

sofisticadas, mas proporcionalmente mais complexas. Compreender estas estruturas, e suas funções, é de grande importância não só para aqueles que têm como ofício o desenvolvimento de planejamentos jurídicos, mas também para aqueles que atuam com o contencioso societário. Afinal, a complexidade das estruturas desenvolvidas gera divergências que, com certa frequência, são objeto de processos judiciais ou arbitrais.

A propósito, a especialidade e sofisticação do direito societário, a dinamicidade das relações empresariais (que exigem soluções céleres para eventuais impasses) e a necessidade de sigilo quanto a temas referentes a relações e operações societárias são alguns dos motivos pelos quais a escolha da arbitragem como mecanismo de solução de conflitos societários intensifica-se hodiernamente.

É nesse contexto que se insere a presente obra coletiva, escrita por experientes praticantes e renomados professores do direito societário. Esta coletânea de artigos aborda temas relativos à prática societária, conferindo subsídios para o exercício da argumentação jurídica em conflitos societários, e revelando algumas das principais técnicas utilizadas para o desenvolvimento de estruturas empresariais.

Em cada um dos artigos os autores trazem não apenas contribuições teóricas e dogmáticas, mas também uma abordagem pragmática, decorrente de suas vivências e experiências no direito societário. E, para tanto, demonstram a necessária convivência entre a análise estrutural e funcional dos institutos e técnicas do direito das sociedades.

Aos autores, registro os meus agradecimentos, parabenizando-os pela qualidade e seriedade de seus textos, que certamente contribuirão para o exercício da advocacia societária.

E agradeço, também, ao editorial da renomada editora Saraiva, pela seriedade e competência com que conduziram todo o processo de análise e edição desta obra coletiva.

Sérgio Botrel
Coordenador

PROXY FIGHTS A EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA E AS REGRAS DA INSTRUÇÃO CVM N. 481/2009

MODESTO CARVALHOSA
Advogado atuante em São Paulo e no Rio de Janeiro.

1 INTRODUÇÃO

As combinações fraudulentas que decorrem da outorga de procuração a administradores nas companhias com capital disperso são incontáveis na crônica da sociedade anônima moderna.

A propósito, o depoimento de Loss, com base na conturbada experiência norte-americana:

A diversificação do colégio acionário, com a concomitante dissociação entre a propriedade e a administração, coloca a assembleia geral à mercê do instituto da representação. Isso torna o mandato uma força impressionante, tanto no sentido do bem como do mal de nosso sistema econômico. Se não for disciplinado adequadamente, esse sistema é um convite aberto à autopetuação e à irresponsabilidade dos administradores. Devidamente circunscrito, pode, por outro lado, tornar-se o instrumento de salvação do próprio regime societário¹.

Nessas companhias com acentuada dispersão acionária, os administradores se perpetuam no seu comando. Trata-se do mais grave fenômeno decorrente da dissociação entre propriedade e voto e consequente dissociação entre propriedade (das ações) e poder societário, conhecido na prática norte-americana como *management control*.

¹ *Securities regulations*, Boston, Little, Brown and Co., 1961, p. 15 e s.

No Brasil, o poder dos administradores de dirigir autonomamente as atividades sociais pode se originar de três fatores: (a) primeiramente, da não formação de blocos minoritários aleatórios que logram elegê-los; (b) da inexistência de *poison pills* que assegurem o prevailecimento aleatório de um acionista ou bloco de acionistas minoritários e, assim, inibam a formação de outros blocos antagônicos na eleição dos administradores que comandarão a companhia; e (c) da utilização de pedidos públicos de procuração para a eleição da maioria dos administradores e membros do Conselho Fiscal.

2 PROXY FIGHTS

Sob o enfoque da experiência norte-americana, Loss ressalta que na medida em que os administradores estão ligados a um grupo minoritário, a estabilidade do comando da *corporation* estará relativamente assegurada. Porém, quando o grupo minoritário e os administradores entram em desacordo, uma importante batalha se produzirá. Nesta, os administradores detêm uma poderosa e estratégica posição.

Na renhida luta por procurações, os administradores podem sonegar o uso da máquina de procurações (*proxy machinery*) àquele grupo minoritário, o qual, em consequência, enfrentará enormes obstáculos. O esforço desses minoritários para cercar os acionistas com argumentos suficientemente convincentes, enviando-lhes as respectivas procurações, é imenso, quando são milhares de acionistas.

Ademais, há uma natural tendência dos acionistas de não serem inco-modados, razão pela qual são propensos a votar a favor da administração existente.

Há, também, sempre dois lados dos argumentos apresentados pelos contadores e, frequentemente, o lado da administração é mais convincente. Quando o colégio acionário é suficientemente difuso, a posição dos administradores torna-se quase inexpugnável. Os administradores não necessitam possuir ações. A estratégica vantagem de sua posição é suficiente. A presunção de bom desempenho está a seu favor e, mais concretamente, a máquina de procurações (*proxy machinery*) encontra-se à sua disposição.

Os administradores escolhem o Comitê de Procurações (*proxy committee*) e, ao fazer as indicações entre seus próprios membros, asseguram a

continuidade do seu comando. O poder desse mecanismo é grande demais para que eventualmente possam os acionistas destruí-lo.

Em cenários de grande dispersão acionária, portanto, desaparece a figura do controlador, ou seja, aquele acionista majoritário que, de modo permanente, tem o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia (art. 116, *4*, da LSA), surgindo disputas de procurações (*proxy fights*) entre administradores e minoritários.

A propósito, Marcelo Lamy Rego afirma:

As regras do *proxy contest*, ou as disputas com pedidos de procuração antagônicos que competem pelo voto do acionista absenteísta, também precisam ser incluídas nas discussões, com a criação de mecanismos para coibir o uso da "máquina" da companhia pelos *insiders* (administradores e acionistas ligados aos mesmos), de forma a equilibrar a disputa. Mas essa me parece ainda uma discussão secundária no momento que vivemos. É importante primeiro termos uma regra básica que seja abrangente e descritiva. As disputas pelos votos do minoritário ausente acontecem de maneira natural quando o mercado entender e digerir as regras básicas. Essa será uma das muitas evoluções da questão no nosso direito².

3 INSTRUÇÃO CVM N. 481, DE 2009: PEDIDO PÚBLICO DE PROCURAÇÃO

Diante da nova realidade no mercado de valores mobiliários brasileiro, a CVM editou a Instrução Normativa n. 481, de 2009, a qual se funda na experiência do direito norte-americano, consubstanciada nas *Proxy Regulations*, do Securities Exchange Act de 1934, com algumas adaptações e adaptações ao nosso direito civil e societário e aos novos instrumentos de informação e de comunicação trazidos pela rede mundial de computadores.

² Pedido de procuração para votar, in *Direito societário: desafios atuais*, coord. Rodrigo Castro e Leandro Aragão, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 341.

3.1 Regras gerais

De acordo com a Instrução Normativa CVM n. 481/2009, são pedidos públicos de procuração: (a) os que empreguem meios públicos de comunicação (televisão, rádio, revistas, jornais e páginas na rede mundial de computadores); (b) os dirigidos a mais de cinco acionistas, quando promovidos, direta ou indiretamente, pela administração ou por acionista controlador; e (c) os dirigidos a mais de dez acionistas, quando promovidos por qualquer outra pessoa (art. 22).

Os pedidos públicos de procuração podem se referir a qualquer deliberação a ser tomada em assembleia geral e ser efetuados tanto por **administradores** quanto pelos **controladores** e **acionistas minoritários** da companhia, como também por **qualquer outra pessoa**³.

Para tanto, os pedidos públicos de procuração devem: (a) indicar um procurador para votar a favor, um procurador para se abster e outro procurador para votar contra cada uma das propostas objeto do pedido; (b) indicar expressamente como o procurador deve votar em relação a cada uma das propostas ou, se for o caso, se ele deverá se abster em relação a tais propostas; e (c) restringir-se a uma única assembleia (art. 24).

Os pedidos devem, ainda, ser dirigidos a todos os acionistas com direito de voto na assembleia geral (art. 25, *caput*).

Os pedidos serão atendidos apenas: (a) se forem enviados por correspondência a todos os acionistas com direito de voto cujos endereços constem da companhia; (b) se forem efetuados através de sistema eletrônico na rede mundial de computadores disponibilizado pela companhia a todos os acionistas com direito de voto; ou (c) se forem publicados em jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, em se tratando de pedido promovido por acionista minoritário (art. 25, parágrafo único).

Os pedidos públicos de procuração promovidos pela administração podem ser custeados pela companhia (art. 29).

3 "Art. 126. (...) § 1º O acionista pode ser representado na assembleia geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja **acionista**, **administrador da companhia** ou **advogado**; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser **insti-tuição financeira**, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos" (destacamos).

A companhia que aceitar procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores deve permitir que acionistas titulares de 0,5% ou mais do capital social incluam pedidos de procuração no sistema (art. 31).

Essa obrigação deve ser atendida pela companhia dentro de dois dias úteis contados da data do recebimento do pedido público de procuração formulado pelos acionistas (art. 31, § 1º).

O sistema de procurações eletrônicas da companhia deve dar igual destaque aos pedidos de procuração promovidos pela administração, pelo acionista controlador e pelos acionistas não controladores (art. 31, § 2º).

A companhia que não aceitar procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores deve ressarcir as despesas incorridas com a realização de pedidos públicos de procuração de acionistas titulares de 0,5% ou mais do capital social (art. 32).

São reembolsáveis: (a) as despesas com a publicação de até três anúncios no mesmo jornal em que a companhia publica suas demonstrações financeiras; e (b) as despesas com impressão e envio dos pedidos de procuração aos acionistas da companhia (art. 32, § 1º).

O ressarcimento será integral caso: (a) a proposta apoiada pelo acionista seja aprovada; ou (b) pelo menos um dos candidatos apoiados pelo acionista seja eleito (art. 32, § 2º).

Caso as hipóteses acima se verificarem, o ressarcimento será de, no mínimo, 50% das despesas, sem prejuízo de a companhia estabelecer percentual superior (art. 32, § 3º).

A Instrução Normativa CVM n. 481/2009 trata, no art. 30, dos **pedidos de lista de acionistas**, determinando, em especial, que a relação de endereços deverá listar todos os acionistas em ordem decrescente, conforme o respectivo número de ações, sendo desnecessário identificar a participação acionária de cada um (art. 30, § 4º).

Nesse contexto, administradores e acionistas minoritários nas companhias abertas com acentuada dispersão acionária poderão formular pedidos públicos de procuração com a indicação de candidatos a eles ligados e de sua confiança, disputando entre si a maioria aleatória dos votos dos demais acionistas minoritários absenteístas da companhia.

3.2 Indicação de administradores

A Instrução Normativa CVM n. 481/2009 prevê, alternativamente à utilização de pedidos de procuração antagônicos, que os pedidos públicos de procuração da própria administração contêmham, conjuntamente aos candidatos por ela indicados, candidatos indicados por acionistas representando, no mínimo, 0,5% do capital social (art. 28).

Nesta hipótese a procuração será outorgada exclusivamente a um administrador da companhia. Contudo, o voto a ser proferido poderá, igualmente, ser computado em um candidato por ele indicado ou em um candidato indicado por um acionista minoritário.

Para tanto, os acionistas que desejam incluir candidatos nas procurações solicitadas pela administração devem enviar pedido, por escrito, à companhia dentro do prazo de cinco dias úteis da comunicação pelo administrador da intenção de realizar seu pedido de procuração (art. 28, § 1º).

3.3 A quebra do princípio da igualdade na Instrução CVM n. 481/2009

Ao baixar a Instrução n. 481/2009, a CVM atenuou o grave defeito que se vê na regulamentação (*Proxy Regulations*) e na prática norte-americana, no que respeita às despesas de coleta de procurações. Como se viu, a disciplina existente naquele país permite que os gastos de elaboração e remessa de pedidos por parte dos administradores sejam pagos pela companhia, ao passo que as despesas feitas pelos acionistas opositores em uma *proxy fight* deverão ser arcadas por eles próprios. Essas despesas, em alguns casos na década áurea americana (anos 20), chegaram a mais de 1 milhão de dólares⁴.

Em consequência, o alardeado princípio de igualdade do regime norte-americano esbarra com esse obstáculo fundamental, que, em parte, foi atenuado pelo nosso regulamento vigente (arts. 31 e 32).

Não obstante, mantém a referida Instrução a iniquidade, na medida em que as despesas referentes ao *proxy contest* serão ressarcidas apenas em parte, conforme o disposto nos artigos citados – no mínimo de 50% (art. 32, § 3º) –, podendo ser integral apenas em caso de sucesso das proposições e de eleição de representantes dos acionistas opositores (art. 32, § 2º).

Segundo, por outro lado, os passos da falácia da igualdade do sistema norte-americano, também a nossa Instrução CVM n. 481/2009 faculta que os pedidos públicos de procuração promovidos pela administração podem ser 100% custeados pela companhia (art. 29).

Assim, permite a CVM, mercê desse Regulamento de 2009, que se estabeleça um sistema que permite aos administradores que comandam companhias com capital disperso o uso dos serviços e dos próprios recursos da sociedade para a captura das procurações.

Perdeu-se assim, entre nós, a oportunidade de implantação de rigorosa igualdade com respeito às despesas feitas pelos administradores que comandam a companhia, de um lado, e os ônus arcados pelos acionistas opositores na disputa por procurações, de outro, visando os primeiros a manutenção de seu comando, e os segundos a sua substituição ou a alteração da política da companhia (investimentos, distribuição de dividendos etc.).

4 Loss, *Securities regulations*, cit., p. 859. Já em 1929, na *proxy fight* entre Rockefeller e o Coronel Stewart, no curso dos escândalos do período Harding, as despesas do primeiro chegaram a 300 mil dólares, o que valeu a observação de um administrador de outra companhia petrolífera: "Com trezentos mil dólares, eu poderia comprar as procurações de qualquer grande companhia do país" (Loss, *Securities regulations*, cit., p. 16).