

série
DIREITOEMDEBATE
Direito Desenvolvimento Justiça

DANILO BORGES DOS SANTOS GOMES DE ARAUJO
WALFRIDO JORGE WARDE JR.
ORGANIZADORES

OS GRUPOS DE SOCIEDADES

ORGANIZAÇÃO E EXERCÍCIO DA EMPRESA

 FUNDAÇÃO
GETÚLIO VARGAS



DIREITO GV
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

 Editora
Saraiva

DANILO BORGES DOS SANTOS
GOMES DE ARAUJO
WALFRIDO JORGE WARDE JR.
ORGANIZADORES

OS GRUPOS DE SOCIEDADES

ORGANIZAÇÃO E EXERCÍCIO DA EMPRESA

2012



Esta obra integra a Coleção Direito, Desenvolvimento e Justiça, coordenada por José Rodrigo Rodriguez. Foi avaliada e aprovada pelos membros do Conselho Editorial desta Coleção:

Alexandre da Maia (UFPE): Pernambuco.
Antônio José Maristrello Porto (Direito Rio): Rio de Janeiro.
Antonio Moreira Maués (UFPA): Pará.
Gustavo Feitosa (UFC): Ceará.
Gustavo Ferreira Santos (UFPE): Pernambuco.
Ivo Gico Jr. (UCB): Brasília.
Marcus Faro de Castro (UnB): Brasília.
Solange Silva Teles (Mackenzie): São Paulo.
Vera Karam de Chueiri (UFPR): Paraná.

série
DIREITOEMDEBATE
Direito Desenvolvimento Justiça



selecionados com o auxílio de um Conselho Editorial formado por profissionais renomados em suas áreas de atuação.

A Série GV*law* tem como referência os temas dos cursos oferecidos pelo Programa Educação Executiva da DIREITO GV (GV*law*). Seu objetivo é refletir a dinâmica de seus cursos em artigos que contemplem tanto o rigor acadêmico como a prática jurídica, voltados para os profissionais de Direito que têm sua atuação pautada pela complexidade de questões contemporâneas. O material bibliográfico é selecionado por uma Comissão Editorial, e uma equipe de revisores, mestrands e doutorandos, é responsável por supervisionar a produção dos textos. Os autores são professores do GV*law*, todos eles mestres, doutores, pós-doutores, livre-docentes e profissionais que se destacam no mercado e no meio jurídico por sua competência prática e acadêmica.

Os grupos de sociedades: o estado atual da técnica

Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo*

Walfrido Jorge Warde Jr.**

Dizer que o direito societário está em crise por causa da emergência do fenômeno grupal é desprezar a inegável realidade da atividade empresarial contemporânea; com efeito, observa-se, e essa é até mesmo uma conclusão intuitiva, que a grande atividade empresarial não prescinde de estruturas grupais.

Na prática, é impossível dissociar a macroempresa¹ das complexas estruturas em que estão presentes relações entre diversas sociedades. Não haveria, do mesmo modo, o fenômeno das empresas multinacionais², quer-se dizer, o fenômeno do exercício transnacional de empresas

* Professor da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (DIREITO GV); Doutor em Direito pela Università degli Studi di Roma II "Tor Vergata". O Coordenador presta enormes agradecimentos à DIREITO GV pela disponibilização dos recursos e processos que viabilizaram a publicação deste volume.

** Advogado em São Paulo; Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo; Membro do Instituto de Direito Societário Aplicado (IDSA).

¹ Para considerações a respeito da macroempresa, remete-se a Fábio Konder Comparato, *Aspectos jurídicos da macroempresa*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1970, passim.

² Sobre o exercício da atividade empresarial por meio das assim chamadas multinacionais, cf. BLUMBERG, Phillip I. *The multinational challenge to corporation law: the search for a new corporate personality*. Oxford: Oxford University, 1993; e EROGLU, Muzafer. *Multinational enterprises and tort liabilities: an*

com a manutenção unitária da direção e a coordenação das filiais estrangeiras, sem o emprego de estruturas grupais.

E essas utilidades – do fenômeno e do seu direito – não são propriamente novidades; já não o eram, em verdade, desde o princípio do século passado, em que pese serem constantemente descobertas, e redescobertas, pelo intérprete estupefato e mal-informado.

Não se trata de procurar alvos imaginários. A estupefação do intérprete diante da hipótese grupal muitas vezes se expressava por meio de metáforas. Famosa a passagem de René Rodière, em que pregava a transição do direito societário da era atômica para o direito societário da era molecular³.

Em tom de blague, o comercialista italiano Francesco Galgano chegou até mesmo a referir-se às muitas opiniões acerca dos grupos de sociedades classificando-as segundo critérios teosóficos⁴. Haveria os agnósticos, que não se importariam com nada além das sociedades individualmente consideradas, os crentes, que acreditariam na existência jurídica de uma verdadeira relação de grupo entre sociedades, e, por fim, os místicos, que confeririam ao grupo o *status* de uma verdadeira entidade, elevada à dignidade de pessoa jurídica. E, nesse contexto, proliferariam as heresias.

No Brasil, o mais conhecido discurso a responsabilizar a emergência do fenômeno grupal por uma suposta crise do direito societário é o de José Lamartine Corrêa de Oliveira, *A dupla crise da pessoa jurídica*⁵.

interdisciplinary and comparative examination. Cheltenham, Northampton, MA: Elgar, 2008.

³ Cf. RODIÈRE, René. Groupement et société en droit français. In: VERRUCOLI, Piero (Dir.). *Evolution et perspectives du droit des sociétés*, II. Milano: Giuffrè, 1968, p. 377 e s.

⁴ Cf. GALGANO, Francesco. *I gruppi di società*. Torino: UTET, 2001, p. 8-9; menciona o autor que “per il gruppo di società, in assenza di altrettanto compiuto dettato legislativo, i giuristi si sono prevalentemente studiati, piuttosto che di dare a questa nuova realtà dell’organizzazione imprenditoriale una adeguata sistemazione concettuale, di valutarne la compatibilità con le norme regolatrici della società per azioni (e delle società di capitali in genere), assunte come il solo dato giuridicamente rilevante. Piuttosto che costruire in positivo uma teoria del gruppo, la si è construíta in negativo; non ci si è domandati che um grupo è, ma piuttosto che cosa non può essere, valutata la sua incompatibilità com il dettato legislativo. Un simile giudizio di compatibilità è, il più delle volte, formulato in termini quanto mai restrittivi, quasi che il grupo de sociedades fosse um fenómeno degenerativo, tale da compromettere i valori protetti dalle norme regolatrici della società per ações, e perciò da contestare il più possibile” (Id. Ibid., p. 7-8).

⁵ Cf. OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de *A dupla crise da pessoa jurídica*. São Paulo: Saraiva, 1979, especialmente p. 590 e s. Cf., também, MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, especialmente p. 1-8, em que igualmente se manifesta o desconforto diante de um direito so-

É clara a opinião do autor acerca do desajuste entre a realidade econômica e os meios jurídicos à disposição:

Na verdade, porém, a emergência dessa realidade jurídica que é o grupo de sociedades pode eventualmente servir de elemento detonador de aspecto novo da própria crise de sistema. [...] A crise do sistema eclodiria, no caso, sob o seguinte aspecto: deve o grupo de sociedades ser considerado uma espécie de pessoa jurídica de 2º grau? E, inversamente, pode a sucursal, estabelecimento com certo grau de autonomia técnica e econômica mas não dotado de personalidade jurídica, vir a ser considerado como nova espécie de pessoa jurídica?

A verdade é que esse discurso, que atribui aos grupos a culpa pela crise do direito societário, tem a marca de uma retórica própria dos anos de 1960, já ultrapassado à época, no particular, diante do que acontecia na economia americana desde os fins do século XIX.

Em nome da eficiência, o fenômeno da concentração econômica, sempre instrumentalizado por técnicas grupais, a despeito de amplamente regulado pelo direito⁶, jamais foi refreado. Em verdade, o direito forneceu bastos instrumentos, i.e., técnicas organizativas formais (a exemplo das *holdings*⁷ – cujas funções e eficiências foram, desde a década de 1930⁸, amplamente discutidas por doutrinadores americanos) e informais da atividade econômica moderna como empresa plurissocietária, para jurisdicizar formas de concentração econômica primárias⁹ e

cietário concebido e positivado nos diversos ordenamentos jurídicos a partir do paradigma da sociedade isolada.

⁶ Nesse sentido, observe-se, por exemplo, o que escreveu OESTERLE, Dale. *The law of mergers and acquisitions*, 2. ed., Saint Paul, MN: West Group, 2004, p. 1.

⁷ Para Engrácia Antunes, as *holdings* são instrumento valioso de organização dos grupos societários, pelas suas vantagens organizativas e fiscais, mas não podem ser confundidas, entretanto, com o próprio grupo, visto que esse último constitui uma forma organizativa informal da atividade empresarial, enquanto aquelas são apenas formas organizativas formais da respectiva cúpula hierárquica (cf. ANTUNES, José A. Engrácia. *Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, 2. ed. rev. e atual., Coimbra: Almedina, 2002, p. 89-90).

⁸ Nesse sentido, também seminal o trabalho de Bonbright e Means, especialmente para explicar o papel determinante das *holdings* na separação entre o controle e a “propriedade” por permitir, pelo emprego de técnicas como a chamada *pyramid stock control*, a assunção, por um restrito grupo de minoritários, de controle societário e empresarial, a baixíssimos custos (cf. BONBRIGHT, James C.; MEANS, Gardiner C. *The holding company: its public significance and its regulation*. New York; London: MacGraw-Hill, 1932, p. 18 e s.).

⁹ A chamada concentração primária decorre essencialmente das vantagens associadas à realização de economias de escala (redução do custo unitário de produção proporcional ao aumento da quantidade produzida), ao reforço da capacidade

secundárias¹⁰.

Quer-se dizer: o direito societário, há um bom tempo, já vem se acomodando com a realidade grupal, acomodando, cada vez mais, por especialização (ou, eventualmente, por meio de outras estratégias), antigas tensões, sem se descuidar das novas, desafios próprios de um fenômeno cambiante e em constante evolução.

Mais do que simplesmente ajustar o conteúdo programático do direito societário às novas realidades do direito grupal, também se verificaram esforços específicos desse domínio jurídico – o direito societário – para dar um tratamento diferenciado ao fenômeno.

O assentamento dessas ideias não deve, contudo, permitir que se esqueça, à construção histórica de um direito grupal, da importância central da ideia de participação social¹¹: a peça-chave do diálogo entre os meios de produção sob afetação empresarial, de um lado, e, de outro, os chamados direitos expectativos atribuídos aos sócios. É da composição desses direitos expectativos, e para suplementar a sua intrínseca natureza creditório-patrimonial, que exsurtem os direitos políticos, os quais, repise-se, não existiriam – originariamente – senão para zelar pela satisfação de direitos creditórios, que se pavimenta toda uma via de direito vocacionada ao aparecimento do fenômeno e do direito grupal. O princípio majoritário surge, no direito norte-ame-

concorrencial através da consolidação da quota de mercado e de eventual assunção de posições de monopólio, e à racionalização de estruturas empresariais adviniente da progressiva especialização funcional e da aproximação do chamado ótimo econômico-empresarial ("betriebswirtschaftliches Optimum"). Nesse sentido, a concentração primária traduz-se na criação de unidades empresariais nas quais os respectivos elementos constituintes perdem, quer a sua individualidade econômica, quer jurídica. O instrumento jurídico típico dessa modalidade de concentração é a fusão de sociedades (seja a fusão-absorção, seja a fusão-criação) (cf. ANTUNES, José A. Engrácia. op. cit., p. 48-49).

¹⁰ À vista da incapacidade das formas de concentração primária a servir indefinidamente de quadro econômico e jurídico único da concentração de empresas, em razão dos limites financeiros e mesmo legais ao crescimento interno, surgem as formas e concentração secundária, caracterizada pela integração das empresas em estruturas cada vez maiores nas quais, não obstante a perda da respectiva autonomia econômica resultante da subordinação a uma direção unitária de conjunto, elas persistem como células dotadas de individualidade jurídica e patrimonial própria. O instrumento jurídico típico desse tipo de concentração econômica é o grupo de sociedades, i. e., unidade de ação econômico-empresarial onde se afirmam, simultaneamente, a manutenção da personalidade jurídica das empresas societárias componentes e a respectiva sujeição a uma autoridade econômica central e ao interesse econômico global do todo (cf. ANTUNES, José A. Engrácia. op. cit., p. 49-50).

¹¹ Cf. RIVOLTA, Gian Carlo M. *La partecipazione sociale*. Milano: Giuffrè, 1965.

ricano dos anos 1850¹², propriamente como uma disfunção das formas jurídicas¹³, para alçar o voto, enquanto direito coadjuvante no contexto de "um voto por cabeça", à condição de protagonista¹⁴. Inaugura, assim, a utilidade construtiva das relações de controle e de coligação à formação das estruturas grupais. A percepção da importância de técnicas contratuais – não societárias – à organização da empresa permitiria que a evolução do fenômeno grupal desbordasse dos limites mais estritos do direito societário. A direção unitária, nesse contexto, prescinde de técnicas puramente societárias, para conectá-las a outras estratégias de estabilização e legitimação eminentemente contratuais.

Mesmo as formas associativas, sob a influência do gênio criativo do empreendedor, foram, nesse contexto, submetidas a experiências de miscigenação com categorias jurídicas modelarmente afetadas por fins não empresariais. É o que nos mostra o texto do magistral José Miguel Embid Irujo¹⁵, que demonstra, em sua valiosíssima contribuição a esta coletânea, de que modo as fundações, enquanto um patrimônio finalístico, articulam-se a estruturas grupais de modo a compô-las e particularizá-las, sem impor-lhes qualquer desnaturação.

Em sentido assemelhado, e para demonstrar um cabal aculturamento dos grupos de sociedades, Mario Engler Pinto Junior¹⁶ dá conta de

¹² Nesse sentido, Lawrence M. Friedman observa que "early corporate charters did not necessarily adhere to the principle that one share of stock was entitled to one vote" (cf. FRIEDMAN, Lawrence M. *A history of American law*. New York: Simon & Schuster, 1973, p. 168). No mesmo sentido, cf. GREGG, W. P.; POUND, Benjamin. *The railroad laws and charters of the United States*, II. Boston: Little & 1851, p. 30; DUNLAVY, Colleen A. Corporate governance in late 19th Century Europe and U.S: the Case of Shareholder Voting Rights. In: HOPT, Klaus J. et al. (Ed.). *Comparative corporate governance: the State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Oxford University, 1998, p. 17.

¹³ Sobre a ideia de disfunção das formas jurídicas, cf. RESCIGNO, Pietro. Il controllo democratico dei sindacati. *Rivista delle Società*, Milano, v. 6, 1961, p. 798 e s.

¹⁴ Para uma visão que demonstra que o aspecto patrimonial das participações originariamente se sobrepõe às suas utilidades políticas, cf. HEINSHEIMER, Karl. *Mitgliedschaft und Ausschliessung in der Praxis des Reichsgerichts. Ein krit. Beitr. zum inneren Vereinsrecht*. Berlin: Liebmann, 1913, p. 5 e s.

¹⁵ Cf. EMBID IRUJO, José Miguel. *Grupos e derecho de fundaciones, infra*. O Autor é notado por suas prévias contribuições doutrinárias em matéria de grupos de sociedades, particularmente se destacando as obras *Introducción al derecho de los grupos de sociedades*. Granada: Comares, 2003, e *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios: la tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*. Madrid: Centro de Publicaciones de la Secretaría General Técnica del Ministerio de Justicia, 1987.

¹⁶ Cf. PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Organização do setor público empresarial: articulação entre Estado e companhias controladas, infra*.

como o fenômeno grupal se adapta aos objetivos de intervenção estatal na economia, desde a participação do Estado nos grupos até o papel que desempenha ao dirigi-los.

Mesmo aqueles ordenamentos jurídicos que ainda não disciplinaram expressamente os grupos de sociedades, alcançaram, por meio do regramento das categorias e fenômenos essenciais do direito societário, tamanha maturidade, que ainda assim lhes é possível uma disciplina própria, e sem indispensáveis transplantes, dos fenômenos grupais, como demonstra Pablo Girgado Perandones, em texto¹⁷ que versa especificamente sobre o ordenamento jus-societário espanhol.

Enfim, engana-se, e estará enganando, quem discorre a respeito do fenômeno grupal sob a premissa da sua marginalidade e da sua imaturidade. Hoje, não seria absurdo dizer que os grupos representam o grosso daqueles fenômenos econômico-sociais que estão na esfera do direito societário, ainda que os textos legislativos acanhem-se em assim se expressar. Algum laconismo legislativo é suprido pelos cada vez mais abundantes precedentes jurisprudenciais, pela já consolidada doutrina, e, sobretudo, pelos maneirismos e pelos interesses do homem de empresa.

O mote da presente coletânea é justamente esse: aqui não se reúnem trabalhos surpreendidos pelo fenômeno grupal; ao contrário, todos os autores tomam os grupos de sociedades como uma marca institucionalizada da realidade, plenamente disperso e frequente na atividade econômica, nacional ou global.

Isso não quer dizer que ainda não haja muito a refletir-se sobre o tema, sobretudo com vistas a impedir que crises regulatórias (sob o falso pretexto de serem crises do próprio capitalismo) ameacem o desenvolvimento das nações e, numa economia globalizada, a higidez dos mercados mundiais.

É sob esses pressupostos, e tendo em mente essa missão, que os coordenadores deste volume vislumbraram a oportunidade de trazer ao público leitor brasileiro¹⁸, em especial àquele qualificado público que se

¹⁷ Cf. GIRGADO PERANDONES, Pablo. *El régimen legal de los grupos de sociedades en el ordenamiento jurídico español y sus propuestas de reforma*, *infra*. O autor também está entre aqueles destacados societaristas europeus que concentrou esforços na compreensão da fatispecie grupal, tendo trazido à tona valiosíssimas contribuições doutrinárias em tema, como *La responsabilidad de la sociedad matriz y de los administradores en una empresa de grupo*. Madrid; Barcelona: Marcial Pons, 2002.

¹⁸ A iniciativa de traduzir para o português textos que foram, no original, produzidos nas mais variadas línguas – inglês, alemão, italiano –, tem que ver com a pretensão de permitir, a uma massa a mais ampla possível de leitores brasileiros, o acesso às ideias dos mais renomados juristas de direito societário que se debruçaram sobre o tema dos grupos de sociedades.

debruça, com apreço, sobre o direito societário, um valioso e variado conjunto de contribuições de modernos autores. Este trabalho tem a pretensão de agregar as principais e mais influentes opiniões, no Brasil e no mundo, às ideias vanguardistas, que se esforçam para a expansão e para a melhor compreensão das fronteiras do direito grupal.

Embora, como se disse acima, o fenômeno dos grupos de sociedades seja um “velho conhecido”, seria ingênuo afirmar que o intérprete tenha se desvencilhado exitosamente do esforço à sua caracterização. Esse esforço de caracterização é condição essencial à adoção de um regime, que tanto poderá optar por especialização unitária, por oposição ao regime geral do direito societário; quanto por uma especialização multifária, calcada na identificação de distintos regimes jurídicos atinentes às múltiplas variantes do fenômeno grupal¹⁹. Tudo isso para que se evite a frustração dos objetivos próprios de uma política do direito que pretende apartar, segundo critérios precisos, o que é grupo daquilo que não é grupo, impedindo-se, na aplicação e na concreção do direito, que essa distinção se perca.

O texto do renomado jurista português José A. Engrácia Antunes, que, aliás, abre essa coletânea²⁰, é bastante eloquente para a conceituação e caracterização dos grupos.

Mas, para a política do direito, não basta apenas caracterizar os grupos; é indispensável definir como devem se estruturar e como se quer que funcionem.

O aspecto estrutural é relevantíssimo: de fato, os grupos de sociedades, tanto econômica, quanto juridicamente, afirmam-se como estruturas organizativas próprias, peculiares no exercício de atividades empresariais²¹. O neoinstitucionalismo, por exemplo, sob a luz de brutos fatos

¹⁹ Pois, segundo Claude Champaud, (*Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Sirey, 1962, p. 210), seriam tantos e variados os tipos de grupos a serem considerados.

²⁰ Cf. ANTUNES, José A. Engrácia. *O governo dos grupos de sociedades*, *infra*. O Autor é conhecido por uma das obras mais importantes e exaustivas sobre grupos de sociedades (*Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, cit.), referência obrigatória para qualquer estudioso que esteja se debruçando sobre o tema.

²¹ A respeito da importância, para o desenvolvimento econômico-social, das considerações a respeito das estruturas jurídico-organizativas para o exercício de atividades empresariais, cf. ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. *Empresa e desenvolvimento: importam as estruturas jurídico-organizativas à disposição dos agentes para o exercício da atividade empresarial*. In: RODRIGUEZ, José Rodrigo (Org.). *Fragmentos para um dicionário crítico de direito e desenvolvimento*. São Paulo: Saraiva, 2011, especialmente p. 72, em que justamente se caracterizam os grupos como notáveis estruturas jurídico-organizativas para o exercício de atividades empresariais.

econômicos, trata aquilo que em direito se chama de grupos de sociedades como um híbrido organizacional, que assumiu determinada forma (estrutura) para equacionar, da melhor maneira possível, determinados custos de transação²².

E, sob o ponto de vista legal, nesse contexto, valem as notáveis observações de Giuliana Scognamiglio, em texto publicado nessa coletânea, *infra*, no sentido de que os grupos de sociedades são um modelo organizacional, entre tantos outros à disposição dos agentes econômicos, bastante adaptado ao exercício legítimo de grandes atividades empresariais²³.

O discurso sobre o funcionamento dos grupos também é rico e abrangente: uma vez que se reconheça o exercício da empresa por meio de grupos de sociedades (ainda que esses grupos não sejam dotados de subjetividade própria), o discurso se desloca para a compreensão do seu funcionamento, interno e externo.

Nesse ponto, são vivas as discussões sobre a eventual responsabilidade no âmbito de uma *fattispecie* grupal. O texto aqui traduzido de Henry

²² Cf. WILLIAMSON, Oliver E. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications: a study in the economics of internal organization*. New York: Free, 1975; *The economic institutions of capitalism. firms, markets, relational contracting*. New York: Free, 1985. O autor afirma que os custos de transação aumentam em razão de condições conectadas: quando a individualidade do indivíduo, limitada, é confrontada por alta complexidade e incerteza e quando o oportunismo individual – sempre uma ameaça possível – agrega-se à ausência de substitutos para realizar trocas. Sob tais condições, as trocas são removidas dos mercados e trazidas para o interior de estruturas organizacionais ou, se já dentro de uma organização, é estimulado o desenvolvimento de controles mais elaborados. Alargam-se os argumentos de Coase para levá-los além da simples comparação entre mercado e empresa; para considerar uma ampla variedade de “sistemas de governo”, a variar de mercados a formas híbridas, como franquias, formas de associação, formas hierárquicas, tais como empresas unificadas e corporações multidivisionais. Desse modo, a nova economia institucional (*new institutional economics*) atenta – principalmente – a questões microanalíticas acerca da “comparative efficacy with which alternative generic forms of governance – markets, hybrids, hierarchies – economize on transactions costs”, ao invés de questões mais amplas acerca das origens e transformações nas “institutional rules of the game: customs, laws, politics” (cf. WILLIAMSON, Oliver E. *Comparative economic organization: the analysis of discrete structural alternatives*. *Administrative Science Quarterly*, v. 36, p. 269, 1991).

²³ Cf. SCOGNAMIGLIO, Giuliana. *Motivação das decisões e governo do grupo de sociedades sujeitas a direção e coordenação*. Tradução de Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo, *infra*. A Autora também está entre as mais conhecidas societaristas que, em tempos mais recentes, notabilizou-se pelos escritos em tema de grupos de sociedades, destacando-se a coletânea de textos presentes em *Autonomia e coordinamento della disciplina dei gruppi di società*. Torino: Giappichelli, 1996.

Hansmann & Reinier Kraakman²⁴, dois dos mais influentes societaristas da atualidade, por exemplo, vulnera o princípio da irresponsabilidade dos sócios, a ponto de propor sua ab-rogação, sobretudo em tema de responsabilidade por danos. Isso implica tremendos reflexos no que se refere à imputação de responsabilidade do controlador e, nos casos dos grupos de sociedades, da sociedade controladora ou, ainda, do titular do poder de direção (em uma drástica ampliação dos centros de imputação).

E, também no que se refere ao funcionamento dos grupos de sociedades, tem muita importância a discussão mais direta e imediata a respeito dos seus limites e da sua abrangência: a precisa narrativa que é feita em texto desta coletânea, intitulado *A doutrina Rozenblum do direito francês*²⁵, a respeito de determinado entendimento fixado pela jurisprudência criminal francesa, oferece subsídios à compreensão de como a atividade empresarial, exercida por meio de grupos, pode ser convenientemente desenvolvida: afirma-se a existência e a legitimidade de um interesse de grupo, mas que só prevalecerá se presentes determinados requisitos que levam em conta a presença de interesses exogrupais.

É ainda frequente, em sede legislativa, a disposição de normas impondo deveres aos titulares do poder de direção unitária, a fim de garantir o fluido funcionamento dos grupos, sobretudo deveres de transparência, informação e publicidade; o eminente comercialista e comparatista italiano Diego Corapi, em seu texto²⁶, justamente articula como esses tipos de deveres foram fixados na recente reforma de 2003-2004 do direito societário italiano.

Há, em verdade, uma evidente reciprocidade entre as técnicas de detecção e caracterização do fenômeno grupal, de um lado, e, de outro, a disciplina de funcionamento dos grupos. O que se pretende é lançar mão de técnicas de governo, escoradas em incentivos, que facilitem a caracterização e detecção de fenômenos grupais. Essas tentativas nem sempre alcançam bom sucesso, como, aliás, deu-se, entre nós, no caso dos grupos de direito. Esse fracasso é, pretendem alguns, indevido, cau-

²⁴ Cf. HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Pela responsabilidade ilimitada do acionista por danos societários, infra*.

²⁵ Cf. ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. *A doutrina Rozenblum do direito francês: o reconhecimento do caráter exoneratório dos grupos de sociedades em matéria de crime de “Abus des Biens Sociaux” e a consequente influência do direito penal na estruturação e no funcionamento dos grupos de sociedades, infra*.

²⁶ Cf. CORAPI, Diego. *Publicidade e transparência da atividade de direção e controle de sociedades*. Tradução de Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo, *infra*. O autor tem como uma de suas principais referências a obra *Le associazioni temporanee di imprese*. Milano: Giuffrè, 1983, em que já demonstrava preocupação sobre os mecanismos por meio dos quais se pode alcançar a reunião de diversas atividades empresariais sob um único mecanismo de coordenação.

sado por uma compreensão frouxa dos benefícios das formas grupais ditas “de direito”. É o que demonstra, por exemplo, a análise que nos traz Luís André de Moura Azevedo²⁷.

Os benefícios atribuídos aos grupos espontaneamente identificados, especialmente a mobilização de recursos que determina os fluxos e influxos de dinheiro entre sociedades componentes de um grupo, não prescindem da necessária especialização. O interesse de criar um aparato regulatório que incentive a caracterização e identificação de grupos não deve descuidar de seus efeitos colaterais, que podem afetar particularmente algumas atividades empresariais. O problema do livre trânsito de recursos é sensível aos fins da regulação prudencial do sistema financeiro, que se aflige no âmbito dos grupos de bancos, com eventuais problemas de solvabilidade, capazes de reverberar danosamente em todo o sistema. Vale, nesse sentido, a leitura do texto de Bruno Meyerhof Salama e de Viviane Muller Prado²⁸.

O regramento dos grupos rumo à especialidade, para contabilizar as peculiaridades e as finalidades das múltiplas ramas e das políticas que as influem. Assim, não é possível legislar sobre direito grupal sem que se pense, por exemplo, em seus desdobros em matéria de direito bancário, concorrencial, securitário etc. É essa realidade que nos traz o brilhante artigo de Uwe Blaurock²⁹.

Todo o aparato criado para a disciplina dos grupos de sociedades e para a contenção dos seus efeitos indesejáveis será inócuo se formos incapazes de detectar a irrupção do fenômeno grupal no caso concreto. E vale notar que, aqui, o problema não é de caracterização, mas de percepção de uma ocorrência que foi anteriormente, e por hipótese, prevista. Essa é a preocupação de Walfrido Jorge Warde Jr. quando anuncia o fracasso do direito grupal brasileiro, fundando suas assertivas numa falha do regime de investimento estrangeiro no Brasil³⁰. Essa falha permite o aproveitamento de formas de organização empresarial, constituídas alhures, sob regime de absoluto sigilo, para simular uma dispersão acionária com vistas à ocultação das relações de coligação e de controle.

A dispersão acionária, simulada ou efetiva, inculcará pertinentes reflexões acerca do governo dos grupos e, no particular, sobre o estado do poder em seu âmbito. O esvanecimento, mesmo que putativo, do

²⁷ Cf. AZEVEDO, Luís André de Moura. *O paradoxo da disciplina legal dos grupos de direito no Brasil*, *infra*.

²⁸ Cf. SALAMA, Bruno Meyerhof; PRADO, Viviane Muller. *Operações de crédito dentro de grupos financeiros: governança corporativa como complemento à regulação bancária*, *infra*.

²⁹ Cf. BLAUROCK, Uwe. *Regulação dos grupos de sociedades*, *infra*.

³⁰ Cf. WARDE JR., Walfrido Jorge. *O fracasso do direito grupal brasileiro: a institucionalização do controle oculto e de sua subreptícia transferência*, *infra*.

poder de controle, não importará, contudo, no desaparecimento de uma direção unitária protagonizada, nesse caso, pelos administradores de modo a ostentar um poder de controle gerencial. Em havendo uma dispersão acionária simulada, o controle gerencial será tão somente uma teatral “máscara do poder”. Mas como regir os casos em que um dado grupo é verdadeiramente sujeito ao controle gerencial? Esse é o tema tratado por um especialista no assunto³¹, o sempre competente Rodrigo R. Monteiro de Castro³².

Todas essas questões redundam em problemas de competitividade. A adequada disciplina do fenômeno grupal, em tempos de economia global, importa em efetivas vantagens competitivas. O direito societário europeu, em verdade, não superou o desafio de criar um direito grupal europeu, mantendo-se infensos, os direitos nacionais, ao esforço de harmonização e unificação. Disso se ressentiu Klaus Hopt, talvez o maior expoente do direito societário alemão³³. Hopt exhibe, com clareza e com incontestável autoridade, as razões que impediram a União Europeia de produzir um direito grupal, mas, sobretudo, o fracasso particular da Alemanha que, nesse processo – incapacitada pelos grilhões do modelo de cogestão –, perde sua paradigmática posição para a Inglaterra. As advertências de Hopt têm especial importância ao legislador brasileiro, e mesmo aos doutrinadores brasileiros, que oscilam, sob absoluta falta de planejamento e de informação, entre a inflação normativa e uma regulação supérflua. Nesse contexto, os fracassos regulatórios, de que são exclusivamente culpados os reguladores, servem de pretexto àqueles que convenientemente se olvidam da incompetência dos operadores para culpar o sistema.

³¹ Cf., do mesmo autor, *Controle gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

³² Cf. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Controle gerencial e o grupo de sociedades*, *infra*.

³³ Cf. HOPT, Klaus J. *Direito de grupos societários: uma perspectiva europeia*, *infra*.

O fracasso do direito grupal brasileiro: a institucionalização do controle oculto e de sua sub-reptícia transferência

Walfrido Jorge Warde Jr.**

1. Introdução

G. K. Chesterton disse: "Muitas vezes alimentei a fantasia de escrever um romance sobre um navegador inglês que cometeu um pequeno erro ao calcular sua rota e descobriu a Inglaterra, tendo a impressão de estar numa nova ilha dos Mares do Sul"¹.

Tenho a suspeita de que sou esse marinheiro, de ter descoberto, e de estar prestes a dizer, sob as luzes da revelação, algo que, apartadas as technicalidades, é sabido por todo um povo... Continuo, todavia, estupefato.

O nosso direito grupal, como pretendo aqui demonstrar, é incapaz de detectar, por hipótese, o controle societário oculto e a sua sub-reptícia

* A realização deste artigo não seria possível sem a generosa ajuda de amigos e colaboradores a quem devo nominalmente agradecer. Agradeço, seja pelo auxílio na pesquisa, seja pela crítica revisão, Danielle B. Zulques Jorge Warde, Danielle Pereira de Souza, Danilo Borges dos Santos Gomes de Araújo, Eduardo Caminati, Erasmo Valladão Novaes França, José Alexandre Tavares Guerreiro, José Romeu Amaral, Julio Trecenti, Leandro Aragão, Paco Manolo Alcalde, Rodrigo Monteiro de Castro, Marcelo Godke Veiga, Marcelo Guedes Nunes, Mario Fontes, Marli Moraes, Nelson Eizirik, Pedro Dutra, Rudi A. Lehmann Jr., Tatiana Piccardi e Willem Bon. A eles e a elas dedico este trabalho.

** Bacharel em direito pela Fadusp e em filosofia pela FFLCH-USP, LLM pela New York University School of Law. Doutor em Direito Comercial pela USP. Membro do IDSA. Cf. CHESTERTON, G. K. *Ortodoxia*. 1. ed., 5. reimpr. São Paulo: Ed. Mundo Cristão, 2009.

engendra toda a hierarquia grupal e dela a determinação das deliberações e das ações do grupo, como também todo o fluxo de capitais entre os membros, e para dentro, e para fora do grupo.

A definição das relações de controle e de coligação condiciona, portanto, à exceção dos grupos de direito – contratualmente determinados e estatisticamente irrelevantes –, a caracterização existencial do grupo. Problemas de calibragem, decorrentes de uma descrição imprecisa dos suportes fáticos ou de desajustes nas técnicas de detecção de sua ocorrência, afetam diretamente a norma, seu âmbito e seus mecanismos de concreção, não apenas para determinar classificações imprecisas (i.e., para caracterizar grupo quando não grupo ou não grupo quando grupo), mas também para danar subsistemas disciplinares materialmente conexos.

Um equívoco na caracterização ou na detecção do controle societário, por exemplo, impede não apenas a identificação do grupo, mas vulnera, potencialmente, por permitir a afirmação do controle oculto e de sua transferência sub-reptícia, a própria higidez do mercado acionário, repelindo as inversões, em vista do franqueamento de tratamentos não equitativos.

3. O ajustamento das técnicas de detecção de fenômenos grupais ao caráter dualista do modelo regulatório brasileiro

Os grupos de direito são voluntariamente constituídos por meio de uma “convenção de grupo”⁶, à custa de incentivos legais de utilidade bastante discutível. Nesse caso, as técnicas de detecção dos fenômenos grupais não entram em ação. Não é necessário investigar algo que se manifestou espontaneamente. Essas técnicas se expressam, contudo, ao desvelamento dos grupos de fato.

3.1. Os modelos regulatórios do fenômeno grupal

Do contraste entre grupos de direito e de fato surgem dois modelos regulatórios do fenômeno grupal, i.e., o “modelo contratual” (*vertraglich Konzernverfassung*) por oposição ao “modelo orgânico” (*organische*

⁶ Cf. arts. 265 a 277 da LSA. Sobre esses instrumentos cf. PRÄEL, Christoph. *Eingliederung und Beherrschungsvertrag als körperschaftliche Rechtsgeschäfte*. Berlin: Duncker & Humblot, 1978, p. 69 e s.; VEIT, Klaus-Rüdiger. *Unternehmensverträge und Eingliederung als aktienrechtliche Instrumente der Unternehmensverfügung bei der Eingliederung und beim Beherrschungsvertrag*. *Der Betrieb*, 33, S. 1566 e s., 1972.

Konzernverfassung). A diferença fundamental entre ambos reside no plano da respectiva aplicação. Ao passo que o primeiro modelo encontra o seu eixo regulatório em um “princípio contratual”, dependendo a sua entrada em vigor da organização do grupo na base de um ato formal (maxime, celebração de um contrato de domínio), o último assenta num “princípio da faticidade”, segundo o qual a vigência do respectivo regime decorre apenas da mera existência do grupo, qualquer que tenha sido a natureza dos instrumentos da sua constituição (e.g., participações de capital, contratos, uniões pessoais etc.)

3.2. O modelo dualista brasileiro

O direito grupal brasileiro, inspirado na tradição alemã, afirma sua marca preponderantemente contratual, mas também dualista e dispositiva, sob uma filosofia geral subjacente assentada na constatação da diversidade das fontes do poder de direção intersocietário e na natureza multiforme dos grupos⁶.

3.2.1. As técnicas de detecção dos grupos de fato: as relações de controle e de coligação

As técnicas de detecção dos grupos de fato se fundam, em essência, na eficácia de alguns dos direitos de sócio, i.e., na influência que, em vista do exercício de direitos políticos, um dado sócio manifesta à determinação das deliberações e ações sociais. Distinguem-se, nesse contexto, dois tipos de relações intersocietárias utilizadas a caracterizar a existência de um grupo de fato.

Quando uma dada sociedade, por si ou através de uma de suas controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores⁷, então, estabelece-se, a evidenciar o mais

⁶ Sobre modelos como o nosso, cf. CERRAI, Alessandro. *I gruppi di società nel diritto comunitario*. In: LA ROSA, A, p. (Ed.). *I gruppi di società*. Bologna: Mulino, 1983, p. 451 e s.; DABIN, Léon. *Les systemes rigides du type “Konzernrecht”*. In: CREDA. *Les groupes de sociétés: une politique législative*. Paris: Librairies Techniques, 1975, p. 147 e s.; IANNUZZI, Mario. *Considerazione critiche sulla più recente evoluzione dei lavori della Comunità Europea in tema della società per azioni e dei gruppi*. *Rivista delle Società*, Milano, anno 41, p. 633 e s., 1973; IMMENGA, Ulrich. *Konzernverfassung ipso facto oder durch Vertrag*. Zum Stand der Konzernrechtsdiskussion in der europäischen Gemeinschaft. *Europa Recht*, 13, S. 242-268, 1978, p. 242 e s.; IMMENGA, Ulrich. *Möglichkeiten der Konzernrechtsvergleichung*. In: *Festschrift für Robert Fischer*. Berlin; New York: Walter Gruyter, 1979, p. 297 e s.

⁷ Cf. art. 243, § 2º, da LSA.

liários negociados em bolsa ou em mercado de balcão – sujeitas, portanto, aos registros a que se refere o art. 21, I e II da Lei n. 6.385/76 – o dever de identificar os seus controladores, diretos ou indiretos, até o nível da pessoa natural¹³. Esse dever foi, *grosso modo*, reafirmado pela Instrução CVM n. 480, que disciplina o registro de emissor. Trata-se, evidentemente, de uma técnica de detecção de relações de controle e, portanto, de estruturas grupais, fundada na oposição de importante óbice ao financiamento da atividade empresarial por meio de apelos à poupança privada de público indeterminado, i.e., via distribuição pública de valores mobiliários.

O obstáculo se afirma porque qualquer companhia que deseje financiar sua atividade – por capitalização ou por suprimento –, com o amparo do sistema de distribuição pública de valores mobiliários, deve zelar pela liquidez dos valores mobiliários comercializados, garantindo o seu tráfego nos mercados secundários existentes. Sem os registros para negociação em bolsa ou em mercado de balcão são descartadas importantes vias negociais, comprometendo-se drasticamente a liquidez dos valores mobiliários emitidos pela companhia e, portanto, a sua capacidade de atrair o interesse de potenciais investidores. Nessa hipótese, o financiamento da companhia por meio do sistema de distribuição pública de valores mobiliários é, no todo, arruinado.

Ruinosa a consequência, bastante forte o incentivo para que a companhia revele à CVM a identidade – até a pessoa natural – do seu controlador direto ou indireto. Vale lembrar que, nesse caso, mesmo que o controlador seja organização estrangeira beneficiada, segundo as leis do país de sua constituição, a um regime de sigilo que lá a desobrigue a identificar o seu controlador, ainda assim, aqui, deverá fazê-lo, sob pena de que a companhia brasileira controlada não tenha, repise-se, seus valores mobiliários negociados em mercado de bolsa e de balcão¹⁴.

4.2. A inadequação da técnica de detecção da Instrução CVM n. 480/2009: os casos em que o regime de sigilo societário dificulta ou impossibilita a identificação do controlador

A técnica de detecção de relações de controle, plasmada na Instrução n. 480/2009, parece bastante forte, mas não obtém bom sucesso nas hipóteses em que, para além de ser plausível que a própria companhia não a conheça, é impossível, ou ainda muito difícil, provar a identidade do controlador. E isso tudo se complica, ainda mais, no contexto do chamado controle minoritário. Explico-me.

¹³ Esse dever se estendia, na forma do item I da Deliberação n. 541/2008, a qualquer acionista que fosse vendedor em distribuição pública de valores mobiliários para a qual se fizesse necessário o registro na CVM.

¹⁴ Cf. Item IV da revogada Deliberação n. 541/2008.

4.2.1. A hipótese de diluição simulada das ações de uma companhia entre organizações sob controle comum com vistas ao descumprimento das informações do art. 12 da Instrução CVM n. 358/2002

- (a) A fragilidade dos esquemas de ocultamento do controle e das relações de coligação por meio de organizações societárias sob o regime de amplo acesso às informações societárias

Tome-se o exemplo de uma dada companhia, cujas ações que atribuem o poder de controle majoritário (quantidade de ações votantes igual ou superior a 50% mais uma do total) são, divididas em lotes iguais, de propriedade de vinte sociedades e/ou fundos distintos¹⁵. Essas organizações são controladas, direta ou indiretamente, pela mesma pessoa natural, mas representadas, perante a companhia e demais entidades, por pessoas distintas. São organizações que, a despeito de juridicamente autônomas, deliberam em concerto. A participação societária de cada uma delas, na companhia controlada, não será superior a 5%, razão pela qual – sustentando a mentira – não prestam as informações do art. 12 da Instrução CVM n. 358/2002 (que também se afirmam como técnica de detecção de relações de coligação)¹⁶.

¹⁵ Os fundos podem, nesse exemplo, ser empregados, mas não sem que a ingerência de seu principal ou único quotista desnature a gestão modelar dos fundos em geral.

¹⁶ Cf. Instrução n. 358/2002, art. 12. “Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou do Conselho Fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, devem enviar à companhia as seguintes informações: I – nome e qualificação do adquirente, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas; II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração do adquirente de que suas compras não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade; III – número de ações, bônus de subscrição, bem como de direitos de subscrição de ações e de opções de compra de ações, por espécie e classe, já detidos, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada; IV – número de debêntures conversíveis em ações, já detidas, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada, explicitando a quantidade de ações objeto da possível conversão, por espécie e classe; e V – indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia”.

Todos, inadvertidamente, em vista de uma dispersão acionária aparentemente expressiva e da ausência de um acordo de voto, concluiriam que não há controlador.

O estratagema é, contudo, bastante instável, especialmente em vista do regime de amplo acesso às informações a que estão sujeitas as sociedades e fundos brasileiros¹⁷. A dificuldade de coordenação e mesmo de teatralização de independência dos vários representantes do mesmo controlador findaria por denunciar a farsa. A instabilidade aprofundar-se-ia sob a ação de grupos de pressão, no particular de minorias e das autoridades estatais a quem a lei atribui ferramentas de fiscalização.

(b) O papel desempenhado pelos regimes de sigilo societário, articulados às técnicas de estabilização do controle minoritário e à disciplina do investimento estrangeiro no Brasil, para o fracasso do direito grupal brasileiro

O desvelamento do controle oculto se dificulta, contudo, se as sociedades e os fundos em questão forem investidores estrangeiros, e se a esse estado de coisas se combinarem técnicas dedicadas à implementação-estabilização do controle minoritário. Aqui se exibem, em todas as suas cores, as falhas do modelo regulatório brasileiro, e que permitem denunciar o fracasso de nosso direito grupal.

(bb) O emprego de formas societárias sujeitas ao regime de sigilo societário em países onde vigoram regimes de sigilo bancário e fiscal

(bb.1) Os regimes de sigilo societário e o exemplo das *Limited Liability Companies* do direito norte-americano

Há, como se sabe, em outros países, onde vigora regime de sigilo societário absoluto (ou quase absoluto), formas societárias cujos sócios

¹⁷ No Brasil, é livre o acesso à identidade dos sócios de todas as formas societárias constituídas por contrato escrito sujeito a registro público, i.e., as formas societárias contratuais e personificadas. Entre as companhias, o banimento da ação ao portador, com a revogação da norma do art. 33 da LSA pela Lei n. 8.021/90, importou na possibilidade de quebra, pelas autoridades estatais, do sigilo societário, nos casos em que isso seja necessário ao cumprimento de sua função fiscalizadora e à detecção e punição de alguns atos antijurídicos. Mas o fato é que a lei não atribui aos acionistas direito de vista do livro de Ações Nominativas (art. 31 da LSA) ou direito de certidão, oponível à instituição custodiante, para que informe a identidade dos demais acionistas.

não se pode conhecer, senão em hipóteses bastante excepcionais. A disciplina jurídica aplicável a essas sociedades protege a identidade dos sujeitos da relação societária essencial, permitindo que terceiros conheçam apenas algumas poucas relações internas, a exemplo daquelas que se estabelecem à caracterização dos órgãos de administração e que, portanto, identificam administradores que representam a sociedade, sem necessariamente deter participações. E, mesmo nesse caso, sem que se conheça a identidade dos sócios que os nomearam. Não raro, o regime do anonimato é, nesses países, tão severo que nem mesmo é dado a um sócio conhecer a identidade dos cossócios. A forte regra de sigilo excepciona-se apenas para os fins de identificar a autoria de alguns atos antijurídicos. A articulação dessas sociedades por meio de complexas estruturas de controle e de coligação, frequentemente ligadas a fundos de investimento e a *trusts*, onde a propriedade, em regra, deve estar bastante apartada da gestão, torna muito difícil, senão impossível, o rastreamento da linha de controle até o nível da pessoa natural.

Há formas societárias, em muitos países, sujeitas a esse regime do anonimato. Servem de exemplo as chamadas *Limited Liability Companies (LLC)* do direito norte-americano, pela facilidade com que podem ser constituídas, mas também pela forte "arbitragem regulatória" a que se sujeitam. O direito societário é, naquele país, matéria de competência dos estados federados, que verdadeiramente concorrem para ofertar ao "consumidor" de veículos societários formas societárias sujeitas a disciplina jurídica mais conveniente.

Observe-se o que anuncia um escritório (*Companies Incorporated*) especializado em despachos, em registros societários e em representações de sociedades constituídas no Estado do Wisconsin:

[...] Owning an asset in your own name, such as a business, an investment property or an automobile, provides an easy target for one performing an asset search. Before initiating a lawsuit, it is quite common for an attorney to perform an asset search. If no assets can be located in your name this may decrease the chance that litigation will be pursued. Placing assets in the name of a Wisconsin Corporation and Limited Liability Companies may provide a cloak of privacy between you and those contemplating legal action against you. This privacy is enhanced when 'nominee' managers are listed. With the Companies Incorporated Nominee Private Service, you retain ownership and control of your company. However, you elect Companies Incorporated representatives (who have no control or ownership of your LLC Wisconsin) to be listed in the public records¹⁸.

¹⁸ Cf. Wisconsin LLC. Companies Incorporated. Disponível em: <www.companiesinc.com/llc/wisconsin.asp>.

É certo que a nota publicitária, a despeito de alguma comicidade, permite entrever empregos, estratégias e estruturas muito mais sofisticados, erigidos sob o manto do sigilo.

O Estado de Delaware, notório pela eficiência de sua legislação societária e pela larga influência de sua corte especializada (a mítica *Court of Chancery*), lugar de constituição das mais importantes companhias americanas, protege os membros de suas *LLC* sob o mesmo sigilo. Em verdade, a norma do § 18-305 do *Delaware Limited Liability Company Act* limita, com algum vigor, até mesmo o acesso dos sócios às informações da sociedade, bem como à identidade, ao endereço e à qualificação dos demais sócios. O direito à informação é garantido, mas o pedido de informação deve fundar-se em finalidade relacionada a um legítimo interesse do sócio solicitante. E, em caso de dissenso, a questão será levada à *Court of Chancery*, que fará um juízo acerca dos interesses do sócio e de sua compatibilidade com a informação pretendida.

Nem mesmo a “guerra contra o terror” e o combate ao tráfico de drogas foram capazes de relativizar a regra de sigilo que prevalece entre as *LLC*. Inúmeras foram as tentativas do Congresso americano de criar uma norma federal de ordem pública que obrigasse as sociedades (não apenas as *LLC*, mas também as *corporations*) a prover informações acerca da identidade de seus membros, especialmente de seu controlador até o nível da pessoa natural, na data de constituição e periodicamente daí em diante. O senado americano votou, para tanto, em 2008, por iniciativa, dentre outros, do então senador Barack Obama, o *Incorporation Transparency and Law Enforcement Assistance Act*¹⁹, que seria reapresentado, novamente sem aprovação, em 2009.

(bb.2) O modelo norte-americano de conciliação do sigilo societário aos deveres de informação: a depuração da falha regulatória por meio da drástica relativização dos sigilos bancário e fiscal

O duelo entre *anonymity* e *disclosure* repete-se em muitos outros países, por conta da oposição entre a disciplina de inúmeras formas societárias e a regulação dos mercados financeiro e de capitais.

A gravidade do problema quantifica-se, de um lado, pela importância histórica do anonimato no contexto da disciplina da responsabilidade dos sócios, e, de outro, pelo papel que a transparência desempenha, a inculcar – por meio do acesso à informação verdadeira – a fiabilidade dos mercados.

¹⁹ Cf. S. 569: Incorporation Transparency and Law Enforcement Assistance Act. Disponível em: <www.govtrack.us/congress/bill.xpd?bill=s111-569&tab=summary>.

O anonimato reforça a função creditícia dos direitos dos sócios das sociedades de capital, que se afirmou, com o aparecimento das sociedades por ações (e, depois delas, por todas as formas societárias criadas à sua imagem e semelhança), pela renúncia-transferência²⁰ da propriedade das entradas de capital. Aparelha, portanto, a técnica de limitação de responsabilidade (ou irresponsabilidade) para inserir os sócios, em que pese a natureza peculiar dos seus direitos creditórios, numa massa de credores de identidade irrelevante. Há que se notar, todavia, que o anonimato, dada a sua função auxiliar, não é condição existencial da disciplina da responsabilidade dos sócios, especialmente se bem conhecidos os seus fundamentos. Sua importância explicitou-se, contudo, em resposta ao esquecimento dos fundamentos históricos da limitação de responsabilidade e na evidente crise a que se submeteu a partir da virada do século XIX, na medida em que o sócio “desconhecido” tem mais razões para confiar nas normas que determinam a sua irresponsabilidade.

A transparência, como mecanismo de acesso à informação verdadeira, tornou-se, especialmente após o aparecimento – na segunda metade do século XIX – do princípio majoritário e dos consentâneos conflitos de *agency*, indispensável ao bom sucesso dos apelos à poupança popular e, portanto, do financiamento da grande companhia²¹. A eficácia adstringente da informação desbordou, com o tempo, os limites de sua originária função formadora da volição nos negócios jurídicos, para escorar todo um aparato de contenção de riscos que, em hipótese, salvaguarda a higidez dos mercados local e global.

A conciliação desses dois bens jurídicos protegidos, em países que, diferentemente de nós, ainda levam a sério a regra da limitação de responsabilidade e que ostentam um pujante mercado de capitais, apresenta-se como um grande desafio à coerência dos sistemas jurídicos.

A seção 13(d)²² do *Securities and Exchange Act* de 1934 (lei anti-fraude que se opôs historicamente aos abusos que culminaram com a

²⁰ Tratava-se de mera renúncia até o aparecimento do conceito de pessoa jurídica, a quem (em vista dos apelos do subjetivismo que marcaria a Escola Histórica), atribuída capacidade patrimonial, passou-se a transferir a propriedade das entradas. Cf. JORGE WARDE JR., Walfrido. *Responsabilidade dos sócios*. Belo Horizonte: Del Rey, 2007, p. 97 e s.

²¹ Cf. JORGE WARDE JR., Walfrido. Os fundamentos da vedação ao tráfego negocial de ações preferenciais no Novo Mercado: proteção dos interesses dos investidores ou propaganda? *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, São Paulo, ano 11, n. 21, p. 264-287, jan./jun. 2008.

²² “Sec. 13(d)(1) Any person who, after acquiring directly or indirectly the beneficial ownership of any equity security of a class which is registered pursuant to section 12 of this title or any equity security of an insurance company which would have been required to be so registered except for the exemption contained in section 12(g)(2)(G) of this title, or any equity security issued by a closed-end

crise de 1929²³) contém um dever de informação que inspira a norma do art. 12 da Instrução CVM n. 358/2002, em que pese a sua maior amplitude. A seção 13(d), em suma, obriga qualquer acionista que adquira ou aliene 5% de dada classe de ações de emissão de uma companhia a informar à *Securities and Exchange Commission* a sua identidade e, em se tratando de uma forma de organização empresarial societária ou não societária, o seu *beneficial owner*, ou seja, a identidade do seu controlador até a pessoa natural.

Essa regra, associada ao regime de sigilo de que se valem os *beneficial owners* nos Estados Unidos, ensejaria, também naquele país, a mesma falha regulatória, explorada por meio dos mesmos instrumentos de ocultamento de relações de controle e de coligação, que se verifica, ao menos em hipótese, entre nós. A falha, naquele país, é, contudo, em grande medida depurada por meio de uma importante relativização do sigilo bancário à concreção direta do combate ao terrorismo e ao tráfico de drogas e, indiretamente, das normas de direito tributário.

Os motivos que explicam o amparo regulatório, prestado pela relativização do sigilo bancário à concreção reflexa, dentre outras, das normas plasmadas na seção 13(d), explicarão as razões pelas quais a depuração da falha regulatória se opera apenas naquele país, sem se externalizar, contudo, para além das suas fronteiras.

Os Estados Unidos da América do Norte encontram-se entre os poucos países que impõem o dever de pagar tributos aos seus cidadãos, mesmo que estejam ou atuem em outros lugares do mundo, a estrangeiros que residam em seu território e a sociedades nacionais – ainda que sua renda seja auferida por meio de negócios ou de atividades no exterior. Os Estados Unidos chegam mesmo a cobrar impostos de estrangeiros não residentes em seu território e de sociedades estrangeiras. Toda a renda conexada a trocas econômicas ou a negócios efetivamente

investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or any security issued by a native Corporation pursuant to Section 37(d)(6) of the Alaska Native Claims Settlement Act, is directly or indirectly the beneficial owner of more than 5 per centum of such class shall, within ten days after such acquisition, send to the issuer of the security at its principal executive office, by registered or certified mail, send to each exchange where the security is traded, and file with the Commission, a statement containing such of the following information, and such additional information, as the Commission may by rules and regulations prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors – (A) the background, and identity, residence, and citizenship of, and the nature of such beneficial ownership by, such person and all other persons by whom or on whose behalf the purchases have been or are to be effected; [...]. Cf. STONE, E. *Anti-depression legislation: a study of the acts, corporations and trends growing out of the "battle with depression"*. New York: American Institute of Banking, 1934.

relacionados ao país, experimentada por estrangeiros não residentes e sociedades estrangeiras, é, não raro, tributada como se se tratasse de contribuintes norte-americanos.

A satisfação dos objetivos dessa amplíssima competência tributária depende, no extremo oposto do regime de quase absoluto sigilo societário, do franco acesso das autoridades tributárias norte-americanas às informações bancárias de seu espectro de contribuintes, para fins de exação tributária. Isso significa que a identidade dos *beneficial owners* será inevitavelmente desvelada, se necessário, em cruzamento de informações, pelo fluxo de dinheiro que corre de suas contas bancárias para a das companhias de que detêm participações societárias, e vice-versa, desde que esses recursos sejam depositados em instituições financeiras no país – o que é inevitável aos acionistas de companhias abertas norte-americanas²⁴. O risco de mentir no formulário a que se refere a seção 13(d) é, portanto, muito grande.

Vale lembrar, apenas para ilustrar esse estado de coisas, do Caso UBS. Em fevereiro de 2009, a *U.S. District Court* do Sul da Flórida revelou um acordo entre o governo americano e a *Union Bank of Switzerland AG (UBS)*. O acordo dá conta de que as autoridades americanas descobriram que representantes da UBS auxiliaram correntistas de bancos no país a evadir divisas. Atribuíam tais recursos a organizações societárias e não societárias (e.g., sociedades, *trusts* e fundações de interesse privado), sujeitas – fora dos EUA – ao regime de sigilo societário e bancário (quase) absolutos, de modo a que os *beneficial owners* não fossem conhecidos e a criar a aparência de que os recursos, depositados em contas na Suíça, pertenciam a não residentes e a sociedades, *trusts* ou fundações estrangeiras²⁵. O ajusta-

²⁴ O *United States Bank Secrecy Act* (o BSA), de 1970, impõe a instituições financeiras o dever de dar assistência a agências governamentais à detecção e prevenção da lavagem de dinheiro. A lei determina, em suma, que tais instituições mantenham arquivos de compras em dinheiro de títulos, bem como quaisquer outros negócios que monitorem, em um dia, valores acima de 10 mil dólares, e deem conta de atividades suspeitas que sejam indícios de lavagem de dinheiro, evasão de divisas ou outros crimes. Em 2001, o *USA Patriot Act* criou muitas novas exigências aos bancos norte-americanos com o fim de acabar com qualquer dever de sigilo bancário a ponto de impor-lhe uma verdadeira derrogação. Alguns países europeus há muito reclamam de que o regime de sigilo bancário, em países como a Áustria, Liechtenstein, Luxemburgo e Suíça, favorece a evasão fiscal por seus cidadãos, no particular na Bélgica, França, Alemanha e Itália, que fazem fronteira com esses vizinhos laxistas. Em 2009, as tensões atingiram seu ápice e os países diretamente prejudicados, com o apoio de tantos outros, levaram o assunto à OECD e ao G20. Como resultado, essencialmente todos os países concordaram em implementar tratados sobre matéria fiscal para facilitar a troca de informações bancárias em caso de suspeita de evasão de tributos.

mento levou, por fim, à revelação da identidade de quase 5 mil correntistas americanos ou estrangeiros, residentes nos Estados Unidos, e suspeitos de evasão fiscal²⁶.

Nem tudo, porém, são flores em matéria de detecção de fraudes e de evasão fiscal. O acesso às informações bancárias é garantido, como se sabe, pelas rígidas leis antilavagem que, em verdade, são mais eficientes à confirmação do que à vigilância e detecção sistemáticas de suspeitas de fraude e de evasão fiscal.

Os paraísos fiscais custam aproximadamente 100 bilhões de dólares por ano aos Estados Unidos; e, em todo o mundo, o perdimento em arrecadação pode bem superar os 250 bilhões de dólares²⁷.

A expressão "paraíso fiscal" refere-se aos países que: (i) impõem baixa ou nenhuma tributação sobre a renda cuja origem está fora de sua competência; (ii) adotam regimes de sigilo bancário que protegem as informações trocadas entre bancos e seus clientes pela criminalização do desvelamento não consentido de seu conteúdo²⁸. O investimento estrangeiro nos paraísos fiscais é majoritariamente financeiro, marcado pela reduzida movimentação de capitais efetivos²⁹. Um relatório histórico da *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD), apresentado em 1998, propôs, à identificação dos paraísos fiscais e dos países de "tributação preferencial", a observância das seguintes características: (i) os tributos internos; (ii) a relação entre investimentos internos e a atividade econômica interna; (iii) os mecanismos efetivos de cooperação e troca de informações; (iv) a transparência financeira. O relatório concluiu que os paraísos fiscais produzem efeitos distorcidos sobre os negócios e o investimento, ameaçando erodir as bases tributárias das nações³⁰.

²⁶ Cf. Termo de ajustamento homologado (*deferred prosecution agreement*), *Exhibit C, Statement of Facts*, p. 3, *United States vs. UBS AG*, n. 09-60033 (S.D. Fla. February 19, 2009). Os clientes americanos foram obrigados a prover seu número de contribuinte ao UBS, no formulário W-9, para que o UBS informasse sua receita ao IRS por meio do formulário 1099.

²⁷ Cf. Staff of S. Comm. on Homeland Sec. and Governmental Affairs, Permanent Subcommittee on Investigations. 110th Cong. Report on Tax Haven Banks and U.S. Tax Compliance 1. Disponível em: <http://hsgac.senate.gov/public_files/071708PSIRreport.pdf>.

²⁸ Cf. JONES, Todd. Compulsion over comity: the United States Assault on Foreign Bank Secrecy. *Nw. J. Int'l Law & Bus.* v. 12, p. 454 e 461, 1992.

²⁹ Cf. KUDRLE, Robert. T. Ending the tax haven scandals. *Global Econ. J.*, v. 9, n. 3, p. 1, 2009.

³⁰ Cf. Relatório OECD, nota 2, p. 19-27.

(bb.3) Por que modelos de sigilo societário como o norte-americano são determinantes ao fracasso do direito grupal brasileiro?

O modelo americano, caracterizado pelo (quase) absoluto sigilo societário e pelos relativos sigilos bancário e tributário, e todos os outros modelos que nele se espelham são capazes de externalizar graves problemas regulatórios, especialmente a países onde não vigora o sigilo societário, mas sim os sigilos bancário e tributário.

Tome-se novamente o exemplo de uma *LLC*. Tenha-se que o seu único *beneficial owner* é pessoa natural de outro país ou pessoa jurídica constituída fora dos EUA. Tal pessoa (o *beneficial owner*) é, portanto, para os fins da tributação da renda, estrangeiro não residente (*non-resident alien*).

Considere-se, também, que essa hipotética *LLC* não é proprietária de bens e não exerce atividade empresarial nos EUA. E que, por isso, não auferir renda tributável, nos termos da legislação de imposto de renda daquele país.

Essa *LLC*, note-se, não escolheu o regime fiscal das *corporations*, em que pese lhe ser facultado. Será reconhecida, portanto, pelas autoridades norte-americanas, para fins tributários, como uma *pass-through entity*. Isso significa que a renda auferida será tributada apenas quando distribuída ao *beneficial owner* e não, como via de regra acontece entre as *corporations*, quando experimentada pela pessoa jurídica e, novamente, quando distribuída, a título de dividendos, aos seus sócios. É o que dispõe a *section 301.7701-3(a)* do *US Treasury regulation*³¹.

Assim, como o *beneficial owner* é *nonresident alien* e a *LLC* não elegeu o regime de tributação das *corporations*, não tem bens e não exerce atividade nos EUA, então não pagará imposto de renda naquele país e as autoridades fiscais americanas não serão competentes para fiscalizá-la e impor-lhe o pagamento forçado de impostos.

Imagine-se, por fim, que essa *LLC* atue e tenha bens no Brasil, que o seu *beneficial owner* seja um cidadão holandês ou uma sociedade inglesa. A *LLC* pratica atos por seu representante legal, residente no Brasil, a quem seu diretor (não necessariamente o *beneficial owner*), nos EUA, outorgou procuração.

³¹ *US Treasury regulation section 301.7701-3(a)*: "(a) In general. A business entity that is not classified as a corporation under §301.7701-2(b)(1), (3), (4), (5), (6), (7) ou (8) (an eligible entity) can elect its classification for federal tax purposes as provided in this section. An eligible entity with at least two members can elect to be classified as either an association (and thus a corporation under §301.7701-2(b)(2)) or a partnership, and an eligible entity with a single owner can elect to be classified as an association or to be disregarded as an entity separate from its owner [...]"

Essa sociedade, no Brasil, está sujeita aos regimes de sigilo bancário e fiscal e ainda ao regime de sigilo societário, por conta do que dispõe a legislação americana do estado onde foi constituída (a exemplo de Delaware). É bem verdade que, para os fins de fiscalização e de cobrança forçada de tributos, as autoridades fiscais brasileiras serão capazes de quebrar-lhe o sigilo fiscal, mas essas mesmas autoridades, em vista do regime de sigilo (quase) absoluto de que a sociedade se privilegia nos EUA, serão incapazes, se essa informação não for espontaneamente declarada, de conhecer o seu *beneficial owner*.

Isso significa que não apenas organizações societárias estrangeiras, como as *LLC*, mas também as não societárias, e.g., fundações e *trusts*, sujeitas ao regime de sigilo societário (quase) absoluto em seus países de constituição, produzem efeitos similares àqueles pretendidos pelos paraísos fiscais, especialmente se associadas ao sigilo fiscal e bancário dos países onde atuam. Esses efeitos são ainda mais nefastos quando às autoridades onde essas organizações atuam não é dado conhecer seus controladores.

É curioso que os EUA tenham criado um gigantesco aparato administrativo à coleta de informações e à fiscalização da fraude e da evasão fiscal, de modo a obstaculizar os danosos efeitos dos paraísos fiscais sobre a sua economia, mas forneçam instrumentos capazes de reproduzi-los, mesmo que sutilmente, em outros países. Surpreendente, por tudo isso, que as *LLC* e outras formas societárias constituídas naquele país insiram-se, em vista do sigilo societário, na lista da Instrução Normativa RFB n. 1.037/2010³² e ainda assim nada se faça a respeito dos maléficos efeitos que pode produzir no âmbito dos mercados financeiro e de capitais.

O certo é que esse estado de coisas, ou seja, esses regimes de sigilo (quase) absoluto que protegem a identidade dos *beneficial owners* de sociedades estrangeiras que atuam, por si ou a controlar outras organizações societárias ou não societárias, impedem a detecção das relações de controle e de coligação capazes de caracterizar um dado fenômeno grupal.

(bb.4) O laxismo da disciplina jurídica do investimento estrangeiro no Brasil e a sua importante contribuição ao fracasso do direito grupal brasileiro

A mencionada técnica de ocultação de controle ou de coligação (cf. item 4.2.1 *supra*), por meio da diluição simulada de participações de

³² Trata-se de instrução que relaciona países, para os fins de cumprimento da norma tributária, com tributação favorecida ou que atribuam sigilo relativo à composição societária de pessoas jurídicas.

companhia aberta brasileira entre inúmeros acionistas sujeitos, direta ou indiretamente, ao regime de sigilo societário (quase) absoluto, somada ao contexto do investimento estrangeiro no nosso mercado de capitais, torna impossível, na falta de outros mecanismos de detecção, a fiscalização do fiel cumprimento do dever de informar da ICVM n. 480/2009.

A grande ironia é que, para cumprir o dever de informar previsto na ICVM n. 480/2009, a companhia precisa ser informada, na forma do art. 12 da ICVM n. 358/2002. E, se não souber das relações de coligação ou de controle, porque não foi informada, então, não descumpriu o dever a que estava adstrita. As relações de coligação ou de controle, ocultas por meio de muitas pequenas participações detidas por muitos acionistas estrangeiros (sujeitos ao regime de sigilo societário), sob controle comum, quando não informadas espontaneamente, não podem ser detectadas.

A nossa disciplina do investimento estrangeiro nos mercados financeiro e de capitais não só não resolve o problema, como também facilita a detenção e a transferência de poder de controle e de influência significativa ocultos.

(bb.4.1) A Instrução CVM n. 325/2000: o registro na CVM de investidores não residentes e a sua incapacidade de evitar a dispersão acionária simulada

A Instrução CVM n. 325/2000 regulamenta, em cumprimento da Resolução CMN n. 2.689/2000, o registro de investidor não residente. O registro é obrigatório ao investidor, individual ou coletivo, às pessoas físicas ou jurídicas, fundos ou outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior³³.

A obtenção e a manutenção do registro pressupõe: (i) a prestação das informações do "Anexo" à Resolução CMN n. 2.689/2000; (ii) a prévia contratação de um representante no Brasil, que deve, se pessoa física, ser residente e domiciliado no País e, se pessoa jurídica, ser constituído e estar habilitado a funcionar no País, observado ainda o disposto no § 2º do art. 3º da Resolução CMN n. 2.689/2000³⁴; (iii) a contratação da custódia de títulos e valores mobiliários com instituição autorizada pela CVM a prestar tal serviço; (iv) a prestação mensal de informações, pelo representante à CVM, de acordo com a estrutura de banco de dados e programas fornecidos pela CVM.

³³ Cf. art. 2º da ICVM n. 325/2000 e art. 3º da Resolução CMN n. 2.689/2000.

³⁴ Res. CMN 2689/2000, art. 3º, "§ 2º – Quando o representante de que trata o inciso I deste artigo for pessoa física ou jurídica não financeira, o investidor deve nomear instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, que será corresponsável pelo cumprimento das obrigações de que trata o art. 5º".

07/11/2010
11:00:00
Advogados

Observe-se que o "Anexo" à Resolução CMN n. 2.689/2000 não faz qualquer menção à identificação do controlador direto ou indireto, caso o investidor estrangeiro seja uma sociedade, ou do maior quotista, em se tratando de fundo.

Isso significa que o investidor estrangeiro não é obrigado a identificar o seu controlador e em se tratando de organização societária ou não societária sujeita, no país de constituição, a regime de sigilo (quase) absoluto, mesmo que a CVM deseje, terá enorme dificuldade de conhecer o seu controlador ou *beneficial owner* até o nível pessoa natural.

A simulação de dispersão acionária, por meio de investidores estrangeiros sujeitos a regime de sigilo societário, facilita-se pelo contexto de sua representação no Brasil. Não é incomum, como demonstram as atas de assembleias de companhias abertas brasileiras, que os vários acionistas estrangeiros ostentem o mesmo representante, normalmente uma instituição financeira. E não há, em princípio, nada a estranhar, em vista de ser restrita (por conta da especialidade e da responsabilidade do encargo) a quantidade de representantes habilitados a desempenhar profissionalmente essa função.

(bb.4.2) As transferências de propriedade de valores mobiliários decorrentes de operações de reorganização societárias: as incorporações reversas como técnica de desvio da regra do art. 8º da ICVM n. 325/2000

O art. 9º da Resolução CMN n. 2.689/2000 toma o cuidado (justamente por antever a hipótese de dispersão acionária simulada, e para tentar impedir a sub-reptícia transferência de controle oculto) de vedar quaisquer transferências ou cessões de titularidade, no exterior, de títulos e valores mobiliários pertencentes a investidor não residente. O seu parágrafo único, entretanto, excetua os casos de transferência decorrentes de fusão, incorporação, cisão e demais alterações societárias efetuadas no exterior, bem assim os casos de sucessão hereditária, desde que observada a regulamentação editada pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

O art. 8º da ICVM n. 325/2000, ao regulamentar a matéria, condiciona, à prévia autorização da CVM, a eficácia das transferências de posição de custódia entre investidores não residentes ocorridas no exterior, decorrentes de fusão, incorporação, cisão e demais técnicas de reorganização societária, para além daquelas decorrentes de sucessão *mortis causa*.

A técnica empregada para obstar a transferência sub-reptícia de controle oculto descuida-se dos casos em que, por meio de incorporação reversa, pode-se transferir o controle sobre os valores mobiliários de uma dada sociedade sem que haja transferência formal de sua propriedade.

Valendo-se dessa técnica, evidentemente, não haverá transferência de custódia e, portanto, a CVM não terá qualquer ingerência sobre a operação.

(bb.5) A importância das técnicas de estabilização do controle minoritário ao ocultamento dos fenômenos grupais: a *poison pill* à brasileira

A técnica de dispersão acionária simulada, descrita neste artigo, deve pretender o ocultamento de três conhecidos "estados do poder" no âmbito das companhias, i.e., o controle majoritário, a coligação (influência significativa) e o controle minoritário³⁵.

O controle minoritário se caracteriza por um poder de controle que se afirma sem que o controlador seja titular de metade mais uma das ações votantes de emissão da companhia, bem como em vista da ausência de um bloco de controle que, por conta de um acordo de acionistas, determine o exercício coordenado dos direitos de voto de seus membros.

Essa modalidade de controle, contudo, padece de alguma instabilidade, uma vez que o seu estabelecimento decorre fundamentalmente do absenteísmo e da inação da massa de acionistas na qual se encontra dispersa a maioria de ações votantes da companhia. Isso significa que o controle minoritário encontra-se, quando desassistido por técnicas de estabilização, sujeito a tentativas hostis de tomada (e.g. aquisições por escalada e ofertas públicas de aquisição).

A dispersão acionária simulada, como técnica de ocultamento de controle, é mais facilmente capaz do ocultamento do controle minoritário. Isso se dá porque, se o controle se afirma, por exemplo, com a titularidade de 30% das ações votantes, então é necessário coordenar um número menor de acionistas sujeitos a uma direção oculta comum. Em verdade, todo o aparato necessário ao ocultamento do controle se simplifica.

O ocultamento do controle minoritário deve ser, portanto, a finalidade precípua da dispersão acionária simulada. Se isso é verdade, parece-me preocupante que o controle minoritário seja um dos principais efeitos da política do direito que escora incentivos à dispersão acionária, notadamente no elogiado regulamento do Novo Mercado. Ainda mais preocupante que, num contexto de incentivo legal à dispersão acionária, assistamos bovinamente a afirmação de técnicas exclusivamente dedicadas à estabilização do controle minoritário, a exemplo da *poison pill* à brasileira. Essa medida defensiva se resume a uma determinação estatutária que obriga o adquirente de uma dada quantidade de ações votantes a fazer uma oferta pública de aquisição das demais ações de emissão da companhia por um preço dissuasório.

³⁵ Cf. notas 2 e 3.

As medidas defensivas se afirmam, no direito americano, pela finalidade de maximizar o preço das ações de todos os acionistas e de conferir, à administração e aos acionistas, a possibilidade de analisar, com o devido cuidado, uma determinada proposta; rechaçam-se, por isso, aquelas medidas que inviabilizem a transferência de controle e que visem o entrincheiramento dos administradores.

Entre nós, ao que me parece, essas medidas defensivas têm sido desnaturalizadas e se difundiram em amparo aos interesses do controlador, que quer enriquecer ou capitalizar a companhia à custa da poupança privada, sem perder o seu poder. Isso não seria um problema se essa não fosse uma intenção oculta sob a promessa de promover modelos de elevada dispersão – supostamente propícios à implantação de ideias utópicas, como a democracia e o socialismo acionários –, sobre os quais se fundam muitas decisões de investimento, não raro de investidores amadores, que acabam frustrados em seu objetivo, pela prevalência do controle minoritário³⁶.

É bastante provável que essa medida defensiva seja presentemente empregada entre nós à estabilização do controle minoritário oculto.

4.3. Alguns mecanismos compensatórios e a sua insuficiência

É certo que a falha regulatória aqui noticiada se repete em inúmeros países, inspirando, sob as pressões de importantes organismos internacionais, iniciativas voltadas a coibir um sem-número de fraudes fundadas não apenas no sigilo societário, mas também nos sigilos bancário e fiscal.

4.3.1. As tentativas de determinar um conceito de beneficial owner

A informação é o remédio para todos os males causados pelo sigilo. A sua ausência é o que determina o fracasso do direito grupal brasileiro em sua primeira e mais relevante tarefa: a detecção dos fenômenos grupais, em espécie, daquelas relações indiciárias (i.e., de cuja eficácia decorrem o poder de controle societário e a influência significativa).

É necessário, contudo, definir o âmbito da informação, sob pena de que não revele o que se quer saber. Daí, no caso concreto, a importância de determinar um conceito de *beneficial owner*.

As definições desse termo podem, em verdade, ser divididas em dois grandes grupos, distintos em razão das finalidades que perseguem. De

³⁶ Já me manifestei sobre a questão em “Bebendo do próprio veneno”, *Revista Capital Aberto*, ano 7, n. 83, jul. 2010.

um lado, alinham-se as definições de afetação fiscal, que buscam evitar a bitributação e a não tributação, a exemplo daquelas construídas nas audiências públicas no âmbito da OECD³⁷ e em importantes precedentes jurisprudenciais, como o caso *Indofood*³⁸. Essas são aqui pouco relevantes. Não é o caso, por outro lado, das definições que se inserem no bojo das políticas e dos esforços nacionais e transnacionais ao combate contra as fraudes financeiras, a lavagem de dinheiro e o terrorismo.

As “40 Recommendations” da *Financial Action Task Force on Money Laundering* (FATF)³⁹ expressam o esforço conceitual a que me refiro. O glossário desse relatório define *beneficial owner* como:

The natural person(s) who ultimately owns or controls a customer and/or the person on whose behalf a transaction is being conducted. It also incorporates those persons who exercise ultimate effective control over a legal person or arrangement⁴⁰.

No mesmo sentido, o relatório de 2001 do *OECD Steering Group on Corporate Governance* (“Behind the Corporate Veil: Using Corporate Entities for Illicit Purposes”), que apresenta uma espécie de definição ativa, a conter um procedimento voltado à detecção do *beneficial owner* por entre as formas mais conhecidas de organização da empresa⁴¹.

³⁷ Cf. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Clarification of the Meaning of ‘Beneficial Owner’ in the OECD Model Tax Convention. Discussion Draft, 29 Apr. 2011 to 15 July 2011. Disponível em: <www.oecd.org/dataoecd/49/35/47643872.pdf>.

³⁸ Cf. *Indofood International Finance Ltd. vs. JP Morgan Chase Bank NA*. Court of Appeal, 2nd March 2006, (2006), 8 ITLR 653, [2006] STC 1195.

³⁹ É organização criada durante o G-7 Summit de 1989 (Paris), por iniciativa dos chefes de estado dos 7 países componentes do grupo e do presidente da Comissão Europeia, com o fim de examinar as técnicas e tendências em matéria de lavagem de dinheiro, bem como de sugerir medidas ao seu combate. Em abril de 1990, o FATF apresentou relatório contendo “40 Recommendations”, de modo a prover um plano amplo de ação contra a lavagem de dinheiro. Em 2001, o combate ao terrorismo foi agregado às missões institucionais da FATF, que, nesse mesmo ano, lançou as “8 Recommendations” dedicadas ao combate ao terrorismo. Em outubro de 2004, de modo a incrementar os esforços internacionais ao combate contra a lavagem de dinheiro e o terrorismo, e em reconhecimento de sua intrínseca conexão, surgem as “40+9 Recommendations”. O FATF conta hoje com 36 países-membros, dentre os quais não se insere o Brasil. Cf. <www.fatf-gafi.org/aboutfatf>.

⁴⁰ Cf. FATF/GAFI. Financial Action Task Force / Group d'Action Financière. Disponível em: <www.fatfgafi.org/glossary/0,3414,en_32250379_32236930_35433764_1_1_1_1,00.html#34276864>.

⁴¹ “In this Report, ‘beneficial owner’ refers to ultimate beneficial owner or interest by a natural person. In some situations, uncovering the beneficial owner may

No Brasil, ao que parece, a definição se encontra na Deliberação n. 541/2008, que usa a expressão "controlador até o nível da pessoa natural", sob a manifesta inspiração desses organismos internacionais.

4.3.2. Financial Action Task Force: methods and trends

A FATF tem, desde sua criação, catalogado os métodos, sempre cambiantes, por meio dos quais se pratica a lavagem de dinheiro. A classificação dessas técnicas criminosas, que é exaustiva, compreende espécie importante, chamada de *Money Laundering Using Trust and Company Service Providers*. O relatório sobre essas práticas específicas, publicado em outubro de 2010, dá conta do sem número de estratégias, expressando, a partir delas, toda uma tipologia de técnicas que se escora no sigilo. O combate, em contrapartida, funda-se no incentivo à criação e implementação, pelas instituições financeiras, de vários procedimentos de auditoria (*due diligence*) voltados à identificação do *beneficial owner*. Essa auditoria deve promover uma sistemática coleta e análise de informações acerca dos "clientes", com vista à detecção de indicadores de lavagem de dinheiro (*money laundering indicators*)⁴².

involve piercing through various intermediary entities and/or individuals until the true owner who is a natural person is found. With respect to corporations, ownership is held by shareholders or members. In partnerships, interests are held by general and limited partners. In trusts and foundations, beneficial owners refers to beneficiaries, which may also include the settler or founder." Cf. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. Publications, p. 14. Disponível em: <<http://publications.oecd.org/acrobatebook/2101131E.PDF>>.

⁴² Cf. FATF/GAFI. Financial Action Task Force / Group d'Action Financière. *Money laundering using trust and company service providers*. Disponível em: <www.fatf-gafi.org/dataoecd/4/38/46706131.pdf>. Para uma compreensão extensiva dos esforços no combate à lavagem de dinheiro instrumentalizada pelo sigilo societário, cf. PLATT, Baker. *Anti-money laundering/countering the financing of terrorism: typologies from a Jersey perspective*. Report prepared on behalf of the Law Officers, Joint Crimes Unit and the Jersey Financial Services Commission, Oct. 2008. Disponível em: <www.jerseyfsc.org/pdf/AML_CFT_Typologies_from_a_Jersey_Perspective_28_Oct_08.pdf>; Bank for International Settlements. Basel Committee on Banking Supervision. *Customer due diligence for banks*. 2001. Disponível em: <www.bis.org/publ/bcbs85.htm>; FATF. *The misuse of corporate vehicles, including trust and company service providers*. FATF Paris, 2006. Disponível em: <www.fatf-gafi.org/dataoecd/30/46/37627377.pdf>; SHARMAN, Jason C. *Shopping for anonymous Shell Companies: an audit study of anonymity and crime in the international financial system*. 2008, p. 127-140. Disponível em: <www.aicweb.org/articles.php?doi=10.1257/jep.24.4.127>.

Essas iniciativas internacionais impulsionaram o aparecimento de norma interna, em muitos ordenamentos, com vistas à criminalização da lavagem de dinheiro, à sua prevenção, detecção e punição. Tome-se, entre nós, o exemplo da Lei n. 9.613/88 (Lei de Lavagem de Dinheiro), posteriormente alterada pela Lei n. 10.467/02. Cria o Sistema de Controle de Atividades Financeiras (Siscoaf) e o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf), de modo a detectar, seguindo a linha traçada pelos organismos internacionais, crimes financeiros por meio de registro de todas as operações e comunicação de operações suspeitas.

4.3.3. Os princípios da Iosco à identificação de beneficial ownership no mercado de capitais

A identificação do *beneficial owner* é essencial não apenas ao combate contra a lavagem de dinheiro e o terrorismo. Dela decorre, no geral, a fiabilidade, equidade, transparência e eficiência dos mercados de capitais. É indispensável conhecer o *beneficial owner* para saber quem responde, ultimamente, pelo exercício abusivo do poder de controle, para conhecer quem é, o que pensa, quais as qualidades e os defeitos daquele que pode influenciar profundamente o sucesso de uma dada empresa. E não é só, de sua identificação decorre a caracterização da materialidade e da autoria de graves infrações ao mercado, a exemplo do *insider trading*, e ainda, em sistemas como o nosso, a satisfação de direitos das minorias em caso de alienação do poder de controle.

Bem por isso, e de modo a compassar os níveis de informação nos mercados de capitais às exigências do aparato legal de combate à lavagem de dinheiro e ao terrorismo, a *International Organization of Securities Commissions* (Iosco), de que faz parte a nossa CVM, lançou, em abril de 2004, os seus *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*⁴³. Aqui, a dinâmica é a mesma sugerida pela FATF. A identificação do *beneficial owner* deve decorrer de um processo contínuo de auditoria (*client due diligence*) a que estão adstritos os intermediários financeiros enquanto *authorized securities service providers* (ASSPs). São, no todo, 8 princípios que, no geral, recomendam aos ASSPs obter e manter continuamente em registro documentos que atestem a identidade do *beneficial owner*. Outra importante recomendação propõe a ampla cooperação e troca de informações entre as autoridades regulatórias nacionais⁴⁴.

⁴³ Cf. Iosco Public Documents. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=pubdocs>>.

⁴⁴ Cf. Iosco. *Multi-jurisdictional information sharing for market oversight*. Apr. 2007. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=pubdocs>>.

4.3.4. A insuficiência desses mecanismos compensatórios

Todos esses mecanismos e muitos outros, a que não me referi para não desbordar os fins e limites deste estudo, em que pesem os louváveis esforços e os avanços conquistados desde o importante artigo de Lee, Robert, Hirsh e Pollack⁴⁵, são incapazes de resolver a falha regulatória aqui exibida. É provável que todo esse arcabouço regulatório e autorregulatório impeça, presentemente, que bancos brasileiros – por orientação de seus departamentos de *compliance* – contratem contas correntes com sociedades *off-shore*, constituídas em paraísos fiscais. Mas não os impedirá de fazê-lo com as *limited liability companies* e com as *companies* americanas, mesmo sem conhecer os seus *beneficial owners* (no sentido que lhes atribuem, por exemplo, as “40 Recommendations” da FATF). Não ousarão opor-se contra um sigilo societário que nem mesmo o senado americano foi capaz de abolir. E o mesmo vale não apenas para sociedades, mas também para fundos e *trusts*, que com elas se articulam, e que são constituídos em países acima de qualquer suspeita⁴⁶.

De nada valem, do mesmo modo, a cooperação e a troca de informações entre autoridades regulatórias, e.g., entre as “comissões de valores mobiliários”, se o que se quer saber é, por exemplo, a identidade do *beneficial owner* de uma *LLC* não sujeita ao relatório da § 13(d) do *Act* de 1934. E mesmo que alguma autoridade ou registro notarial seja obrigado a revelá-lo, ainda assim, nada impedirá que, por ato estritamente privado, sem qualquer registro e publicidade, a condição de *beneficial owner* seja transferida.

De mesmo modo e pelas mesmas razões, resta prejudicado o louável esforço manifesto na Instrução CVM 419/2005. O problema não se resolve pela inserção obrigatória, nos contratos entre as corretoras e os intermediários estrangeiros, de um dever de informar de que se eximirá

⁴⁵ Cf. LEE, T. Peter; ROBERT, Marie-Claude; HIRSH, Alain; POLLACK; Irving M. Secrecy laws and other obstacles to international cooperation. *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, v. 4, p. 63-100, 1982. Nesse sentido, merece destaque a interpretação corrente da 12ª Diretiva da Comissão Europeia, no particular de seus arts. 1º e 3º, que afirmam o dever de informar a identidade do sócio apenas quando se tratar de sociedades unipessoais. Cf. “Article 1: A company may have a sole member when it is formed and also when all its shares come to be held by a single person (single-member company)”. “Article 3: Where a company becomes a single-member company because all its shares come to be held by a single person, that fact, together with the identity of the sole member, must either be recorded in the file or entered in the register within the meaning of Article 3 (1) and (2) of Directive 68/151/EEC or be entered in a register kept by the company and accessible to the public”. Para confirmar esse entendimento, cf. European Commission. Green Paper. *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, Bruxelas, 2 Jun. 2010, p. 15 e s.

(legitimamente) o informante toda a vez em que se deparar com um entreve legal, especialmente os impostos por países que não se inserem no “grupo de alto risco” em matéria de lavagem de dinheiro e de financiamento ao terrorismo. Não bastasse tudo isso, a nossa legislação não impõe ao investidor estrangeiro que informe a identidade de seu *beneficial owner*, razão pela qual não poderá pretender tal informação dos intermediários.

5. O modelo australiano: *tracing beneficial share ownership*

Reparos aos defeitos regulatórios aqui noticiados, dirão alguns, produziram mais danos do que benefícios aos mercados, afugentando investimentos estrangeiros essenciais ao financiamento das grandes companhias brasileiras.

Indago-me, contudo, que tipo de investidor é atraído por mercados regulados ao sabor das conveniências?

Há modelos que – em outros países – enfrentam problemas análogos aos nossos com coragem. Isso não causou o seu malogro.

Tome-se o exemplo do modelo australiano.

5.1. As *beneficial ownership tracing provisions*

O direito societário australiano dispõe de normas especialmente dedicadas à identificação dos *beneficial owners*, contidas nas *beneficial ownership tracing provisions* (Pt 6C.2) do *Corporations Act* de 2001⁴⁷. Tais normas, em última análise, atribuem à *Australian Securities & Investment Commission* (ASIC) poderes regulatórios específicos à instituição de técnicas de detecção.

Essas técnicas encontram-se plasmadas no *Regulatory Guide 86*.

5.2. ASIC Regulatory Guide 86

O *Regulatory Guide 86* trata, em suma, de 4 temas essenciais à identificação do *beneficial owner*: (i) a disciplina do dever de informar

⁴⁷ A finalidade das *beneficial ownership tracing provisions* é promover um mercado plenamente informado e determinar uma indispensável transferência do dever de responder questionamentos relativos à identidade do titular de valores mobiliários até o nível da pessoa natural. A identificação dessas pessoas pode levar a conclusões acerca do futuro de uma dada companhia ou sobre a sua administração. É igualmente capaz de informar o mercado se dados valores mobiliários foram adquiridos legalmente. Cf. *Brunswick NL v Blossomtree Pty Ltd* (1992) 10 ACLC 658 at 667.

detalhes acerca da propriedade de valores mobiliários, particularmente a identidade do *beneficial owner* (do RG 86.3 ao RG 86.21); (ii) a dispensa do dever de informar (do RG 86.22 ao RG 86.30); (iii) a transferência pela ASIC da identidade do *beneficial owner* a outros órgãos registrares (do RG 86.31 ao RG 86.43); (iv) a atuação e os poderes da ASIC para tornar concretas as determinações do *Corporation Act* e do *Regulatory Guide 86*.

A regra – aplicável às companhias e às pessoas sob a competência regulatória da ASIC⁴⁸ – é, em suma, bastante clara e direta. Uma pessoa deve prover detalhes acerca da identidade do *beneficial owner* dos valores mobiliários de que é titular, ou sobre os quais tenha um interesse relevante, ou ainda sobre os quais tenha dado instruções. Terceiros poderão solicitar à ASIC que imponha a uma pessoa o dever de informar tais detalhes (cf. RG 86.3).

Esses pedidos são atendidos pela ASIC, por força do RG 86.5, quando formulados por um acionista que demonstre: (a) que a informação solicitada contribuirá à informação do mercado de valores mobiliários; e (b) que tomará as medidas necessárias à execução obrigatória da ordem se essa não for voluntariamente cumprida.

O pedido de informação também pode ser formulado por quem não é acionista, desde que justifique – sob os mesmos fundamentos – o seu interesse e demonstre disposição de proceder, se necessário, à execução forçada da ordem. A ASIC poderá, evidentemente, determinar, por iniciativa própria, a prestação de informações acerca da identidade do *beneficial owner* (cf. RG 86.8 e 9).

Os pedidos de informação, que podem ser formulados eletronicamente pelo preenchimento do formulário 6071 A, são apenas raramente indeferidos (e.g., quando a solicitação é desnecessária ou de algum modo vexatória)⁴⁹. O deferimento do pedido, escorado em determinações expressas do *Corporations Act*, atribui ao solicitante a capacidade postulatória para pleitear o seu cumprimento forçado.

Há todo um cuidado com a preservação do sigilo da identidade do solicitante e com a forma de divulgação das informações obtidas em razão do cumprimento da ordem de informar (RG 86.32-33).

É notável também, no modelo australiano, que, para que a companhia cumpra deveres análogos aos da nossa Instrução 480, o *Corporation Act* atribua à própria companhia ou ao seu controlador poderes para determinar a qualquer um de seus acionistas a prestação de informações que revelem a identidade do *beneficial owner* das ações de sua titularidade.

⁴⁸ São essas, na locução da RG 86.3, “listed companies and the responsible entities of listed managed investment schemes”.

⁴⁹ Cf. RG 86.22 e s.

Caso o dever de informar de que se pretenda execução forçada, pela ausência de cumprimento voluntário, ainda assim não seja satisfeito, a ASIC poderá tomar uma série de medidas drásticas, dentre outras, até mesmo ordenar a alienação dos valores mobiliários em questão (cf. RG 86.53).

Modelos como o australiano dão prova de que o fracasso de nosso direito grupal é, a qualquer tempo, reversível.

6. O âmbito da exposição à falha regulatória: dados estatísticos

A tese que defendo prescinde, para afirmar-se, de quaisquer provas fáticas. Não é necessário que se demonstre que alguém se aproveita da importante falha regulatória aqui exposta para que se conclua, diante de provas irrefutáveis, pela sua existência. É por isso que o assassino é dispensável à prova de existência das armas de fogo.

A notícia que trago se colore, contudo, com as mais brilhantes tintas, pela subjetivação, ou seja, pela conexão da falha regulatória a dados agentes que dela possam aproveitar-se. Isso, entretanto, este estudo não faz. Não faz porque não dispus de todas as informações que poderiam conduzir a essa sorte de constatação.

Os dados públicos com que trabalhei, em que pese a sua insuficiência, permitiram acessar com alguma precisão o âmbito da falha regulatória aqui descrita, para além de produzir provas indiciárias de que dela possam aproveitar-se alguns agentes. E isso eu devo à estatística, no particular à “jurimetria”, talvez uma novíssima rama do direito, que já nasce bem representada entre nós pela ABJ (Associação Brasileira de Jurimetria)⁵⁰.

A ABJ e a sua equipe de estatísticos, sob minha orientação, produziram, com base em informações exclusivamente públicas (e, portanto, disponíveis a qualquer pessoa), alguns dados que não confirmam a irrefutável existência concreta, entre nós, de controle oculto ou de sua sub-reptícia transferência, mas que determinam, com alguma certeza, a exposição de nosso mercado acionário à falha regulatória aqui anunciada.

Todos os dados estatísticos aqui lançados baseiam-se em informações reiteradamente confirmadas até o encerramento do estudo, i.e., 27-7-2011.

6.1. A população de interesse e, nela, o estado do poder: controle minoritário, ausência de controle ou controle oculto

A “população de interesse” resumiu-se às companhias listadas no Novo Mercado. Ative-me, por certo, às companhias sujeitas às mais

⁵⁰ Para conhecer mais sobre a jurimetria, cf. Associação Brasileira de Jurimetria. Disponível em: <www.abjur.org.br>.

rígidas regras de governo e, no particular, ao mais amplo dever de informar.

Encontrei, dentre todas as companhias cujas ações trafegam nessa "via negocial" (o Novo Mercado), 20 onde não há um só acionista que detenha a maioria das ações votantes, ou mesmo um grupo de acionistas coordenado por acordo parassocial (acordo de voto). Não há, portanto, entre elas, controle majoritário (explícito).

E, se não há controle majoritário (explícito), então, concluo que só pode haver: (i) controle minoritário; ou (ii) ausência de controle; ou (iii) controle oculto (majoritário ou minoritário)⁶¹.

A identidade dessas companhias não será aqui, por certo, a qualquer tempo, revelada, para que não padeçam por eventuais equívocos ou imprecisões deste estudo e para que não se lhes imputem, afoita e levianamente, práticas que este estudo não lhes imputou⁶².

Os resultados alcançados podem ser, contudo, reproduzidos por qualquer pessoa, com algum esforço, sob a adoção dos métodos estatísticos utilizados e que serão expostos adiante.

6.2. A utilização de mecanismos de estabilização do controle minoritário

Nesse grupo, i.e., dentre as 20 companhias onde não há controle majoritário (explícito), apenas 4 não se valem de "poison pills à brasileira". Assumindo a premissa de que tais medidas defensivas são, o mais das vezes, empregadas como técnicas de estabilização de controle minoritário, então, pode-se concluir sobre os dois subgrupos de companhias, i.e., Grupo A (de 16, com *poison pill*) e Grupo B (de 4, sem *poison pill*) que:

(i) é provável que haja, entre as companhias do Grupo A, controle minoritário (oculto ou explícito)⁶³;

(ii) é provável que haja, entre as companhias do Grupo B, ausência de controle ou controle majoritário oculto⁶⁴.

Essas conclusões seriam, todavia, atacadas por um dissenso acerca das funções correntemente atribuídas às nossas *poison pills*. Alguém poderia acreditar que se trata, por exemplo, de técnicas destinadas a, em contextos de alta dispersão (ausência de controle), impedir a aqui-

⁶¹ Foi desprezada, para os fins deste estudo estatístico, a existência eventual de relações (explícitas ou ocultas) de coligação.

⁶² Os nomes empresariais das companhias estudadas são aqui representados pelas letras do alfabeto, de A a T.

⁶³ Se for necessário um mecanismo para estabilizar o controle minoritário, então isso deve significar que há controle minoritário.

⁶⁴ Se um mecanismo à estabilização do controle minoritário for desprezado, então isso deve significar que ou não há controle, ou há controle majoritário oculto (que não precisa ser estabilizado).

sição originária de controle por escalada ou a permitir que os acionistas reflitam mais detidamente sobre uma oferta pública de aquisição de controle.

Será, portanto, necessário testar as minhas conclusões acerca do estado do poder de controle societário nos Grupos A e B e ainda, reflexivamente, precisar quais os verdadeiros empregos atribuídos às *poison pills*.

Essas conclusões podem ser testadas pela apuração de uma "taxa de impermanência".

6.3. A taxa de impermanência

A taxa de impermanência mede a mutabilidade nos conselhos de administração das 20 companhias estudadas, i.e., as alterações correspondentes à entrada e saída de membros, bem como mudanças de posições no conselho.

A utilidade da taxa de impermanência decorre do que chamo de "tese da impermanência". Essa tese reflete as ideias do Professor Mosto Carvalhosa, expostas em discutido artigo sob o título "A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador". Trata-se, em certa medida, de um vaticínio do ilustre comercialista sobre as consequências prováveis da dispersão acionária. Prevê a ocorrência de efeitos em cadeia: desaparecimento do controlador, instabilidade de administração e afirmação do regime do *incumbent management* (controle gerencial)⁶⁵.

Se a tese da impermanência estiver correta, e ela é, deve-se admitir, bastante plausível, então, as taxas de impermanência das companhias sem controlador deverão ser muito altas, em decorrência das disputas de poder entre os vários "grupos de pressão", e determinar supostamente uma grande rotatividade dos membros de seus conselhos de administração. Baixa impermanência, por outro lado, seguindo-se a mesma lógica, é sinal de presença de controle.

A equipe de estatísticos da ABJ lançou mão de 4 métodos para elaboração da taxa de impermanência: (1ª) Transições de Primeira Ordem⁶⁶;

⁶⁵ Cf. CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, N. *Estudos de direito empresarial*, cit., p. 11 e s. Sobre o "controle gerencial", escrito por um dos expoentes do direito societário brasileiro, cf. MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R. *Controle gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

⁶⁶ Este método considera as entradas e saídas dos conselheiros dos conselhos de administração. São atribuídas referências numéricas para cada um desses eventos e para as transições entre eles. Assim, as sequências '00' e '11' representam "permanência" (para significar que o conselheiro está, de um lado, ausente e continua ausente e, do outro, está presente e continua presente. A essas sequências foi atribuído valor 0 (zero). As sequências '01' e '10' representam entrada e saída, respectivamente, que são indicadores de "impermanência". A essas sequências atribuiu-se valor 1 (um). Desse modo, para cada companhia com cinco mandatos nos conselhos haverá 4 transições, a que são atribuídos valores, que são somados. Esse resultado é dividi-

(2ª) Transições de Segunda Ordem⁵⁷; (3ª) Saídas dos Conselhos⁵⁸; e (4ª) Cadeias de Markov^{59 e 60}. Cada um dos métodos foi aplicado à obtenção da taxa unitária de cada companhia e à taxa média de todas elas. Em seguida, os resultados foram comparados, até mesmo graficamente, de

do pela soma total das transições (i.e., 4), de modo a obter-se a taxa de permanência de cada conselheiro. Em seguida, calcula-se a média das taxas de impermanência individuais para encontrar-se a taxa de impermanência da companhia analisada.

⁵⁷ Este método é análogo ao primeiro, mas considera sequências de três números. Assim, as sequências '000' e '111' representam "permanência", a que se atribui o valor 0 (zero). As sequências '001', '011', '110' e '100' representam entradas ou saídas, a que se atribui o valor 1 (valor). As sequências '010' e '101' representam entrada e saída, ou seja, ou o conselheiro não estava no conselho, entrou, e saiu, ou o conselheiro estava no conselho, saiu, e entrou novamente. A estas sequências atribui-se o valor 2 (dois). Desse modo, a soma total por conselheiro em companhias de 5 mandatos será, no máximo, 6 (seis), e assim obtém-se a taxa de impermanência com o mesmo procedimento do método das Transições de Primeira Ordem.

⁵⁸ Um possível problema dos métodos de Transições de Primeira Ordem e de Segunda Ordem é que consideram o número total de conselheiros (presentes e ausentes) ao cálculo da taxa. Isso implica, por exemplo, que um conselheiro em que todos os membros mudam a cada mandato expresse uma taxa de impermanência diferente de um conselho em que há mera alternância de membros a cada mandato (sendo que a taxa é maior no segundo caso). Essa característica decorre de se considerar o conselheiro como uma unidade amostral. Empregado o terceiro método, i.e., da Saída dos Conselhos, a unidade amostral será o próprio conselho. O cálculo da taxa é, aqui, bastante simples. Obtém-se a razão entre o número de saídas (ou seja, o número de '10' para cada conjunto de dois mandatos) e o número total de conselheiros. Se o número de saídas for igual ao número de conselheiros, então, todos os membros do conselho foram alterados e, nesse caso, a taxa de impermanência será 1 (um). Do contrário, se o número de saídas for zero, é porque o mandato seguinte foi o mesmo, e a taxa será zero. Para obter-se a taxa geral faz-se a média aritmética das taxas obtidas para cada transição de mandatos.

⁵⁹ Este é um modelo mais teórico, e a sua compreensão pressupõe um curso elementar de processos estocásticos. A cadeia de Markov prevê quatro estados essenciais: 00 (permanece fora do conselho); 01 (entra no conselho); 10 (sai do conselho); e 11 (permanece dentro do conselho). Nesse caso algumas probabilidades de mudança de estado são nulas, uma vez que, por exemplo, não é possível uma transição do estado 00 para o 10 (já que é impossível que um conselheiro saia do conselho no caso em que não estava no conselho e permaneceu fora). Com base no Modelo de Transições de Segunda Ordem, pode-se estabelecer frequências estimadas, com as quais se constrói uma estimativa da matriz de transição da cadeia de Markov para representar as mudanças de estados. Se a cadeia for irredutível, tem-se probabilidades limites, que são as probabilidades de entrada e de saída do conselho, respectivamente. Da soma das probabilidades obtém-se a impermanência do conselheiro.

⁶⁰ Para a compreensão aprofundada dos métodos empregados, cf. ROSS, Sheldon M. *Introduction to probability modes*, 9th ed. California, USA: Academic Press, 2007, p. 782; CRAWLEY, Michael J. *The R Book*. West Sussex, England: Wiley, 2007, p. 942.

modo que os métodos confirmassem suas recíprocas consistências⁶¹. Como as correlações entre modelos eram muito parecidas, o modelo final adotado é o da taxa média entre os 4 modelos.

Os resultados obtidos são ao menos contraintuitivos; as taxas individuais são, na grande maioria dos casos, baixas e a taxa média geral, de 21,53%, demonstra que a impermanência, ou seja, a mutabilidade nos conselhos de administração das companhias estudadas é pequena (cf. tabela abaixo).

Vale dizer ainda que as taxas de impermanência das companhias do Grupo A (com *poison pill*) não discrepam, na média, das companhias do Grupo B (sem *poison pill*).

Taxas de Impermanência	
Sigla	Taxa (%)
A	16,31
B	26,75
C	41,97
D	25,60
E	24,82
F	00,00
G	28,81
H	38,57
I	00,00
J	00,00
K	20,47
L	40,53
M	20,44
N	50,26
O	12,18
P	16,57
Q	10,71
R	14,35
S	25,42
T	16,94
Média	21,53

Disso se conclui que, se a tese da impermanência estiver correta, o provável é que haja, dentre a maioria das companhias estudadas, a presença de um controlador. E, se há controle, o certo é que se trata de controle minoritário (explícito ou oculto) ou controle majoritário oculto.

⁶¹ Esses gráficos encontram-se disponíveis ao leitor no sítio LEHMANN, WARDE ADVOGADOS. Disponível em: <www.lwadv.com.br>.

As utilidades óbvias de medidas defensivas, nesse contexto, também confirmam as conclusões do item 6.2 *supra*.

O “mundo das companhias” onde há controle minoritário (explícito ou oculto) ou onde há controle majoritário oculto é, portanto, o lugar em que se expressa a falha regulatória anunciada neste artigo. É nesse ambiente que a dispersão simulada de participações societárias por entre entidades beneficiadas, direta ou indiretamente, pelo sigilo mostra-se capaz de ocultar controle e coligação.

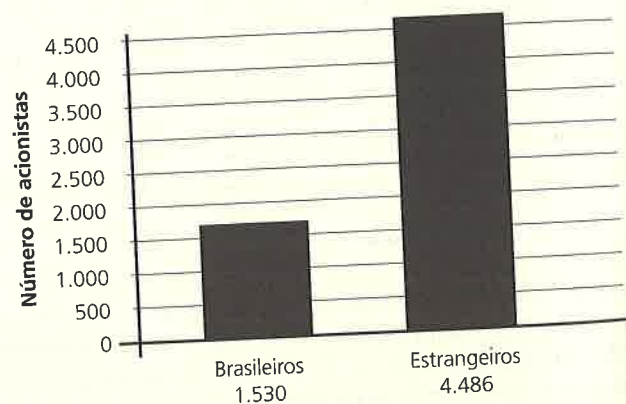
É bem verdade, entretanto, que a mesma técnica pode ser empregada também entre as companhias onde há controle majoritário, com vistas a viabilizar outras graves infrações ao mercado, a exemplo do *insider trading*.

6.4. A exposição à falha regulatória

A exposição à falha regulatória pode ser de algum modo mensurada pela participação de acionistas estrangeiros no capital dessas companhias. Essa informação, contudo, não é pública. O que se pode saber é a participação *per capita* de acionistas estrangeiros, sujeitos – direta ou indiretamente – a regimes de sigilo, presentes nas últimas 5 assembleias das 20 companhias sob análise⁶². Os números são, de todo o modo, surpreendentes.

A tabela abaixo dá conta de que, em todas as assembleias consideradas, a quantidade de acionistas estrangeiros é aproximadamente três vezes maior do que a de brasileiros.

Total das Assembleias



⁶² Em alguns casos não houve 5 assembleias desde o ingresso da companhia em questão no Novo Mercado.

A elevada presença de acionistas estrangeiros, em que pese ignorar-se a sua participação no capital das companhias analisadas, é suficiente para atestar a amplíssima exposição à falha regulatória em debate. Caso a participação acionária desses mesmos acionistas monte a níveis capazes de caracterizar uma influência determinante ou o poder de controle societário (mesmo que conjuntamente consideradas), então, a evidente gravidade da situação exigiria uma imediata investigação, para a qual, em princípio, as autoridades brasileiras infelizmente não dispõem de respaldo legal.

7. Conclusões

Este artigo expressa e demonstra o fracasso de nosso direito grupal. Esse fracasso se explica pela falta de mecanismos de detecção dos fenômenos grupais, no particular, das relações de controle e de coligação que podem caracterizá-los. Isso se dá pela ausência de norma legal que imponha a todos os investidores estrangeiros o dever de identificar os seus controladores, diretos ou indiretos, até o nível da pessoa natural. A carência dessa imposição, articulada a regimes de sigilo societário, permite a adoção de técnicas dedicadas à dispersão acionária simulada e ao ocultamento do poder de controle ou de influência significativa.

Tudo isso importa na frustração potencial dos direitos de minorias, da adequada fiscalização do mercado financeiro à obstaculização de atos de abuso de poder de controle e de gravíssimas infrações, a exemplo do *insider trading*. É questão que vulnera, portanto, a higidez e a fiabilidade do mercado de capitais e do mercado financeiro como um todo.

O âmbito da exposição à falha regulatória foi, dentro do possível, porque as informações públicas são restritas, determinadas pelos dados estatísticos.

O caso é grave, tudo indica. Mas há solução, como faz prova o modelo australiano. Resta saber se o legislador terá coragem de se opor a poderosos interesses. E por isso, em nota de encorajamento, vale lembrar que a crise financeira mundial por que passamos não é uma crise do capitalismo, mas sim uma crise de regulação.

A geração de riquezas decorre, hoje, dos efeitos próprios do capitalismo financeiro, cujo aparecimento marca uma “comoditização” do mundo, tendente a verter tudo em um mercado que contém e que submete todos os mercados. Os agentes, nesse modelo de produção, e sobre isso não há surpresas, movem-se à apropriação das mais generosas porções dos recursos gerados, por meio de trocas econômicas desiguais.

Apenas eventos cataclísmicos reverterão essa sorte de coisas.

Do Estado espera-se que lance mão de mecanismos capazes de, em vista do conteúdo atual da ética, redistribuir os recursos produzidos e desigualmente apropriados, para além de impedir que determinados

agentes os colecionem (os recursos) a ponto de "capturar" o próprio Estado, em busca de malfazejos e irrefreáveis poderes.

O poder econômico deve-se submeter aos processos democráticos, a despeito das suas habituais ineficiências, sob pena de se produzirem males ainda maiores. Nos meandros desses processos, se ao escritor político cabe dizer ao povo o que deve querer, então, ao jurista, para que se estabeleça relação idealmente ortogonal entre direito e política, que marca o aparecimento do constitucionalismo moderno, caberá alertar o legislador sobre o que e como deve fazer para obedecer ao povo.

Controle gerencial e o grupo de sociedades

Rodrigo R. Monteiro de Castro*

1. Introdução

Há certos temas que, pela relevância, merecem uma revisão conceitual e, conseqüentemente, doutrinária. As técnicas de organização do poder econômico avançaram no Brasil em ritmo intenso, especialmente nos últimos vinte anos, sem uma correspondente produção literária revisionista. Aliás, pode-se mesmo dizer que existem institutos que, dogmatizados, foram pouco visitados desde sua sistematização, apesar da transformação econômica e social. O fenômeno grupal se insere nesses cenários.

De modo que se louva a iniciativa dos queridos amigos Walfrido Jorge Warde Jr. e Danilo Borges, coordenadores de obra que se torna fundamental já a partir do primeiro instante de sua colocação no mercado.

O instituto do grupo de sociedades deve ser compreendido, inicialmente, sob prisma econômico, e não jurídico, para que, então, se possa regulamentá-lo, com propriedade, em âmbito legal. A conjuntura econômica brasileira oferece, enfim, o ferramental prático e *cases* suficientes para formulação de uma sólida estrutura normativa capaz de contribuir para o crescimento "responsável" (e não, em sentido contrário, que se revele um conjunto de normas quase decorativo ou, pior, inconsistente com a realidade, a exemplo do regramento da sociedade limitada, mal inserido no Código Civil).

* Advogado em São Paulo. Especialista, Mestre e Doutorando em Direito Comercial pela PUCSP. Ex-Presidente do Instituto de Direito Societário Aplicado – IDSA. Conselheiro e Diretor do Movimento de Defesa da Advocacia – MDA. Diretor da Associação Brasileira de Jurimetria – ABJ.