

TEMAS DE DIREITO SOCIETÁRIO E EMPRESARIAL CONTEMPORÂNEOS

Liber Amicorum

Prof. Dr. ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

Coordenação de

MARCELO VIEIRA VON ADAMEK

Aleides Tomasetti Jr. • Alfredo de Assis Gonçalves Neto
Aline de Menezes Santos Aragão • Amir Achcar Bocyayva Cunha
Antônio Carlos Malheiros • Arnaldo Malheiros Filho
Arthur Bardawil Pentado • Caetano Lagrasta Neto • Carlos Klein Zanini
Daniella Neves Keali Fragoso • Edmarco Secchi Munhoz
Erick Corvo • Erik Frederico Otoli • Evandro Fernandes de Pontes
Evy Cynthia Marques • Fábio Nisdelo • Flávio Luiz Yarshell
Francisco Antunes Marcel Missenich • Francisco Saffro
Gilberto Morrelli Andrade • Gustavo Akkerman • Herbert Wiedemann
João Pedro Barros do Nascimento • José Alexandre Tavares Cuervo
José Carlos Moreira Alves • José Ignacio Botelho de Mesquita
José Marcelo Martins Proença • José Virgílio Lopes Enel
Julian Fonseca Peña Chediak • Luiz Antônio de Sampaio Campos
Luiz Gastão Paes de Barros Leães • Manoel de Queiroz Pereira Calças
Manoel Justino Bezerra Filho • Marcelo Fernandez Trindade
Marcelo Roberto Ferro • Marcelo Vieira von Adamek
Marco La Rosa de Almeida • Maria Eugênia Finkelshtin
Marta Isabel de Almeida Alvarenga • Maria Isabel do Prado Bocater
Mauro Bardawil Pentado • Modesto Carvalhosa • Nelson Eizirik
Newton De Lucca • Otto Carlos Vieira Rither von Adamek
Patrícia Barbi Costa • Paula A. Forgioli • Paulo Cezar Aragão
Paulo Fernando Campos Salles de Toledo • Paulo Salvador Frontini
Pedro Testa • Roberto Delmanto • Sérgio L. Eskenazi Pernidji
Sheila Christina Neder Cerezetti • Valdo Cestari de Rizzo • Walter Ceneviva

 **MALHEIROS
EDITORES**

O DESAPARECIMENTO DO CONTROLADOR NAS COMPANHIAS COM AÇÕES DISPERSAS

MODESTO CARVALHOSA

1. O Instituto do controle e a dispersão acionária. 2. Definição de controle nas decisões da CVM. 3. O controle se estabelece com a propriedade da maioria absoluta do capital votante. 4. Ainda a posição da CVM. 5. As companhias com capital disperso não têm controlador. 6. Não existe controle minoritário. 7. Não existe controle gerencial. 8. Nas companhias com capital disperso o comando é dos administradores.

1. O Instituto do controle e a dispersão acionária

A Lei 6.404/1976 fundamenta-se no instituto do controlador no que respecta a estrutura do poder e às relações entre acionistas e a companhia.

A instituição do controle, no entanto, sofre, a partir de 2006, uma grave crise em face do surgimento, sobretudo no Novo Mercado da BM&F-Bovespa, de inúmeras companhias que apresentam dispersão da propriedade acionária. Nelas desaparece a figura jurídica do controlador.¹

Assim, das 92 companhias listadas no Novo Mercado da BM&F-Bovespa, 47 têm controlador, ao passo que 42 – ou seja, quase a metade delas –, não mais o possuem.

Esse novo contexto demanda uma reafirmação do instituto de controlador, tal como estabelecido no art. 116 da Lei das S/A. E nas companhias sem controlador cabe apontar o órgão societário que, substitutivamente, passa a exercer o comando social.

O art. 116 da Lei das S/A define o *controlador* como aquele que é "titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléa geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia" (grifos nossos).

A expressão "de modo permanente", contida nesse dispositivo, quer significar que existe um acionista ou um grupo deles que, possuindo 50% mais uma das ações votantes, não podem ser destituídos do seu direito de eleger a maioria dos administradores por parte de qualquer outro grupo de acionistas – o que reverse a administração por eles eleita do atributo de *estabilidade*, na medida em que a maioria dos seus membros somente pode ser destituída pelos próprios controladores.

E essa maioria absoluta do capital votante outorga, ainda, aos controladores o direito de sempre deliberarem majoritariamente em matérias próprias das assembleias gerais.

É, portanto, esse atributo da *permanência*, próprio do controlador, que reverse a administração de *estabilidade*.

As ações de controle, com efeito, têm qualidade diversa daquelas dos minoritários votantes e não votantes (preferencialistas), que outorgam aquelas direitos e deveres absolutamente próprios. Mais. Reversem-se as ações de controle de um ganho de valor em face das ações minoritárias. Nesse sentido, prevê a Lei Societária a obrigação dos adquirentes dessas mesmas ações de controle de ofertar aos minoritários votantes a aquisição de suas ações, por valor correspondente a 80% do respectivo valor da transação efetuada (art. 254-A da Lei 6.404/1976). A Lei das S/A, assim, reconhece (art. 254-A)² que o poder de controle tem um valor intangível, que não é atribuído às ações minoritárias.

As ações de controle das companhias abertas, ademais, não compõem as ações circulantes (*free floating*), conforme as regras da BM&F-Bovespa.

2. Definição de controle nas decisões da CVM

O colegiado da CVM tem reiteradamente apontado o atributo da *permanência* como o caracterizador do controle societário.

Nesse sentido o voto do relator diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos: "Enfatiza-se que, nos termos da lei, para que se caracterize o acionista controlador é necessário que o acionista reúna essas condições acima apontadas, cumulativamente, notadamente: (i) que seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléa geral; (ii) detenha o poder de eleger a maioria dos administradores".³

1. Érica Cristina Gorga, *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, Northwestern Journal of International Law and Business, 2008 (disponível para consulta em Social Science Research Network, <http://ssrn.com/abstract=1121037>).

2. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas - Lei 6.404, de 15.12.1976*, 3ª ed., 4ª vol., t. II, São Paulo, Saraiva, 2009 (v. comentários ao art. 254-A).

3. Processo Administrativo Sancionador CVM/RI-2001/9.686, rel. diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, j. 12.8.2004.

O atributo de autonomia, próprio do controle, também é ressaltado pela CVM, no sentido de que o exercício do controle somente se configura quando independe de qualquer outro grupo acionário para decidir sobre a política da companhia, sobre suas atividades e a capacidade de eleger a maioria dos membros da administração.

Nesse sentido o voto do relator Pedro Marclio, em julgamento de 11.4.2006: "Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão, ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissivo nas votações e orientações da companhia, aleatório acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáceis das assembleias, não preenchendo o requisito da alínea 'a' do art. 116, embora preencha o da alínea 'b'. Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 155)".⁴

3. O controle se estabelece com a propriedade da maioria absoluta do capital votante

Conforme muito bem acentua a CVM em suas decisões, o direito expresso contido no art. 116 da Lei Societária funda o controle no requisito da *permanência*, que decorre da propriedade de 50% mais uma das ações votantes.

A expressão "de modo permanente" quer significar, assim, que existe um acionista ou um grupo deles que não poderá ser destituído do poder-dever do controle por parte de qualquer outro grupo de acionistas e que, assim, efetivamente o exerce.

Essa qualidade de *permanência*, como referido, outorga ao controlador o direito de eleger a maioria dos administradores e de sempre deliberar majoritariamente em matérias próprias das assembleias gerais. Ademais, reveste a administração da companhia do caráter de *estabilidade*, como referido, na medida em que a maioria dos seus membros somente poderá ser

4. Processo CVM/RJ-2005/4/069, Reg. 4.788/2005, rel. diretor Pedro Marclio, j. 11.4.2006.

destituída pelo controlador. Apenas o atributo de *permanência*, próprio do controlador, reveste a administração do atributo da *estabilidade*.

4. Ainda a posição da CVM

A respeito da distinção entre controlador e os grupos de minoritários com ações aleatoriamente prevalentes em companhias com capital disperso novamente se manifestou a CVM: "(...) A lei exige permanência ('de modo permanente'), ou seja, estabilidade, continuidade no tempo do uso do poder deliberativo para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Por conseguinte, a prevalência meramente aleatória em alguma deliberação social não configura controle. No mesmo sentido: 'O art. 116 da Lei 6.404/1976, ao caracterizar a figura do acionista controlador, remete não apenas à capacidade de influenciar de forma determinante a tomada de decisões na companhia, mas também a uma ciência temporal no exercício de tal capacidade. Não é por outro motivo que a alínea 'a' do citado artigo fala em direitos de sócios que asseguram, 'de modo permanente', a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia'".⁵

5. As companhias com capital disperso não têm controlador

As ações que formam aleatoriamente os blocos minoritários nas companhias com capital disperso pertencem ao *floating* da Bolsa. Daí a falta completa de estabilidade na condução da companhia, sujeita, a todo o tempo, à tentativa de tomada do comando por outros blocos minoritários.

Assim, os blocos de ações minoritárias caracterizam-se pela *impermanência*, do que resulta sua incapacidade de comandar a sociedade. E essa *impermanência* acarreta, necessariamente, uma *instabilidade* no exercício da administração, levando a uma interdependência precária entre os administradores que, efetivamente, nas companhias com capital disperso as comandam e determinados grupos de acionistas minoritários. Isso porque a qualquer momento as investidas de outros blocos minoritários podem acarretar a mudança do governo da companhia, exercida pelos seus atuais administradores.

6. Não existe controle minoritário

O poder de controle das companhias somente se configura como referido se for ele *permanente*, ou seja, sem qualquer dependência de outros

5. Processo CVM/RJ-2009/0471, Reg. 6.357/2009, rel. diretor Otávio Yasbek, j. 3.3.2009.

acionistas para que seja exercido. O poder de controle, portanto, é *autônomo*. Dá a razão por que se estabelece o poder-dever de controle somente quando um ou mais acionistas orientam, ou, então, congregam, via acordo de controle, a maioria absoluta do capital votante da companhia (art. 118).

Não há, pois, em nosso regime legal a figura do *controle minoritário*, que vez por outra é referido nos ambientes legais do mercado de capitais. Nem cabe invocar, para tanto, a classificação de controle trazida por Berle e Means, por se referir ao contexto legal norte-americano, cuja sistemática é totalmente diversa do direito expresso contido no art. 116, ora comentado.⁶

7. Não existe controle gerencial

Ouve-se também no âmbito do mercado de capitais a expressão legal "controle gerencial", a significar que as companhias com ações dispersas continuam a ter controlador, que, no entanto, passa para a esfera dos administradores. Trata-se de indevido e cabresto uso da figura institucional do controlador, que, como se viu, somente se configura no âmbito dos *acionistas* e quando estes logram possuir, isolada ou em conjunto, a maioria absoluta do capital social votante, o que lhes dá permanentemente autonomia para estabelecer a política e eleger a maioria dos administradores, independentemente dos demais acionistas minoritários votantes.⁷

6. A propósito, a BM&F-Bovespa, no *Regulamento do Novo Mercado*, arrogou-se a competência constitucional de legislar, promulgando "norma" que determina que será controlador o acionista que lograr eleger por três assembleias consecutivas os administradores da companhia. A "norma" promulgada por aquela companhia privada que autorregulamenta as empresas do Novo Mercado está vazada nos seguintes termos: "Poder de controle" significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum ("grupo de controle") que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante". Essa "norma" é inexistente no mundo jurídico, na medida em que afronta direto expresso contido no art. 116 da Lei Societária. Não pode, com efeito, a autorregulação da BM&F-Bovespa contrariar dispositivo de lei. Na tentativa de fazê-lo, a BM&F-Bovespa "suprimiu" o termo "permanente" contido no art. 116 para, assim, "egressar", a fim de, dentre outros efeitos, introduzir a *look back provision* no processo de *floating* das ações das companhias do Novo Mercado com capital disperso. Além de inexistente, a "norma" promulgada pela BM&F-Bovespa é absurda. Assim, se o "controlador" surge apenas na terceira assembleia, quem será o "controlador" no período anterior?

7. A propósito, a palavra "gerencial", vulgarmente usada no caso, não existe mais no mundo jurídico, na medida em que o Código Civil, no Secção III do Capítulo IV do Subtítulo II do Livro II da Parte Especial (arts. 1.060 e ss.), instituiu, substitutivamente à figura do gerente, a do administrador da sociedade limitada, estendendo essa função

8. Nas companhias com capital disperso o comando é dos administradores

Isto posto, nas companhias sem controlador os administradores que diretamente comandarão a companhia são eleitos ou pelos votos de um grupo minoritário de acionistas que consegue aleatoriamente aglutinar, em determinado momento, a *maioria simples* capaz de se impor nas assembleias aos demais grupos, também minoritários, ou através do acionamento da *proxy machinery* (art. 126 da Lei das S/A e Instrução CVM-481/2009).

Em ambas as hipóteses a condução da sociedade passa diretamente para seus órgãos administrativos, quais sejam, o conselho de administração (*incumbent board*) e os diretores estatutários (*incumbent management*). O governo societário será nessas companhias com capital disperso sempre dos administradores, independentemente de o percentual de dispersão do capital ser maior ou menor. Se a dispersão não for ainda tão significativa, como é o caso brasileiro, cabe a algum grupo de acionistas minoritários, circunstancialmente, eleger o *incumbent board* que irá governar a sociedade. Quando a dispersão vier a ser mais acentuada entre nós, caberá aos próprios administradores que comandam a companhia acionar a *proxy machinery*, diminuindo, assim, o papel de grupos minoritários aleatórios na sua eleição ou recondução a cada assembleia geral (art. 126 da Lei das S/A e Instrução CVM-481/2009).

Contudo, deve-se ressaltar que, quando os administradores logram obter número de votos suficiente para sua eleição nas companhias com capital disperso, o estado de *impermanência* e de *instabilidade* se instala, na medida em que tal *quorum* é aleatório. Os grupos de ações minoritárias que os elegeram não estão entre si vinculados por acordo de controle que logre somar mais de 50% das ações votantes, para, assim, assegurar a *estabilidade* desse comando da atual administração.