, § 1.º, II, da CF/1988, que dispõe aplicar-se o regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários, à sociedade de economia mista, não vemos como se possa admitir a decretação de nulidade de ato cuja realização era sabida por todos, inclusive por constar de edital, considerando as necessidades dos Estados de obtenção de recursos e técnicas modernas de gestão. Se as sociedades de economia mista são efetivamente regidas pelo regime jurídico das empresas privadas, então aplica-se, a elas, o art. 118 da Lei 6.404/1976 e, após a Lei 10.303/2001, o § 9.º do referido dispositivo que obviamente pressupõe a organização de grupo controlador via acordo de acionistas. Nesse caso, é óbvio que o novo dispositivo

60. *Idem*, p. 380.

61. Disponível em: www.tjmg.jus.br/juridico/jt_/inteiro_teor.jsp?tipoTribunal=1&comrCodigo=0&ano=0&txt_processo=199781&complemento=0&sequencial=0&palavrasConsulta=Southern&todas=&expressao=&qualquer=&sem=&radical=. Acesso em: 13.02.2006.

62. Vide EDcl no AgRg no AgIn 481.023/MG. Disponível em: www.stj.gov.br.

pressupõe a existência de controle compartilhado, regrado conforme as disposições do acordo de acionistas. Ressalte-se, ainda, que, com a Lei 10.303/2001, o próprio *poder de controle* passou a ser objeto dos acordos, conforme *caput* do art. 118.⁶³

Não bastasse, o regramento da sociedade de economia mista encontra-se nos arts. 235 e ss. da Lei 6.404/1976, de modo que não vemos nenhuma ilegalidade na limitação do controle detido pelo ente público em tal tipo societário, ainda mais se ressaltado que, em ambos os casos, as sociedades já conviviam com o controle compartilhado entre Estado e investidor estratégico há algum tempo.

Dignas de nota as razões trazidas por Adilson Abreu Dallari:

“A realidade fática, atualmente, é a de que o Poder Público não dispõe de capacidade de investimento e precisa, forçosamente, do concurso da iniciativa privada para que possa promover o desenvolvimento nacional e assegurar um certo padrão de bem estar à coletividade, a quem deve servir.

Ora, se o Poder Público precisa atrair capitais privados é evidente que precisa, também, oferecer garantias e até mesmo vantagens que sirvam efetivamente como atrativos.”⁶⁴

E, analisando o art. 238 da Lei 6.404/1976, obtempera Dallari:

“No caso em exame, é erro grosseiro interpretar, atualmente, o art. 238 da Lei 6.404/1976 como outorgante de um poder absoluto de controle, pois o texto constitucional em vigor não mais admite isso, dado que afirma como um valor de nível constitucional, um vetor interpretativo, a participação concreta, real, verdadeira e efetiva dos acionistas minoritários na gestão das empresas estatais.

Some-se a isso o fato de que a Cemig, por ser concessionária de serviço público também está obrigada a cumprir a legislação federal, editada com base no art. 175 da CF/1988, que é frontalmente incompatível com qualquer veleidade de poder absoluto de controle.

O acordo de acionistas, reforçando, especificando e prevenindo a responsabilidade prevista no art. 117, limitando poderes do acionista controlador (sem lhe retirar essa condição) e, assim, viabilizando o aporte de recursos financeiros, técnicos e gerenciais substanciais, não

63. Ver, também, DALLARI, op. cit., p. 392.

64. Idem, p. 383.

descharacteriza a sociedade de economia mista, mas, ao contrário, serve exatamente para caracterizá-la, na medida em que dá concreção à ideia de parceria que inspirou sua instituição nessa específica modalidade de empresa estatal.

O que se pode observar é que não existe o menor risco de que o Poder Público perca o controle sobre a prestação de serviço, pois ele, na verdade, dispõe de um duplo comando: o primeiro, exercitado pela União, decorre de sua condição de titular do serviço cuja mera execução foi confiada à sociedade de economia mista; e o segundo, é exercitado pelo Governo do Estado de Minas Gerais, por força de sua posição de acionista controlador dessa mesma sociedade.

Data venia de eventuais opiniões divergentes (...) não se pode afirmar que o acordo de acionistas, limitando poderes do acionista controlador, lhe retira tal condição.⁶⁵

E, com efeito, não se percebe a perda de controle por parte do Estado de Minas, tampouco por parte do Estado do Paraná, no caso Sanepar, quando da realização dos acordos. Houve, sim, via acordo de acionistas, regramento de controle compartilhado, limitando-se o poder de controle dos Estados, mormente em relação a matérias que podem afetar os interesses do minoritário estratégico que transferiu recursos e tecnologia à sociedade de economia mista. Não tivesse tal investidor a certeza de que firmaria acordo de acionistas regrando o exercício do controle com os entes estatais, por certo poderia ter se recusado a participar do certame licitatório.

Entendemos que caberia ao Estado, a prova cabal de que o acordo e, mais do que isso, a sociedade, estaria sendo gerida de modo a afetar o interesse público, jamais se admitindo a mera invocação abstrata de afronta a tal conceito para se atingir *ato jurídico perfeito*, o qual, aliás, encontra salvaguarda constitucional (art. 5.º, XXXVI).⁶⁶ Não se pode

65. *Idem*, p. 389, 395-396.

66. Tampouco convence a tese da prevalência de normas de ordem pública. As lições vetustas de Reynaldo Porchat, no início do século XX, merecem transcrição: “Uma das doutrinas mais generalizadas, e que de longo tempo vem conquistando foros de verdade, é a que sustenta que são retroactivas as *leis de ordem publica* ou as *leis de direito publico*. Esse criterio é, porém, inteiramente falso, tendo sido causa das maiores confusões na solução das questões de retroactividade. Antes de tudo, cumpre ponderar que é difficilimo discriminar nitidamente aquillo que é de ordem publica e aquillo

olvidar, com efeito, que é tradição constitucional brasileira a previsão do respeito ao direito adquirido, ao ato jurídico perfeito e à coisa julgada. A doutrina civilista não olvida, contudo, que os dois últimos conceitos são desnecessários, bastando, apenas, a menção ao respeito ao direito adquirido. “Quanto ao ato jurídico perfeito (...)”, diz Limongi França, “(...) é ele o principal fato gerador do direito adquirido, de modo que, a nosso ver, a sua proteção já se encontra implícita naquela que se dá ao instituto que constitui seu efeito”.⁶⁷ No que tange à coisa julgada, também ela está abrangida pelo princípio do direito adquirido, entendendo Limongi França haver dupla redundância posto que, além da razão invocada, a coisa julgada é ainda variedade de ato jurídico perfeito de natureza jurisdicional.⁶⁸ Dessa forma, admitindo serem os acordos de acionistas entre Estados e minoritários estratégicos, atos jurídicos perfeitos, não se pode concordar, nos dias de hoje, com a mera invocação genérica e presumida da esfumada hipótese de afronta ao interesse público em decorrência do compartilhamento do controle, para fins de declaração de nulidade de tais atos, como se nunca tivessem gerado efeito algum.

Se fora concebido como instrumento para concatenar interesses privados e públicos, é preciso que se adapte o instituto da sociedade de economia mista às demandas do atual cenário econômico, utilizando tal sociedade para possibilitar a melhora dos serviços e a eficiência de tais sociedades, considerando o disposto no art. 37 da CF/1988.

que é de ordem privada. São tão íntimas as relações de direito público e de direito privado, que já Bacon observava no seu aforismo III – *jus privatum sub tutela juris publici, latet*. O interesse público e o interesse privado se entrelaçam de tal forma, que as mais das vezes não é possível separá-los (...) O que convém ao aplicador de uma nova lei de ordem pública ou de direito público, é verificar se, nas relações jurídicas já existentes, há ou não direitos adquiridos. No caso afirmativo, a lei não deve retroagir, porque a simples invocação de um motivo de ordem pública não basta para justificar a ofensa ao direito adquirido, cuja inviolabilidade, no dizer de Gabba é também um forte motivo de interesse público”. *Da retroactividade das leis civis*, p. 66-67 – mantida a grafia original.

67. *A irretroatividade das leis e o direito adquirido*, p. 218.

68. *Idem*, p. 237-238.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas. In: LOBO, Torres (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S/A*. São Paulo: Malheiros, 1993.
- BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.
- BARRETO, Celso de Albuquerque. *Acordo de acionistas*. Rio de Janeiro: Forense, 1982.
- BERLE, Adolf. Control in corporate law. *Columbia Law Review* 58/1212-1225. Nova Iorque, abr. 1958.
- BERTOLDI, Marcelo M. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Ed. RT, 2006.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.
- BULGARELLI, Waldírio. *O conselho fiscal nas companhias brasileiras*. São Paulo: Ed. RT, 1988.
- _____. *Questões atuais de direito empresarial*. São Paulo: Malheiros, 1995.
- CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson L. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- _____. *As poison pills estatutárias na prática brasileira – Alguns aspectos de sua legalidade*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos (coords.). *Direito societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos (coords.). *Sociedade anônima*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- _____. (coord.) *Direito societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Sirey, 1962.
- COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.
- _____. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
- _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.
- DALLARI, Adilson Abreu. Sociedade de economia mista. Sócio estrangeiro – Acordo de acionistas. RDA 221/379-400. Rio de Janeiro: Renovar, jul.-set. 2000.
- EIZIRIK, Nelson Laks. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.
- _____. Interpretação dos §§ 8.º e 9.º do art. 118 da Lei das S/A. RDM 139/155-176. São Paulo: Malheiros, jul.-set. 2005.
- FRANÇA, Limongi. *A irretroatividade das leis e o direito adquirido*. 4. ed. São Paulo: Ed. RT, 1994.
- GRAU, Eros Roberto. Sociedade de economia mista – Nulidade de acordo de acionistas que importa em mudança de seu acionista controlador. RDA 222/348-356. Rio de Janeiro: Renovar, out.-dez. 2000.

- JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milão: Giuffrè, 1972.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Ed. RT, 1989.
- LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.
- LOBO, Jorge. (coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- MARTINS, Pedro A. Batista. Responsabilidade de acionista controlador: considerações doutrinária e jurisprudencial. *RDB* 27/42-63. São Paulo: Ed. RT, jan.-mar. 2005.
- MORAES, Luiza Rangel. A pulverização do controle de companhias abertas. *RDB* 32/48-84. São Paulo: Ed. RT, abr.-jun. 2006.
- PENTEADO, Arthur Bardawil. CVM – Decisão administrativa sobre alienação de controle – Ações vinculadas a acordo de acionistas – o caso Votorantim. *RDM* 126/178-191. São Paulo: Malheiros, 2002.
- PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 3. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972, t. LI.
- PORCHAT, Reynaldo. *Da retroactividade das leis civis*. São Paulo: Duprat & Comp., 1909.
- RAMOS, Felipe de Freitas. Responsabilidade dos signatários de acordo de voto no regime da Lei 10.303/2001. *RDB* 17/90-108. São Paulo: Ed. RT, jul.-set. 2002.
- RETTO, Marcel Gomes Bragança. Evolução legislativa das ações preferenciais no Brasil e os institutos a elas relacionados. *RDM* 133/121-142. São Paulo: Malheiros, jan.-mar. 2004.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2006.
- SCHMIDT, Dominique. *Les droits de la minorité dans la société anonyme*. Paris: Sirey, 1970.
- TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Modificações introduzidas na lei de sociedades por ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In: LOBO, Jorge. (coord.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 423-452.
- WALD, Alexandre de Mendonça; MORAES, Luiza Rangel. Transferência de controle de companhia aberta. Algumas questões para estudo e reflexão. *RDB* 38/15-38. São Paulo: Ed. RT, out.-dez. 2007.
- WALD, Arnaldo. Da caracterização da alienação de controle. *RDB* 38/189-203. São Paulo: Ed. RT, out.-dez. 2007.