

- ALVES, Jones Figueiredo. In: FIÚZA, Ricardo (Coord.). *Novo Código Civil comentado*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- BARBI FILHO, Celso. *Dissolução parcial de sociedades limitadas*. Belo Horizonte: Mandamentos Editora, 2004.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 4, t. 1.
- FONSECA, Priscila M. P. Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio no Novo Código Civil*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- GONÇALVES NETO, Assis. *Lições de direito societário*. 2. ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.
- NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Affectio Societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de 'fim social'*. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.
- NUNES, Márcio Tadeu Guimarães. *Dissolução parcial de sociedades*. Rio de Janeiro: Forense, 1998.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Dissolução e liquidação de sociedade: dissolução parcial*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2000.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 22. ed. São Paulo: Saraiva, 2000. v. 2.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 26. ed. Revisado e Atualizado por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 2.
- RESTIFFE, Paulo Sérgio. *O Caranguejo e o Projeto de Novo CPC: o procedimento especial de dissolução parcial de sociedade ou lição de como se piorar por não saber melhorar*. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI122853,110490+Caranguejo+e+o+Projeto+de+Novo+CPC+o+procedimento+especial+de>>.
- AZEVEDO, Rocha. *Dissociação da Sociedade Mercantil*. São Paulo: Resenha Universitária, 1975.
- ELEME, Sergio. *Affectio Societatis Ainda Hoje?* In: *Cadernos Jurídicos*, n. 21, agosto 2011. Editado juntamente com o Jornal da OAB/PR, 2011.
- ANINI, Carlos Klein. *A dissolução judicial da Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

QUEM DEVE COMANDAR A COMPANHIA? ALOCÇÃO DO PODER EMPRESARIAL: SISTEMA DE FREIOS E CONTRAPESOS

Eduardo Secchi Munhoz

Professor Doutor da Faculdade de Direito da USP. Advogado em São Paulo.

I. INTRODUÇÃO

No estudo da sociedade anônima, a definição do interesse social é objeto de extensa literatura¹. Segundo a abordagem contratualista, o interesse social tem seus contornos definidos exclusivamente pelo interesse dos acionistas na maximização dos lucros. Em outro extremo, a visão institucionalista defende que o interesse social corresponde à manutenção da empresa como unidade produtiva, congregando o interesse dos trabalhadores, credores, fornecedores e consumidores².

Superadas as visões contratualistas e institucionalistas mais extremadas, não remanesce dúvida de que o interesse social está longe de restringir-se à maximização

¹ Sobre o tema, cf. BERLE, A. Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Review*, v. 44, p. 1049, 1931; DODD, M. For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*, v. 45, p. 1145, 1932; BERLE, A. For whom corporate managers are trustees: a note. *Harvard Law Review*, v. 45, p. 1365, 1932; BLAIR, M. e STOUT, L. A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, vol. 85, p. 247, 1999; HANSMANN e KRAAKMAN. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, v. 89, p. 439, 2001; JAEGER, P. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffrè, 1972; SALOMÃO FILHO, C. Interesse social: a nova concepção. In: SALOMÃO FILHO. *O novo direito societário*. 4. ed. Malheiros: São Paulo, 2011, p. 27; MUNHOZ. *Empresa contemporânea e direito societário – poder de controle e grupos de sociedades*. Juarez de Oliveira, 2002, p. 26-50.

dos lucros, havendo de ser considerados os demais titulares de interesses afetados pela atividade empresarial. A sociedade (e a empresa) exerce sua função social quando organiza e estrutura esses diversos interesses, contribuindo para o aumento do bem-estar social. No direito brasileiro, essa é a conclusão que necessariamente decorre do art. 170 da Constituição Federal e do art. 116 da Lei das Sociedades Anônimas ("Lei das S.A.")³.

Se hoje, em boa medida, há convergência a respeito do objetivo a ser perseguido, o mesmo não se verifica quanto à definição da melhor estratégia para atingi-lo. Para definir o modelo ideal, ou seja, aquele que mais bem pode contribuir para que a companhia atenda ao interesse social, segundo a acepção antes referida, é fundamental o estudo da alocação do poder empresarial e das ferramentas para sua disciplina e monitoramento. A estrutura de poder da sociedade anônima é o fator crucial para atingir esse resultado.

No sistema de capital concentrado, confrontam-se os modelos baseados na regra de conflito de interesses e na abordagem estruturalista. O primeiro funda-se na atribuição ao acionista controlador da prerrogativa de comandar a companhia em contrapartida da imputação de um regime especial de deveres e responsabilidades⁴. O segundo tem como fundamento a estruturação dos interesses do acionista controlador, dos não controladores e dos *stakeholders*, adotando como instrumentos, especialmente, a definição de hipóteses mais amplas de proibição de voto (conflito formal), a ênfase na independência dos administradores e a interiorização de interesses de *stakeholders*⁵.

No sistema de capital pulverizado, discute-se a divisão de poderes entre administradores e acionistas. Mais recentemente, sobretudo nos Estados Unidos, o debate acentuou-se em virtude do fenômeno das participações acionárias detidas por fundos de investimento (v.g., *hedge funds*, fundos de *private equity*) com postura ativista, bem como em razão de recentes escândalos relacionados a abusos praticados por administradores de determinadas companhias, com enormes prejuízos causados aos acionistas e à economia. Parte da doutrina defende, nesse cenário, o aumento do poder dos acionistas⁶.

De outra parte, a avaliação comparativa dos modelos de capital concentrado e pulverizado, a despeito de significativa corrente da literatura econômica e jurídica sustentar a superioridade do primeiro sobre o segundo, não conduz a conclusões seguras, dada a ausência de comprovação empírica que evidencie a maior eficiência (melhor desempenho) das companhias com capital disperso⁷.

No momento em que o Brasil observa a gradual transformação de suas companhias abertas, ao que tudo indica, na direção de um maior nível de dispersão acionária⁸, o estudo da estrutura de governo das sociedades anônimas justifica-se ainda com maior razão. Daí o presente trabalho, que visa a apontar os principais aspectos que envolvem a alocação do poder empresarial na sociedade anônima. Trata-se de um ensaio inicial, que não pretende aprofundar a análise do tema, mas apresentá-lo naqueles que parecem constituir os seus contornos mais importantes no direito societário hodierno. De forma simples e resumida, cuida-se de analisar as principais questões envolvidas na busca de resposta à seguinte pergunta: *quem deve comandar a companhia?* De uma boa resposta do direito societário a essa questão, depende a eficiência do sistema, ou seja, sua capacidade de contribuir para que a empresa, organizada sob a forma de sociedade anônima, atenda à sua função social. Em síntese, definido *a quem a companhia deve servir*, é preciso estabelecer *quem deve comandá-la*.

O trabalho se estrutura da seguinte forma. No primeiro tópico, a questão é analisada sob a perspectiva do modelo de capital concentrado. No segundo, no sistema de capital pulverizado. Na parte final, são trazidas as considerações conclusivas e breve análise da questão da alocação do poder empresarial na realidade das companhias abertas brasileiras.

II. ALOCAÇÃO DO PODER EMPRESARIAL NO SISTEMA DE CAPITAL CONCENTRADO: O EXEMPLO BRASILEIRO

No modelo de capital concentrado não se discute que o poder empresarial é conferido ao acionista titular da maioria do capital votante. O acionista controlador, pela

³ Lei n. 6.404/76.

⁴ Cf. LAMY FILHO, A.; BULHÕES PEDREIRA, J. L. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 195.

⁵ Cf. SALOMÃO FILHO, C. *O novo direito societário*, cit., particularmente os capítulos: Diluição de controle, p. 77; Conflito de interesses: a oportunidade perdida, p. 104; Conflito de interesses: novas esperanças, p. 119.

⁶ A respeito desse debate, defendendo a prevalência dos administradores ou dos acionistas, cf. BAINBRIDGE, S. Director primacy: the means and ends of corporate governance. *Northwestern University Law Review*, v. 97, p. 547, 2003; BAINBRIDGE, S. Director primacy and shareholder disempowerment. *Harvard Law Review*, v. 119, p. 1735, 2006; BEBCHUK, L. The myth of the shareholder franchise. *Virginia Law Review*, v. 93, p. 675, 2007; BEBCHUK, L.; COHEN, A. The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, v. 78, p. 409, 2005; BEBCHUK, L. The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, v. 118, p. 833, 2005; LIPTON, M.; SAVITT, W. The many myths of Lucian Bebchuk. *Virginia Law Review*, v. 93, p. 733, 2007; STOUT, Lynn. Takeovers in the Ivory Tower: how academics are learning Martin Lipton may be right. *The Business Lawyer*, v. 60, p. 1435, 2005. STOUT, L.

⁷ Cf. MORCK; RANDALL; SHLEIFER; VISHNY. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 293, 1988; MCCONNELL; SERVAES. Additional evidence on equity ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 595, 1990; KOLE, Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance*, v. 1, p. 413, 1995; MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, v. 38, n. 2, p. 163, 1995; HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v. 53, p. 353, 1999.

⁸ Com dados estatísticos sobre a tendência de maior dispersão acionária no Brasil, cf. GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439, 2009; OIOLI, E. *Oferta pública de aquisição de*

titularidade de direitos de sócio que lhe asseguram a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores, tem a prerrogativa de estabelecer os rumos do empreendimento empresarial.

A atribuição do poder empresarial ao acionista controlador justifica-se por diversos fatores. Da perspectiva econômica, essa alocação de poder apoia-se nas seguintes premissas: (i) o proprietário do bem é aquele que lhe atribui maior valor ou lhe confere o uso mais produtivo; (ii) o estímulo ao investimento depende da possibilidade de o investidor controlar e determinar o destino do objeto de seu esforço e de sua criação; (iii) o acionista é titular de uma pretensão residual contra a sociedade, pois somente recebe valor depois de adimplidas as demais obrigações, ou seja, de atendidas as demais pretensões (fixas) detidas contra a empresa (credores, fornecedores e trabalhadores), o que o estimula a dirigi-la no sentido da consecução de sua função social (crescimento com rentabilidade)⁹. No campo jurídico, a atribuição do poder empresarial ao acionista decorre do direito de propriedade, ainda que se trate no caso de uma propriedade dinâmica, e não estática¹⁰; deriva, ainda, do conjunto de direitos conferidos aos acionistas pela lei societária.

A ideia de que o comando empresarial deve ser atribuído ao acionista é arraigada e bem estabelecida, a ponto de causar estranheza a hipótese teórica de que o poder empresarial seja atribuído a credores, fornecedores, ou mesmo aos trabalhadores. Quanto aos dois primeiros, é desnecessária maior explicação, pois se trata de atores externos ao empreendimento levado a efeito pela sociedade. Com relação aos trabalhadores, há, porém, de se destacar a experiência da cogestão, dominante no modelo societário alemão. Trata-se, porém, de experiência bastante particular e, ainda assim, limitada à participação dos trabalhadores na administração, não se cuidando de sua preponderância na direção da empresa¹¹. O comando da empresa por seus próprios trabalhadores é uma experiência verificada em determinados casos, mas baseada no fato de os trabalhadores serem titulares também de participações acionárias. O comando da empresarial a partir exclusivamente de relações advindas do contrato de trabalho, ou de prerrogativas de sindicatos ou de associações de trabalhadores, não é um fenômeno verificado no Brasil ou no direito comparado.

Se o poder empresarial é alocado ao acionista controlador sem maior questionamento, trata-se de estabelecer como esse poder é estruturado e monitorado no curso da vida da companhia. A análise da realidade brasileira é interessante para o estudo desse tema, dado que a Lei das S.A., de forma diversa ao que em geral se vê no direito

comparado, procurou conferir ao acionista controlador um regime jurídico próprio e bem definido.

Uma primeira abordagem no sistema de capital concentrado é a de reconhecer ao acionista controlador preponderância quase absoluta na condução da atividade empresarial, conferindo-se aos demais acionistas o papel de meros investidores passivos, constituindo-se em atores externos à condução da empresa. O monitoramento do acionista controlador se dá, segundo esse sistema, pela definição de um regime especial de deveres e responsabilidades.

Esse é o modelo adotado pelo anteprojeto que se converteu na lei acionária brasileira, como declarado pelos seus autores Lamy Filho e Bulhões Pedreira: "Como procuramos destacar na primeira parte deste artigo, o modelo de S.A. divide a função empresarial em três subpapéis distintos – empresário-empREENDEDOR, administrador de empresa e aplicador de capital de risco; (...) Porque, em verdade, o empresário-empREENDEDOR é a mola fundamental do sistema de livre iniciativa e economia de mercado. Sem iniciador não há iniciativa. Estas considerações explicam porque o Anteprojeto, ao invés de tentar destruir o empresário-empREENDEDOR (e, com ele, a iniciativa privada), adotou, como diretriz, reconhecer sua importância na economia aberta, centrar um grupo de normas em torno de sua figura, assegurar-lhe maior número de opções para organizar a empresa, mas, correlatamente, cobrar-lhe, em termos de responsabilidade empresarial e social, o mau uso que venha a fazer dessa liberdade e do seu poder"¹².

O acionista controlador portanto se, de um lado, tem plena liberdade para liderar a condução da empresa, de outro, observa um regime especial de deveres e responsabilidades para com os demais acionistas e, como expressamente previsto na lei brasileira, para com os trabalhadores e a comunidade. São deveres fiduciários do acionista controlador¹³ que, situado no ápice da estrutura hierárquica da sociedade anônima, deve atuar no sentido de realizar o interesse social e a função social da empresa.

São dois os instrumentos principais para o monitoramento do exercício do poder pelo acionista controlador: (i) a regra de conflito de interesses; e (ii) a definição de abuso de poder de controle. Na lei brasileira, esses instrumentos vêm delineados no art. 115 e nos arts. 116, 117 e 246 da Lei das S.A., respectivamente. Segundo a regra do conflito de interesses (art. 115, Lei das S.A.), sempre que o acionista exerce seu direito de voto de forma conflitante com o interesse da companhia, tal voto e a deliberação assemblear por ele determinada podem ser anulados, suscitando, ainda, a responsabilidade do acionista pelas perdas e danos sofridos pela companhia. De acordo com o instituto do exercício abusivo de poder de controle, o acionista controlador, sempre que descumprir seus deveres fiduciários, pode ser responsabilizado pelas perdas e danos derivados de seus atos (arts. 116, 117 e 246, Lei das S.A.).

¹² LAMY FILHO, A. e BULHÕES PEDREIRA, J. L. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação, cit., p. 195, 204 e 205.

¹³ LAMY FILHO, A. Deveres fiduciários do controlador. In: SALOMÃO FILHO, C. O

Cf. EASTERBROOK, F.; FISCHER, D. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991; JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305, 1976.

Cf. COMPARATO, F. *O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense. Sobre a estrutura de poder na sociedade anônima na Alemanha, cf. HOPT, K. The German two-tier board: experiences, theories, reforms. In: HOPT, Klaus et al. (Org.). *Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research*. CL

Nesse sistema, é imprescindível que a regra de conflito de interesses e de abuso de poder de controle atue a contento no monitoramento do poder exercido pelo acionista controlador. Da eficiência dessas regras depende o resultado de assegurar que o acionista exerça seu poder no sentido do interesse social. Ante uma atuação ineficiente de tais mecanismos de monitoramento, abre-se ao acionista controlador ampla possibilidade para a obtenção de benefícios privados do controle, ou seja, para extrair riqueza da companhia em seu benefício pessoal, em detrimento dos demais acionistas e *stakeholders*¹⁴. A extração de benefícios privados, ainda que decorra do descumprimento dos deveres fiduciários do acionista controlador, sendo, portanto, ilícita, torna-se frequente na medida em que as punições são raras e pouco efetivas. Para isso, mais do que definições legais adequadas, é fundamental a presença de instituições fortes, capazes de assegurar o cumprimento das normas legais. Trata-se, acima de tudo, de assegurar o cumprimento da norma (*enforcement*)¹⁵.

Quando é frágil o regime de monitoramento do exercício do poder pelo acionista controlador, permitindo a este ampla possibilidade de extração de benefícios privados do controle, tem-se um sistema de capital concentrado ineficiente. Se, de outra forma, o regime de monitoramento do controlador o impede de extrair benefícios privados do controle, o sistema de capital concentrado pode mostrar-se eficiente¹⁶. Uma boa medida para avaliar essa realidade é o valor do prêmio de controle. Quanto maior o valor das ações de controle comparativamente às demais ações da companhia, menos eficiente será o modelo societário, sendo clara a indicação de que o acionista controlador tem grande capacidade de obtenção de benefícios privados em detrimento dos demais acionistas e *stakeholders*. Não possuindo o acionista controlador essa capacidade, a tendência é que o prêmio de controle seja reduzido, refletindo apenas os custos mais elevados em que incide o acionista controlador em virtude do poder-dever de comandar a empresa¹⁷.

A ineficiência do sistema baseado na regra de conflito de interesses substancial e de abuso de poder de controle justifica uma segunda abordagem para a disciplina do poder empresarial diante de realidades com concentração do capital. Trata-se da perspectiva organizativa ou estruturalista. Essa orientação afasta-se do modelo baseado na divisão de papéis acionista-empresendedor (acionista controlador) e acionistas-investidores. Os acionistas não controladores, em vez de atores externos, sem influência no concerto da

atividade empresarial, são trazidos para o centro da estrutura de poder. Da mesma forma, interesses externos são interiorizados na estrutura da sociedade anônima¹⁸.

A orientação estruturalista, na experiência brasileira, baseia-se fundamentalmente em dois instrumentos. Primeiro, no reconhecimento de deveres fiduciários do acionista controlador não apenas para com os demais acionistas, mas também para com os *stakeholders*, cujos interesses, sempre que possível, devem ser interiorizados no plano decisório da companhia. Segundo, na redefinição da regra de conflito de interesses, de sorte a proibir o voto do acionista sempre que esteve tiver um interesse formalmente conflitante com o da companhia. A análise do conflito, em vez de *a posteriori*, como no caso do conflito material, ocorre de forma apriorística, impedindo-se o voto daquele que possuir, na operação, um interesse pessoal envolvido¹⁹. Na lei brasileira, o primeiro instrumento encontra claro fundamento no art. 116, ao passo que o segundo baseia-se em interpretação do art. 115, ambos da Lei das S.A. Essa abordagem tem exercido cada vez maior influência, sobretudo, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. São exemplo disso os Pareceres de Orientação CVM 34/2006 e 35/2008, bem como a recente decisão, proferida em 2010, sobre a interpretação do conflito de interesses (art. 115, Lei das S.A.), proferida no caso Tractebel²⁰.

Em suma, no sistema de capital concentrado antagonizam-se duas estratégias para a disciplina do poder empresarial. A primeira, preconizada pelos autores do anteprojeto da Lei das S.A. brasileira, baseia-se na imputação ao acionista controlador do poder supremo de comandar os destinos da companhia, atribuindo-se-lhe em contrapartida um regime especial de deveres e responsabilidades. O monitoramento do acionista controlador se dá, portanto, de forma externa e *a posteriori*. A eficiência desse modelo regulatório depende da existência de mecanismos efetivos de punição na hipótese de o controlador atuar de forma abusiva. A segunda, parte de uma abordagem estruturalista, ou organizativa, da companhia, fundando-se na interiorização de interesses externos e na ampliação das hipóteses de conflito formal de interesses, nas quais se impede o voto do acionista.

III. ALOCAÇÃO DO PODER EMPRESARIAL NO SISTEMA DE CAPITAL PULVERIZADO

No sistema de capital pulverizado, assiste-se ao deslocamento do poder de controle dos acionistas aos administradores. Trata-se do fenômeno da dissociação da propriedade e do poder de comando empresarial, descrito na obra seminal de Berle e Means²¹. O foco do direito societário, portanto, reside na disciplina dos conflitos entre administradores e acionistas.

¹⁴ Cf. GILSON, R.; GORDON, J. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, n. 2, p. 785, 2003.

¹⁵ Cf. LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 1131-1150, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; VISHNY. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, n. 54, p. 471, 1999.

¹⁶ Cf. GILSON, R. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, n. 6, p. 1.642, 2005.

¹⁷ Cf. DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison.

¹⁸ No Brasil, encontra-se em Calixto Salomão Filho a defesa proeminente dessa perspectiva. Do autor, cf. Análise estruturalista do direito societário. In: SALOMÃO FILHO, C. *O novo direito societário*, cit.

¹⁹ Sobre o instituto do conflito de interesses na lei acionária brasileira, cf. FRANÇA, E. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

²⁰ Parecer de Orientação CVM 34/2006, julgado em 9-9-2010.

Segundo a concepção clássica, os administradores devem servir ao interesse dos acionistas, devendo conduzir a empresa no sentido de maximizar a riqueza destes. Para monitorar o poder exercido pelos administradores o principal instrumento é a teoria dos deveres fiduciários²². Ao lado desse conjunto de deveres, o mercado de controle acionário, ou a possibilidade de ofertas hostis de aquisição de controle, exerce um papel de disciplina da atuação dos administradores, da perspectiva *ex ante* e *ex post*²³. Sob o ângulo *ex ante*, a possibilidade de a companhia ser alvo de uma oferta hostil de aquisição de controle estimula os administradores a buscar o melhor desempenho possível, bem como a atender ao interesse dos acionistas. As companhias com baixo desempenho, e, por consequência, com menor valor em bolsa de valores podem tornar-se alvo de ofertas de aquisição. Quanto aos efeitos *ex post*, a possibilidade de companhias com baixo desempenho serem alvo de ofertas de aquisição de controle elimina administrações poucos eficientes, beneficiando os acionistas vendedores e levando a empresa a quem lhe pode atribuir o uso mais produtivo.

Com respeito aos deveres fiduciários, debate-se sobre a possibilidade de imputar aos administradores o dever de atender a outros interesses que não o dos acionistas (*other constituencies*). Segundo determinada corrente, dominante na doutrina norte-americana, os deveres fiduciários dos administradores dizem respeito apenas aos interesses dos acionistas, não devendo ser considerados outros interesses (*shareholder primacy*). Não se trata de reconhecer à companhia o papel de apenas contribuir para a maximização da riqueza dos acionistas (visão contratualista), mas sim de concluir que a melhor forma de determinar que os administradores conduzam a empresa no sentido de sua função social é a de estabelecer que estes devem visar à maximização da riqueza dos acionistas²⁴. O princípio é que, ao conferir-se diferentes deveres aos administradores, por vezes conflitantes, o monitoramento do cumprimento de sua função torna-se de difícil aplicação. Todas as decisões podem ser justificadas segundo um dos interesses conflitantes cuja defesa pelos administradores é admitida. A ideia é que, ao servir a dois mestres (ou mais), o administrador pode não servir a nenhum²⁵.

A despeito dessa visão clássica, na década de 1980, inúmeros estados norte-americanos modificaram sua lei para estabelecer que, no contexto de ofertas hostis de aquisição de controle acionário, admite-se que os administradores tomem em consideração, além do interesse dos acionistas, aqueles dos trabalhadores, credores e consumidores²⁶. Também na academia, sobretudo, a partir do final da década de 1990, são encontrados trabalhos persuasivos que sustentam a prevalência dos administradores na estrutura de

poder da companhia e a possibilidade de tomarem em consideração outros interesses, além daquele dos acionistas.

Nessa linha, a teoria do *team production*, desenvolvida por Blair e Stout merece destaque²⁷. De acordo com essa visão, a companhia corresponde a uma forma de organização da produção coletiva. Cada uma das partes, com o objetivo de obter resultado melhor para todos, concorda em delegar parte de seu poder a um líder hierárquico que, ao tomar as decisões, arbitra os interesses de todos. No ápice da estrutura de poder da companhia, situam-se os administradores que possuiriam a posição de neutralidade e independência necessária para mediar os diversos interesses envolvidos no curso da atividade empresarial, capazes de decidir, em cada caso, no sentido de uma solução geral melhor para todos.

Diante de companhias caracterizadas pela dispersão das ações em um conjunto atomizado de acionistas, a prática norte-americana tem sido, de fato, caracterizada pela prevalência dos administradores. O direito societário norte-americano atribui aos administradores a tomada de uma série de decisões a respeito da vida da companhia, deixando os acionistas em segundo plano. Mesmo na hipótese de ofertas de aquisição de controle, uma ferramenta havida por parte da doutrina como instrumento de disciplina e de monitoramento dos administradores, estes possuem um poder muito relevante, em vista da combinação dos elementos *poison pill* (mecanismos de defesa contra ofertas hostis em geral) e *staggered boards* (regra de substituição escalonada dos membros do conselho de administração)²⁸. Os *staggered boards*, que podem ser criados pelo estatuto das companhias, representam, em realidade, o elemento central do poder dos administradores das companhias norte-americanas, na medida em que impedem que os acionistas substituam, no curto prazo, a maioria dos administradores, de modo a implantar a modificação de uma determinada política empresarial²⁹.

O excesso de poder detido pelos administradores, em vista de escândalos como os da *Enron*, *WorldCom* e de diversas companhias no curso da crise financeira iniciada em 2008, tem sido alvo de severas críticas por parte da doutrina. Essas críticas são no sentido de atribuir maior poder aos acionistas, por exemplo, mediante a eliminação dos *staggered boards*, assegurando-se a estes a possibilidade de substituição imediata do conjunto de administradores³⁰. Essa orientação ganha força, na medida em que o padrão de dispersão acionária e acionistas atomizados tem se modificado com a presença cada vez mais relevante de investidores institucionais, especialmente fundos de pensão, *hedge*

²² Cf. EASTERBROOK, F.; FISCHER, D. *The economic structure of corporate law*, cit.

²³ Cf. MANNE, H. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, v. 73, p. 110, 1965; GILSON, R. e KRAAKMAN, R. Takeovers in the boardroom: Burke versus Schumpeter. *Business Lawyer*, v. 60, p. 1419, 2005.

²⁴ Cf. HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. The end of history for corporate law, cit.

²⁵ Cf. EASTERBROOK, F.; FISCHER, D. *The economic structure of corporate law*, cit.

²⁶ Cf. CARTMAN, C. *Staggered boards*. Washington, DC: Investor Relations Research

²⁷ BLAIR, M.; STOUT, L. A team production theory of corporate law, cit.

²⁸ Cf. BEBCHUK, L.; COATES, J.; SUBRAMANIAN, G. The powerful antitakeover force of staggered boards: theory, evidence, and policy. *Stanford Law Review*, v. 54, p. 887, 2002; The powerful antitakeover force of staggered boards: further findings and a reply to symposium participants. *Stanford Law Review*, v. 55, p. 884, 2002.

²⁹ BEBCHUK, L. The costs of entrenched boards, cit.

³⁰ Talvez o mais proeminente defensor do fortalecimento do poder dos acionistas no direito societário norte-americano seja Lucian Bebchuk. Entre outros, cf. The myth of shareholder

funds e fundos de *private equity* também nos Estados Unidos³¹. A participação cada vez mais importante dessa espécie de investidor, capaz de adotar postura ativa em relação ao comando da companhia, tem fortalecido a defesa do aumento dos direitos dos acionistas em face daqueles exercidos pelos administradores. Um dos fatores mais relevantes da defesa dessa abordagem é o fato de que os administradores não possuem a posição de neutralidade e independência indicada pela teoria do *team production*, mas, pelo contrário, têm seus interesses pessoais bem determinados (aumento de remuneração, manutenção de seus cargos, aumento do tamanho da empresa).

Assim, na medida em que possam defender outros interesses que não o dos acionistas e que estes não tenham possibilidade efetiva de influenciar a gestão da companhia, ficam os administradores livres para atuar no sentido da consecução de seus interesses pessoais. A teoria dos deveres fiduciários, nesse caso, teria eficiência limitada no monitoramento dos administradores, dada a orientação jurisprudencial dominante de que não cabe ao Judiciário analisar os aspectos de conveniência e oportunidade das decisões empresariais (*business judgement rule*).

A experiência britânica, país também caracterizado pela estrutura dispersa da propriedade do capital, tem sido referida como exemplo na defesa do reforço do poder dos acionistas na realidade norte-americana³². No Reino Unido, a despeito de haver dispersão acionária, a presença de acionistas institucionais sempre foi muito importante, ao contrário do padrão de acionistas atomizados verificado nos Estados Unidos³³. Por isso, o direito societário britânico sempre imputou aos acionistas uma parcela importante do poder empresarial. É exemplo disso o regramento da aquisição de controle acionário no Reino Unido. Segundo o *Takeover Panel*, os administradores ficam impedidos de adotar medidas defensivas contra ofertas de aquisição de controle, salvo se para tanto forem previamente autorizados pelos acionistas (*no frustration rule*). Além disso, no Reino Unido, é assegurada aos acionistas ampla possibilidade para remoção dos administradores.

A presença cada vez mais importante, inclusive, nos Estados Unidos, de blocos minoritários de acionistas capazes de exercer influência relevante sobre a gestão da companhia tem sido apontada como um fator altamente benéfico para a condução da empresa. Os blocos minoritários de acionistas constituiriam um freio para o poder exagerado exercido pelos administradores, constituindo-se num elemento fundamental para assegurar que estes atuem no interesse da companhia, e não em seu interesse pessoal.

Há inúmeros trabalhos que sustentam o valor, para o bom governo das companhias, da presença de blocos minoritários de acionistas com influência relevante. A

matriz desse pensamento é que os acionistas atomizados, com diminuta participação no capital, têm pouco interesse em investir ativamente na tentativa de influenciar e monitorar a administração da companhia. Para exercer esse papel arcariam com todos os custos e receberiam uma pequena fração dos respectivos benefícios. Além disso, sua possibilidade efetiva de influenciar a administração é reduzida. O mesmo não ocorre, porém, em relação a blocos de acionistas com participação de capital relevante. Estes, diante da dispersão acionária, podem exercer uma influência efetiva. Ademais, têm mais a ganhar com os investimentos realizados para monitoramento dos administradores e acompanhamento da administração. A presença de blocos de acionistas com postura ativista seria importante, portanto, para reduzir os custos de agência e a ineficiência dos administradores³⁴.

Essa conclusão encontra apoio na pesquisa empírica. O mercado em geral adota a visão de que a presença de blocos de acionistas é benéfica para a companhia³⁵. Isso é corroborado por trabalhos que indicam a existência de relação entre a informação de que determinado acionista adquiriu ações representativas de determinado percentual mínimo de ações de companhia (item 13D do *Securities Exchange Act*) e o aumento do retorno médio obtido pelos acionistas³⁶. Outros estudos indicam que a presença de blocos de acionistas impede ou inibe a adoção de práticas pelos administradores no sentido da defesa de seu interesse pessoal³⁷. A título ilustrativo, a presença de representante eleito pelos blocos de acionistas em comitês de remuneração ou na diretoria contribui para que haja maior correlação entre a política de remuneração dos administradores e o desempenho da companhia, estando associada, ainda, a um maior vínculo entre os fatores substituição de CEO (*chief executive officer*) e baixo desempenho³⁸. Finalmente, a presença de blocos de acionistas torna mais provável que se obtenha sucesso em disputas em eleições entre os acionistas voltadas à substituição dos administradores (*proxy fights*)³⁹.

Essas observações demonstram que, no sistema de capital pulverizado, o monitoramento do poder dos administradores constitui-se no elemento central do regramento

³⁴ Em trabalho recente, que se refere a extensa pesquisa empírica, cf. BEBCHUK, L.; JACKSON JR., R. The law and economics of blockholders disclosure. 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1884226>>. Acesso: out. de 2011.

³⁵ SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, v. 94, p. 461, 1986; HOLDERNESS, C.; SHEEHAN, D. Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors. *Journal of Financial Economics*, v. 14, p. 555, 1985.

³⁶ BRAV, A.; JIANG, W.; PARTNOY, F.; THOMAS, R. Hedge funds activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, v. 63, p. 1729, 2008; KLEIN, A.; ZUR, E. Entrepreneurial shareholder activism: hedge funds and other private investors. *The Journal of Finance*, v. 64, p. 187, 2009.

³⁷ Cf. BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. Are CEO's rewarded for luck? The ones without principals are. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 116, p. 901, 2001.

³⁸ AGRAWAL, A.; NASSER, T. Blockholders on boards and CEO compensation, turnover and firm valuation. 2011. Disponível em: <<http://bama.ua.edu/~aagrawal/IDB-CEO.pdf>>. Acesso: out. de 2011.

Cf. DAVIES, P. et al. Beyond the anatomy. In: KRAAKMAN, R. et al. (org.). *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 305.

Cf. BEBCHUK, L. The myth of shareholder franchise, cit., p. 725; BECHT, M. et al. Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund. *The Review of Financial Studies*, v. 23, p. 3093, 2010.

Cf. ARMOUR, J.; SKEEL, D. Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation. *The Georgetown Journal of Law and Public Policy*, v. 25, p. 1, 2006.

do poder nas companhias. A teoria dos deveres fiduciários e a atuação do mercado de controle acionário, segundo determinada corrente acadêmica norte-americana, têm sido insuficientes para assegurar que os administradores atuem não no seu interesse pessoal, mas no dos acionistas e demais *stakeholders*. Para tanto, seria indispensável reforçar o poder dos acionistas, estimulando-se a formação de blocos minoritários com influência relevante sobre a administração, bem como necessária a remoção das regras que dificultam a substituição dos administradores mediante o voto dos acionistas (v.g., *staggered boards*). O exemplo do Reino Unido, que tradicionalmente confere maior poder aos acionistas comparativamente aos administradores, tem nesse sentido sido citado como exemplo a ser seguido.

IV. CONCLUSÃO: SISTEMA DE FREIOS E CONTRAPESOS E REALIDADE BRASILEIRA

As considerações anteriores corroboram a conclusão de que tanto no sistema de capital concentrado quanto no de capital pulverizado o poder empresarial, exercido seja pelo acionista controlador, seja pelos administradores, há de ser monitorado e limitado, de modo a assegurar que atue no sentido do interesse social.

No sistema de capital concentrado o poder é exercido pelo acionista controlador, ao passo que no de capital pulverizado é exercido, em geral, pelos administradores. Em ambas as hipóteses, ante a falta de regramento adequado, que estabeleça um regime de freios e contrapesos⁴⁰, verifica-se a tendência de exercício abusivo do poder, assim entendidas as hipóteses em que seus titulares se desviam do interesse do conjunto de acionistas e demais *stakeholders* para buscar a satisfação de seu interesse pessoal.

Assim, ao contrário do que, sem maior reflexão, poder-se-ia concluir, a pulverização do capital e a independência dos administradores não significam necessariamente equilíbrio no exercício do poder empresarial ou a garantia de que a companhia será administrada no sentido de seu interesse social. Tanto quanto o acionista controlador, os administradores de companhias com capital pulverizado podem atuar de forma egoística, desviando-se do interesse dos acionistas e demais *stakeholders*.

Como se viu, as companhias com intensa pulverização do capital, caracterizadas por acionistas atomizados, também podem levar à concentração de poder nos administradores e consequentemente a abusos. É o que se vê ocorrer na experiência norte-americana, sobretudo, diante de institutos como os *staggered boards* e as *poison pills*, que reforçam o poder dos administradores em detrimento dos acionistas.

Diante desse quadro, as companhias com estrutura de capital caracterizada pela dispersão acionária acompanhada da presença de blocos minoritários de acionistas com capacidade de influenciar ativamente a gestão exsurge como um modelo altamente positivo. Nessas companhias, o poder empresarial desloca-se para os administradores, mas estes sofrem constante monitoramento e fiscalização por blocos de acionistas com participação relevante e, portanto, capacidade de exercer influência sobre a gestão. Essa

combinação de administração independente e autônoma com a presença de acionistas capazes de adotar uma postura ativa resulta em um sistema de freios e contrapesos saudável para o regramento do poder empresarial.

É interessante notar que, com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, sobretudo, a partir de 2004, tem havido gradual modificação do padrão de elevada concentração do capital das companhias brasileiras, especificamente daquelas listadas no Novo Mercado. No Novo Mercado tem aumentado o número de companhias destituídas de acionista controlador majoritário, mas caracterizadas pela presença de blocos minoritários de acionistas. Essa estrutura da propriedade do capital está em linha com o sistema de freios e contrapesos antes preconizado.

Para tanto, é imprescindível, porém, eliminar mecanismos de reforço do poder de controle, que permitam aos blocos de acionistas exercer o poder de controle, ainda que a partir de participações minoritárias do capital. A disciplina do acordo de acionistas, das participações piramidais e da aquisição de controle acionário é fundamental para evitar que isso ocorra, impedindo o entrenchamento de posições de controle minoritário ineficientes na realidade empresarial brasileira.

O estímulo à dispersão acionária, à independência e reforço da posição dos administradores e o impedimento da cristalização de posições de controle acionário minoritário são o caminho a ser seguido no sentido de um modelo equilibrado e cooperativo para o exercício do poder empresarial.

A resposta, portanto, à questão sobre quem deve comandar a companhia não pode ser dada de forma unívoca ou singela. Acionistas e administradores podem ser bons líderes da atividade empresarial, levando a companhia ao cumprimento de sua função social. É preciso, porém, que o direito societário estabeleça um regramento equilibrado, que assegure a presença de um sistema de freios e contrapesos para o exercício desse poder.

⁴⁰ O princípio da separação de poderes, de forma análoga ao que se vê no direito público, deve ser observado na sociedade anônima, de modo a estruturar os interesses envolvidos no de-