

RODRIGO R. MONTEIRO DE CASTRO
WALFRIDO JORGE WARDE JÚNIOR
CAROLINA DIAS TAVARES GUERREIRO
COORDENADORES

DIREITO EMPRESARIAL

E OUTROS ESTUDOS DE DIREITO EM HOMENAGEM AO
PROFESSOR JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO

FÁBIO KONDER COMPARATO
LUIZ OLAVO BAPTISTA
CALIXTO SALOMÃO FILHO
MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES
FRANCISCO SATIRO
MODESTO CARVALHOSA
FÁBIO ULHOA COELHO
OSMAR BRINA CORRÊA LIMA
NELSON EIZIRIK
LUIZ LEONARDO CANTIDIANO
PAULO CEZAR ARAGÃO
RACHEL SZTAJN
LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS
EDUARDO SECCHI MUNHOZ
EDUARDO SALOMÃO NETO
MARCELO VIEIRA VON ADAMEK
RODRIGO FERRAZ P. CUNHA
HENRIQUE CUNHA BARBOSA
ECIO PERIN JUNIOR
ANNA BEATRIZ ALVES MARGONI
CAROLINA DIAS TAVARES GUERREIRO

WALFRIDO JORGE WARDE JÚNIOR
RODRIGO R. MONTEIRO DE CASTRO
MARCELO FERNANDEZ TRINDADE
FRANCISCO A. MACIEL MÜSSNICH
OTAVIO YAZBEK
ARNOLDO WALD
MARCELO ROBERTO FERRO
JAIRO SADDI
TERCIO SAMPAIO FERRAZ JR.
IVES GANDRA DA SILVA MARTINS
ALBERTO XAVIER
EROS ROBERTO GRAU
ANTÔNIO CLÁUDIO MARIZ DE OLIVEIRA
LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES
PAULA A. FORGIONI
ERASMO VALLADÃO A. E N. FRANÇA
PAULO F. CAMPOS SALLES DE TOLEDO
SELMA MARIA FERREIRA LEMES
PEDRO DUTRA
CARLOS FREDERICO C. NOGUEIRA

QUARTIER LATIN

2

**O PODER DE CONTROLE
SOBRE COMPANHIAS
ABERTAS CONCORRENTES**

FÁBIO ULHOA COELHO

1. INTRODUÇÃO

Quando a lei estabelece ser o controlador a pessoa que usa seu poder para efetivamente dirigir os negócios da sociedade (Lei nº 6.404/76, art. 116, *b*), ela está, indiretamente, legitimando o exercício desta direção. Não poderia a lei responsabilizar o acionista controlador, definindo-o deste modo, sem lhe conferir os meios para desincumbir-se plenamente de suas responsabilidades. Em outros termos, o poder de controle é um “poder-dever”, que, a um lado, confere os meios para dirigir os negócios sociais ao acionista que o titula, e, a outro lado, lhe impõe o dever de bem os dirigir¹.

Mas o exercício deste poder-dever, inerente ao controle, não pode deixar de se pautar em determinadas cautelas, quando o mesmo controlador dirige os negócios sociais de duas, ou mais, sociedades anônimas concorrentes. A menos que se trate de controle totalitário ou que sejam iguais os acionistas minoritários nas duas companhias em competição empresarial, cabe ao controlador zelar para que cada empresa preserve suas vantagens competitivas. Mesmo no caso de companhias fechadas, sendo diferentes as minorias acionárias, o acionista controlador exerceria abusivamente seu poder de controle se permitisse tal aproveitamento indevido das vantagens competitivas de uma controlada por outra. Se forem as concorrentes, ademais, companhias abertas, o abuso de controle é questão que ultrapassa a proteção de interesses individuais dos acionistas minoritários, para dizer respeito à própria dinâmica do regular funcionamento do mercado de capitais.

Neste artigo, discuto tais cautelas, que consistem, basicamente, em segregar as empresas, a ponto de obstar o aproveitamento indevido, por uma delas, de informações estratégicas, confidenciais ou sensíveis de outra. Para facilitar a exposição e tratamento do tema, elejo como modelo a hipótese de serem as concorrentes controlada e controladora. Trata-se, pois, de discutir a concorrência no seio do que se convencionou chamar de “grupo de fato”²,

1 Cfr., por todos, FÁBIO KONDER COMPARATO e CAUXTO SALOMÃO FILHO: “a todo poder correspondem deveres e responsabilidades próprias, exatamente porque se trata de um *direito-função*, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas. Assim também no que diz respeito ao poder de controle, na estrutura da sociedade anônima” (*O poder de controle na sociedade anônima*. 5ª edição. Rio de Janeiro: GEN-Forense, 2008, p. 363).

2 Informa NELSON ETZRIK: “Embora a Lei das S.A. somente utilize a expressão *grupo de sociedades* para designar os grupos constituídos por meio de convenção, generalizou-se, na prática societária, o emprego da expressão *grupos de fato* para referir-se àquele formado por

entre a sociedade controladora e a controlada, quando as ações e demais valores mobiliários de ambas estão admitidos à negociação na bolsa de valores, isto é, quando são companhias abertas. Adiantando, entendo que, seguindo os padrões de elevada governança corporativa, o controlador deve erguer, entre a própria sociedade (controladora) e a concorrente (controlada) uma *chinese wall*, que impeça o trânsito indevido de informações sensíveis.

Este artigo está dividido em quatro seções, sendo a primeira esta breve introdução. Na segunda, aborda-se a questão por meio da figura do grupo de fato, expressão empregada pelo mercado para identificar, entre outras, a relação que aproxima, a um lado, certa sociedade controladora, e, a outro, sua controlada. A terceira seção é voltada à discussão da cautela recomendada pelo espírito geral que norteia os primados de governança corporativa, que, no Brasil, assumiu a feição de tutela da minoria diante de desmandos do controlador. A quarta seção abriga uma breve conclusão, em que se retoma a noção de controle como um poder-dever.

2. CONCORRÊNCIA NO INTERIOR DOS CHAMADOS “GRUPOS DE FATO”

De início, lembro que a lei societária concede aos acionistas minoritários dissidentes o direito essencial de recesso, no caso de a assembleia geral deliberar pela participação em *grupo de direito*, mas não concede igual direito, quando a participação se verifica em *grupo de fato*. O art. 137, *caput*, da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), ao fazer remissão ao inciso V do art. 136, estipula que a “*aprovação da participação em grupo de sociedades (art. 265) dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia*”. E o mesmo direito é reiterado no parágrafo único do art. 270: “*os sócios ou acionistas dissidentes da deliberação de se associar a grupo têm direito, nos termos do art. 137, ao reembolso de suas ações ou quotas*”.

A respeito desta hipótese de direito de recesso, NELSON EIZIRIK leciona: “O grupo de sociedades constitui uma técnica de concentração empresarial mediante a qual 2 (duas) ou mais sociedades, sendo uma dominante e as

sociedades relacionadas, tão somente, por meio de participação acionária, sem se organizarem obrigacionalmente. Em oposição, os grupos formalmente constituídos são denominados ‘grupos de direito’” (*Estudos de Direito Empresarial*. Em coautoria com Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 371).

demais dominadas, unem-se sob uma mesma direção para alcançar objetivos comuns. De acordo com o artigo 265, a sociedade controladora e as suas controladas podem constituir um grupo de sociedades mediante convenção pela qual se obrigam a combinar recursos e esforços para a realização dos respectivos objetivos, ou para participar de atividades ou empreendimentos comuns. Ao participar de um grupo de sociedades, a companhia fica subordinada aos interesses e à orientação administrativa geral do grupo, devendo os acionistas minoritários aceitar, nos termos da convenção, que a sociedade disponibilize seus recursos e esforços para atender as atividades e os empreendimentos do grupo e, inclusive, realize operações contrárias a seus interesses particulares ou que não observem condições comutativas. Por isto, a Lei das S.A. atribui o direito de recesso aos acionistas de qualquer companhia que vier a participar ou se associar a grupo de sociedades, sem fazer distinção ou estabelecer qualquer exceção em relação à sociedade de comando ou às controladas”³.

Como se percebe da lição do ilustre jurista, o direito de recesso relativo à decisão assemblear de participação em grupo de sociedades existe apenas quando se trata de *grupo de direito*, isto é, daquela situação subsumida ao art. 265 da LSA. Além de ter sido expressamente mencionado, pelo legislador, este dispositivo na definição legal do direito de recesso, também a circunstância de o art. 270, parágrafo único, encontrar-se no específico capítulo da LSA sobre “grupo de sociedades” (Capítulo XXI) levam à inevitável conclusão de que *não* há direito de recesso quando uma companhia passa a integrar um *grupo de fato*. Quando atos societários (em alguns casos, *diversos* de deliberação de assembleia geral) implicam a participação de uma companhia no que se tem chamado de *grupo de fato*, é indiscutível que os minoritários dissidentes não têm direito de recesso.

Ora, este tratamento diferente do minoritário em cada uma destas hipóteses (participação em grupo de direito ou de fato), só se justifica, inclusive perante o princípio constitucional da isonomia, por não serem iguais os riscos a que se expõe o investimento dos acionistas num ou noutro caso. E não são iguais estes riscos, porque no chamado *grupo de fato*, o controlador não está autorizado, em nenhuma hipótese, a se utilizar dos

recursos e esforços da controlada em prol de interesses outros que não os da própria controlada.

JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO e EGBERTO LACERDA TEIXEIRA distinguem claramente as duas situações: “O relacionamento intersocietário vem disciplinado [na LSA] sob dois ângulos. Assim, de um lado, reconhecem-se efeitos jurídicos às situações de coligação e controle, com o estabelecimento de uma gradação quantitativa e percentual do vínculo societário, que [culmina] com a hipótese de dominação total, ao nível de 100% (cem por cento), no caso da chamada subsidiária integral. De outro lado, institui-se o grupo de sociedades, assentado sobre uma situação de controle, mas qualificado por um *substratum* convencional, também presente na constituição do consórcio. [...] É imprescindível que se esclareça, desde já, que por maior que seja o complexo de sociedades vinculadas por coligação ou controle, ou por mais abrangente que seja este, somente se configura o grupo, quando se celebra a convenção de que trata o art. 265 [...]. Daí decorre o caráter formal do grupo de sociedades, tal como o conceitua a lei. Não celebrada a convenção, não há que se falar em grupo, sendo vedado, aliás, o uso desse termo para designar outras reuniões de sociedades, ainda que intimamente vinculadas por controle comum (art. 267, parágrafo único)”⁴.

Assentados nesta distinção que a LSA estabelece entre, de um lado, o controle ou coligação (que se chama de *grupo de fato*) e, de outro, o grupo de direito formal e regularmente constituído, prosseguem acentuando que, no primeiro caso, não há nenhum fundamento para o controlador sacrificar os interesses específicos da controlada, em nome de interesses mais gerais do conjunto societário. Este sacrifício, e mesmo assim observados os limites ditados pela convenção e pelo exercício não abusivo do poder de controle, só é possível no caso de grupos de sociedade formalmente constituídos. No dizer daqueles cultos doutrinadores: “Inegavelmente, o controle implica em subordinação, pelo menos do ponto de vista jurídico. Mas as relações que se estabelecem entre controladora e controlada, por maior dependência que traduzam, não têm o condão de sacrificar o interesse particular da controlada às conveniências operacionais ou financeiras da controladora. [...]

4 *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, vol. II, pp. 696/697. Grifos acrescentados.

O interesse particular da sociedade controlada não se submete, portanto, a nenhum outro interesse, a não ser ao interesse nacional. As conveniências da controladora e bem assim de qualquer outra sociedade vinculada não preponderam conseqüentemente sobre o interesse particular da sociedade controlada, a qual mantém, por assim dizer, absoluta autonomia de objetivos, devendo seus administradores exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhes conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas, apenas, as exigências do bem público e da função social da empresa (art. 54, caput)⁵.

E é exatamente em razão desta diferença fundamental na natureza dos vínculos estabelecidos entre as sociedades, no *grupo de direito* e no chamado *grupo de fato*, que justifica a lei não conceder o direito de recesso ao minoritário quando da constituição deste último, mas reconhecê-lo na constituição do primeiro⁶. Na síntese de LUIS EDUARDO BULHÕES PEDREIRA: “A constituição de grupo de sociedades (de direito, e não de fato) justifica o direito de retirada porque a companhia perde sua autonomia: as sociedades que integram o grupo mantêm suas personalidades jurídicas, mas o interesse de cada uma pode ser subordinado ao do grupo, de outra sociedade e da sociedade de comando do grupo”⁷.

Quando a companhia decide participar de um grupo de direito, seus recursos e esforços podem ser empregados, nos termos da convenção grupal, na realização de objetivos de outras sociedades filiadas ou mesmo da controladora. O minoritário pode não ver nesta possibilidade uma decisão adequada para a sociedade em que investe. Daí a lei abrir-lhe a porta do

5 *Obra citada*, p. 698.

6 JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO e EGBERTO LACERDA TEIXEIRA destacam a importância desta distinção quando se tem em mira os direitos dos acionistas minoritários: “essas circunstâncias apresentam peculiar importância no que diz respeito à proteção das minorias. Não sendo convenionado o grupo de sociedades, a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social ou o favorecimento da controladora (considerando-se modalidades de exercício abusivo de poder por esta última), legitimam os acionistas não-controladores a intentar a competente ação de perdas e danos, prevista no art. 246. Constituído, entretanto, o grupo, tem aplicação o art. 276, segundo o qual a combinação de recursos e esforços, a subordinação dos interesses de uma sociedade aos de outra, ou do grupo, e a participação em custos, receitas ou resultados de atividades ou empreendimentos somente poderão ser opostos aos sócios minoritários das sociedades filiadas nos termos da convenção do grupo” (*Obra citada*, pp. 699/700).

7 *Direito das companhias*. Coordenação de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: GEN-Forense, 2009, vol. I, p. 346.

direito de recesso. Já no caso de a companhia passar a fazer parte de um grupo de fato, o minoritário não recebe, da lei, o direito de dissidência, porque os recursos e esforços da sociedade em que investe não podem ser aproveitados na consecução de outros interesses senão os dela. Em outros termos, a LSA só autoriza falar-se em *interesses comuns, juridicamente protegidos*, de sociedades afiliadas a um grupo, quando observadas as formalidades dos arts. 265 e seguintes desta lei. Somente as sociedades integrantes de grupos de direito têm “interesses grupais juridicamente protegidos”⁸; se estão ligadas por vínculos característicos de meros grupos de fato, o que se poderia chamar de “interesses grupais” simplesmente não têm proteção jurídica.

A questão fundamental diz respeito, deste modo, à existência, ou não, de proteção jurídica aos interesses gerais do grupo. Quando tais interesses gerais conflitam com os da sociedade controlada, e, conseqüentemente, de seus acionistas minoritários, qual merece proteção jurídica? A resposta é simples: se o grupo é de *direito*, protegem-se os interesses grupais, só podendo o minoritário reclamar do emprego de recursos e esforços da sociedade de que participa na realização do objeto social de outra sociedade, quando desrespeitada a convenção. Mas se o grupo é *de fato*, protegem-se os interesses dos acionistas minoritários da controlada, não podendo a controladora se aproveitar dos recursos e esforços desta em prol dos interesses grupais.

Quando controlada e controladora são concorrentes, qualquer recurso ou esforço de uma aproveitado pela outra *importará necessariamente* em prejuízos indevidos. Se controladora e controlada integrantes de um grupo de fato dedicam-se a atividades complementares, não concorrentes, pode-se cogitar de estabelecimento de diretrizes e imposição de políticas

8 Mesmo assim, respeitando-se a autonomia de cada sociedade integrante do grupo, conforme o alerta de VIVIANE MULLER PRADO: “a participação de uma sociedade em um grupo não retira a sua personalidade jurídica e sua caracterização como ente titular de vontade, interesses e patrimônio próprios. Mantém-se a ideia formal e abstrata da personalidade jurídica desvinculada dos seus membros, não considerando a realidade das sociedades dependentes. É a partir do pressuposto da autonomia econômica da sociedade, como se ela fosse necessariamente um ente hermético e independente, que se estabelecem as regras de atuação dos controladores e administradores. Esse pressuposto representa ainda a garantia dos acionistas minoritários de que os negócios sociais serão conduzidos de acordo com o interesse da sociedade” (*Conflito de interesses nos grupos societários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 61/162).

empresariais uniformes que não prejudicam nenhuma das empresas envolvidas. Havendo, contudo, competição empresarial entre as sociedades componentes do grupo de fato, esta hipótese está, por definição, descartada: a ajuda ao interesse grupal importará sempre prejuízo ao interesse individual da controlada.

Não há, reforçando, proteção jurídica aos interesses de um grupo de fato, quando conflitam com os interesses da sociedade controlada e de seus acionistas minoritários. Para que a “vontade” do grupo pudesse prevalecer a despeito de prejuízos aos interesses da controlada, e seus minoritários, torna-se imprescindível o prévio atendimento às formalidades de constituição regular de um *grupo de direito* (oportunidade em que os dissidentes poderiam exercer o recesso).

Em hipótese nenhuma, ademais, a existência de um grupo de sociedades de fato altera, minimamente, os deveres e responsabilidades dos administradores da controlada. Ao contrário, estes administradores não teriam como legitimar o fornecimento a concorrente de informações estratégicas ou confidenciais da empresa, socorrendo-se da figura do grupo de fato.

Para NELSON EIZIRIK: “as sociedades que compõem o grupo de direito formam uma verdadeira ‘*unidade*’ econômica em que, por meio da convenção e com o objetivo de viabilizar a consecução do interesse geral, abrem mão de sua individualidade estratégica e administrativa, submetendo-se à direção centralizada do grupo. Diante disso, a lei societária admite que a administração do grupo de direito legitimamente adote medidas contrárias aos interesses específicos de cada companhia que o integra, favorecendo, em prol do interesse geral, determinadas associadas em prejuízo de outras”. Adverte, contudo, que “os grupos de fato são disciplinados pelos arts. 243 a 246 da Lei n. 6.404/1976 e sua característica essencial, além da ausência de vínculo contratual, reside no fato de que as relações jurídicas mantidas entre as sociedades que os integram devem observar os princípios e regras que regem as relações entre companhias isoladas. Isto significa que todas as decisões tomadas pelos acionistas controladores da sociedade participante do *grupo de fato*, bem como os atos praticados por seus administradores, devem

ter por objetivo, exclusivamente, a consecução do interesse específico de tal companhia, conforme estabelecido nos arts. 117 e 154 da Lei das S.A.⁹⁹.

Concluindo, somente se as sociedades concorrentes envolvidas fizessem parte de um grupo de direito, e mesmo assim nos limites ditados pela convenção grupal, é que os administradores da controlada poderiam justificar como regular a prática de atos que importaram o aproveitamento de recursos e esforços desta empresa, pela controladora concorrente.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA DE COMPANHIAS ABERTAS CONCORRENTES

O movimento de *corporate governance* assume feições diversas, de acordo com as características específicas dos mercados de ações dos países em que se manifesta, e suas necessidades¹⁰. Nos Estados Unidos, em que se origina – com a iniciativa do *American Law Institute (ALI)*, no fim dos anos 1970, de discutir os meios de administração dos negócios explorados em sociedades –, o movimento preocupa-se com o que tem sido denominado de *conflitos de agência*. Caracterizado o mercado acionário norte-americano pelo elevadíssimo grau de dispersão das ações e pelo controle gerencial, fenômeno lá presenciado já na segunda metade do século XIX, a *corporate governance* foca os meios de controlar os administradores (*agents*), bastante independentes em relação aos acionistas, para que não passem a privilegiar seu próprio interesse, em detrimento do dos inúmeros investidores anônimos (*principals*). Na Alemanha e no Japão, por exemplo, a *corporate governance* assume feições ligadas também à responsabilidade da empresa pelos chamados *bystanders*, isto é, pessoas ou grupos sociais cujos interesses gravitam em torno da atividade econômica explorada pelas sociedades listadas em bolsa, assim os empregados, consumidores, a comunidade

9 Estudos... obra citada, p. 372.

10 Para as referências históricas sobre o movimento da governança corporativa, conferir, entre outros: ANDRÉ TUNC (*Le gouvernement des sociétés anonymes. Le mouvement de réforme aux États-Unis et au Royaume-Uni*. Em *Revue Internationale de Droit Comparé* n. 46(1), Paris, Société de Législation Comparée, 1994), J. H. FARRAR e B. M. HANNIGAN (*Farrar's Company Law*. 4ª edição. Londres, Edinburgo e Dublin : Blutterworths, 1985, pp. 301/307). PAUL L. DAVIES (*Grower's principles of modern company law*. Atualizador. 6ª edição. Londres: Sweet & Maxwell, 1997, pp. 66/690) e MANUEL OLIVENCIA (*Corporate Governance y ordenamientos de Derecho Civil*. Em Revista Iberoamericana de Mercados de Valores n. 2. Madrid: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, março de 2001).

etc. Temas como sustentabilidade ambiental e responsabilidade social são importantes para o movimento nestes países.

No Brasil, o movimento se manifesta inicialmente em 1999, com a criação do *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* (IBGC) e a publicação do primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Este documento dava ao funcionamento do Conselho de Administração uma importância acentuada e não abrangia temas caros ao movimento. Impulso decisivo é representado, sem dúvida, pela criação do Novo Mercado da BOVESPA, em 2000. Essa listagem segregada de companhias abertas tem seus fundamentos fortemente inspirados nos preceitos do movimento. Em 2001, o IBGC lançou, na BOVESPA, a edição revista e ampliada do Código de Melhores Práticas. É, ademais, inegável que a Lei n. 10.303/01, que reformou a Lei n. 6.404/76 (“LSA”), sofreu fortíssima influência dos valores prestigiados pelo movimento de *corporate governance*, de acordo com sua feição brasileira¹¹. E que feição é esta? O mercado acionário brasileiro não tinha, até há menos de uma década atrás, tradição relativamente ao que alguns denominam de “*democratização*” das relações societárias, assim entendida a criação de ambiente na companhia propício ao devido equilíbrio entre os interesses e visões do controlador e os da minoria¹².

Se em sua trajetória no exterior, o movimento de *corporate governance* esteve associado aos conflitos de agência ou à responsabilidade empresarial, entre nós ele ligou-se fortemente a outra questão – a do respeito aos direitos dos acionistas minoritários. Enquanto lá fora a obediência a elevados padrões de governança corporativa visa normalmente garantir interesses

11 NORMA PARENTE anota: “a nova lei apóia práticas de governança corporativa que é, antes de tudo, uma atitude cultural. Saliente-se que, antes mesmo de ser promulgada, a lei produziu frutos, pois algumas empresas mais modernas, conscientes das vantagens de tratar corretamente os seus acionistas, espontaneamente já vinham concedendo novos direitos aos minoritários” (*Principais Inovações Introduzidas pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações*. Em *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Coordenador Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 14).

12 Atente-se, contudo, ao noticiado por PAUL L. DAVIES: “this [corporate governance] was generally described, particularly in the American literature, as the quest for ‘stockholder democracy’, but that expression is now heard less often as it has come to be accepted that Athenian democracy is not the way to govern a large public company. Instead, this and a wider range of problems have come to be debated under the rubric *Corporate Governance*” (*Obra citada*, p. 66).

de todo o conjunto de acionistas, aqui foca-se de modo acentuadíssimo a garantia dos interesses dos minoritários¹³.

O objetivo central do movimento, que se encontra em todas as partes em que se manifesta, malgrado suas nuances e especificidades, é o aparelhamento do mercado de capitais para competir pelo *investidor*. As ações de sociedades anônimas listadas, para se posicionarem como alternativa atraente de investimento (entre tantas outras oferecidas pelo mercado imobiliário, financeiro, securitário etc), devem possibilitar a resposta à principal preocupação dos acionistas, em cada parte do globo. Se, nos Estados Unidos, para atrair o investidor foi necessário enfrentar a questão dos riscos associados ao controle gerencial (atenuando *conflitos de agência*), no Brasil, o enfoque haveria de ser outro, isto é, traçar melhor os limites do exercício regular do poder de controle, evitando a reprodução de casos de abusos dos controladores que permearam a história do nosso incipiente mercado de capitais.

O movimento *corporate governance* brasileiro, assim, ostenta a feição peculiar aos embates, aqui muito conhecidos, entre controlador e minoria acionária, esta procurando se defender dos desmandos e abusos daquele. Na verdade, desde os idos de 1976, já se apontava, como uma das diretrizes da elaboração legislativa, a necessidade de se conferir ao acionista minoritário uma proteção jurídica que *atraísse* o seu interesse para o mercado acionário, e o fortalecesse. Aliás, a associação entre, de um lado, o aumento da proteção dos direitos dos minoritários, e, de outro, o fortalecimento do mercado de capitais, encontra-se como *leitmotiv* dos discursos justificadores não apenas da edição da LSA, mas da necessidade de todas as reformas nela empreendidas (1997, 2001, 2007 e 2011)¹⁴.

13 Em alguns outros países, também a discussão em torno da *corporate governance* pauta-se igualmente pela proteção dos acionistas minoritários. Na Itália, por exemplo. Mas deve-se ter sempre presente o alerta de PAOLO MONTALENTI: "tutela delle minoranze significa quindi, in sintesi, ricerca di un punto di equilibrio tra possibilità di governare e protezione di chi dal governo è escluso, tra stabilità ed efficacia dell'agire del gruppo di controllo e garanzie per chi investe capitale di rischio senza salire sul ponte di comando" (*Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance - Studi in tema di società per azioni*. Padova: CEDAM, 1999, p. 167).

14 Conferir: sobre a lei de 1976, ALFREDO LAMY FILHO e JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, *A lei dos S.A. - pressupostos, elaboração, aplicação* (Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 137); sobre a reforma de 1997, NELSON EIZIRIK, *A reforma das S.A. & do Mercado de capitais* (Rio de Janeiro: Renovar,

De modo singelo, tem-se difundido o movimento de *corporate governance*, pelo Brasil, a partir da noção de que o controlador não pode mais considerar a sociedade controlada algo de sua “propriedade” – o poder de controle deve ser exercido respeitando-se constantemente o preceito de que, em torno da empresa, outros interesses também gravitam, em especial os dos acionistas minoritários. A rígida e saudável separação entre “gestão” e “propriedade” é um dos conceitos básicos do movimento de *corporate governance*. A tal ponto enraizou-se na nossa cultura empresarial a urgência desta separação que, hoje em dia, até mesmo as sociedades limitadas só têm conseguido acesso ao crédito bancário, ou pelo menos a juros mais atraentes, se demonstrarem ter “governança corporativa” – o que só se pode entender, neste contexto, como a nítida distinção entre bens e interesses dos sócios majoritários e a adequada organização da atividade empresarial, privilegiando-se esta última quando inconciliável com aqueles.

Nos casos em que duas ou mais sociedades anônimas abertas estão sujeitas ao mesmo controlador, mas possuem minorias acionárias evidentemente distintas, os preceitos da *corporate governance* têm particular importância e devem nortear o exercício do poder de controle. O controlador não pode considerar as sociedades controladas como elementos de sua “propriedade”; ao contrário, deve zelar para que a “gestão” de cada uma tenha a indispensável autonomia, principalmente se exploram empresas total ou parcialmente concorrentes.

No âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), este aspecto do exercício do poder de controle foi objeto de ampla discussão há poucos anos atrás. Refiro-me aos debates que antecederam a edição do Parecer de Orientação n. 35, de 1º de setembro de 2008, acerca dos “*deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusões, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum*”. Obviamente, no caso do exercício do poder de controle sobre sociedades abertas concorrentes, não se está discutindo nenhuma dessas operações societárias (fusão, incorporação ou incorporação de ações), mas as preocupações aventadas são rigorosamente iguais.

A doutrina, há tempos, já atentara às tormentosas questões suscitadas pelas operações envolvendo sociedade controladora e controlada, ou sociedades sujeitas ao mesmo controle¹⁵. Quando duas sociedades sujeitas a controles diversos *negociam* uma operação societária qualquer (fusão, incorporação, etc), pode-se presumir que os administradores de cada uma delas, orientados pelos respectivos controladores, irão zelar pelos interesses do conjunto dos acionistas. Afinal, nestes casos, quando cada controlador, na mesa de negociação, defende seus próprios interesses, está necessariamente defendendo também os dos seus minoritários. Bem diferente, no entanto, é o cenário quando as sociedades em processo de fusão ou incorporação estão sujeitas ao mesmo controlador. Este, se perder como controlador de uma sociedade, irá forçosamente ganhar como controlador da outra. É, assim, acentuado o risco de restarem indefesos os interesses dos acionistas minoritários de uma das sociedades envolvidas¹⁶.

Em situação muito similar se encontram as sociedades anônimas abertas, sujeitas ao mesmo controlador, que competem total ou parcialmente. Em encontro de gestores destas sociedades, o trânsito indevido de

15 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, após descrever minuciosamente o procedimento negocial nas operações de fusão e incorporação entre empresas não sujeitas a controle comum, observa: “[O] equilíbrio entre interesses, obtido mediante o complexo procedimento acima descrito, passa por que os alemães denominam de turbação da equivalência - *Aquivalenzstörung* - quando se trata de uma incorporação de sociedade controlada. Pois os termos da equação, tal como formulada linhas atrás, se alteram, em face da introdução de uma nova grandeza: o interesse da sociedade controladora. Ora, quando se fala em controle, alude-se a uma nova instância na estrutura societária, que transcende as prerrogativas da maioria acionária exercidas no seio da própria assembleia, instaurando-se, em consequência, entre a sociedade controladora e a sociedade controlada, uma unidade de comando e uma unidade de interesse. A bem dizer, desaparecem as duas vontades sociais que se manifestam na operação de incorporação” (*Incorporação de companhia controlada*. Em Revista de Direito Mercantil. São Paulo: RT, abril/junho de 1994, vol. 94, p. 93).

16 Esclarece MODESTO CARVALHOSA: “quando duas sociedades possuem controladores distintos, os interesses dos acionistas de cada sociedade são defendidos pelos respectivos administradores e controladores, de forma que a definição das bases da incorporação passa a representar questão meramente negocial. Por outro lado, quando a operação se dá entre sociedades controladoras e controladas, *não* se verifica o caráter bilateral que assegura os interesses dos minoritários de ambas as companhias envolvidas, visto que o *mesmo* acionista controlador decide pelos dois lados da operação. De fato na incorporação de controlada inexistem duas vontades na operação, ou seja, o mesmo controlador vota e decide as condições em que se realizará a incorporação nas duas assembleias gerais, onde, a princípio, pressupõe-se que os acionistas representem interesses contrários. Trata-se da figura do *self-dealing transaction*, conhecida e repudiada no direito norte-americano. Esta foi justamente a razão que motivou o legislador brasileiro a adotar regras especiais em relação à incorporação de companhia subsidiária” (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011, vol. 4, tomo II, pp. 323/324); ver também dele e de NELSON EIZIRIK, *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 376.

informações estratégicas configura o mesmo indevido cenário. Uma das sociedades pode sair prejudicada, com o aproveitamento destas informações pela outra; em decorrência, restam indefesos os interesses dos acionistas minoritários daquela sociedade cujas informações estratégicas foram indevidamente apropriadas pela outra – já que o controlador irá “compensar” eventuais perdas na empresa prejudicada com os ganhos que vier a auferir na concorrente beneficiada.

A CVM, no Parecer de Orientação nº 35, fixou diretrizes que podem e devem ser empregadas no tratamento da questão relativa ao exercício do poder de controle sobre sociedades abertas concorrentes, em vista da clara similitude entre as situações consideradas. Em sua essência, estas diretrizes visam a garantir a rígida *separação* na administração dos interesses das sociedades envolvidas. O mercado se vale da imagem da Muralha da China (*chinese wall*) para fazer referência ao modelo recomendado pela CVM. Esta é a medida correta, sob o ponto de vista dos primados da *corporate governance*, com absoluto respeito aos direitos dos acionistas minoritários das sociedades concorrentes envolvidas.

4. CONCLUSÃO

É corrente na doutrina a noção de que o acionista controlador titula um “poder-dever”. Trata-se de conceito emprestado do direito público, a partir do qual sustenta-se que o acionista controlador, ao titular o *poder* de dirigir os negócios sociais, tem intrinsecamente também o *dever* de os dirigir, sobretudo nas companhias abertas. Afinal, um dos elementos que os investidores, no mercado de capitais, sopesam ao fazerem suas escolhas consiste exatamente na confiança que têm na capacidade empreendedora do controlador.

Mas o dever de dirigir os negócios sociais não pode ser cumprido dissociado das cautelas exigidas na circunstância muito especial de controle simultâneo de companhias *abertas* e *concorrentes*. Quando se depara com esta situação particular, o controlador deve adotar providências que imunizem as companhias envolvidas de fluxo indevido de informações estratégicas, confidenciais ou sigilosas. Esta cautela envolve, principalmente, não criar instâncias diversas das legalmente previstas nas estruturas societárias das

companhias envolvidas. O controlador deve, em vista da circunstância particular de controlar simultaneamente duas companhias *abertas e concorrentes*, restringir seu acesso às informações estratégicas, confidenciais ou sigilosas apenas nos órgãos societários legalmente previstos. Deve ser principalmente dele a iniciativa de segregar as empresas (erguendo um *chinese wall*), ao exercer seu *dever* de dirigir os negócios sociais. Não há nenhum empecilho ou dificuldade anteposta ao dever de dirigir os negócios sociais, quando o controlador, respeitando as vantagens competitivas de cada uma das companhias que controla, adota medidas que impeçam o fluxo despropositado de informações entre elas, comprometendo estratégias empresariais específicas.