

"A QUARTIER LATIN teve o mérito de dar início a uma nova fase, na apresentação gráfica dos livros jurídicos, quebrando a frieza das capas neutras e trocando-as por edições artísticas. Seu pioneirismo impactou de tal forma o setor, que inúmeras Editoras seguiram seu modelo."

IVES GANDRA DA SILVA MARTINS

Editora Quartier Latin do Brasil

Empresa Brasileira, fundada em 20 de novembro de 2001

Rua Santo Amaro, 316 - CEP 01315-000

Vendas: Fone (11) 3101-5780

Email: vendas@quartierlatin.art.br

Site: www.quartierlatin.art.br

Coordenação:

RODRIGO R. MONTEIRO DE CASTRO

LEANDRO SANTOS DE ARAGÃO

Ao Excmo. Sr. Leandro Santos de Aragão
recomendo a leitura do
11-10-10
Paulo Roberto
SP, 25.11.08

DIREITO SOCIETÁRIO

DESAFIOS ATUAIS

Editora Quartier Latin do Brasil
São Paulo, verão de 2009
quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

EVY E SALOMÃO - ADVOCADOS
SÃO PAULO

Se tal conclusão se mostra vantajosa para os destinatários da oferta, também poderá ser para os acionistas da sociedade que de início apresentou a oferta, bem como para os acionistas daquela que lançou a oferta concorrente, desde que os administradores fundamentem cada decisão de elevar o preço e melhorar as condições de pagamento em razões de ordem econômico-financeira e estratégica suficientemente consistentes, balizando sua decisão nos interesses da companhia.

**DESAFIOS DO DIREITO SOCIETÁRIO
BRASILEIRO NA DISCIPLINA DA
COMPANHIA ABERTA:
AVALIAÇÃO DOS SISTEMAS DE
CONTROLE DILUÍDO E
CONCENTRADO**

Eduardo Secchi Munhoz

Professor Doutor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Advogado

I. A EVOLUÇÃO DO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO NOS ANOS 2000

Por uma série de razões não apenas jurídicas, mas também econômicas, cuja análise foge ao objeto do presente trabalho, pode-se identificar no direito societário brasileiro, sobretudo a partir do final dos anos 1990, substancial aumento dos estudos sobre governança corporativa. Iniciou-se um autêntico movimento de defesa das boas práticas de governança corporativa, animado pela crença de que a implantação de novas regras de proteção às minorias acionárias seria fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais no país¹.

A Lei 10.303/2001, ao reformar a Lei de Sociedades Anônimas, teve o objetivo declarado de conferir maior proteção às minorias acionárias e, assim, estimular o desenvolvimento do mercado de capitais (v.g., limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do capital, atribuição de *tag along* aos acionistas com direito a voto por preço equivalente a 80% da importância paga ao controlador etc.).

Há consenso, porém, de que a Lei 10.303/2001 foi tímida na atribuição de direitos às minorias acionárias, ficando muito longe do que se esperava em termos de introdução na legislação societária brasileira de princípios e regras de boas práticas de governança corporativa². A timidez do legislador foi compensada, porém, por importante iniciativa do próprio mercado, consistente na criação pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, em 2001, do Novo Mercado e demais segmentos especiais de governança corporativa. O

Regulamento do Novo Mercado impõe às companhias nele listadas regras de governança e de proteção ao público investidor mais rigorosas do que as previstas na Lei 10.303/2001.

Os primeiros anos que se seguiram à sua criação não foram auspiciosos para o Novo Mercado. Poucas foram as companhias que aderiram ao novo segmento, não tendo sua criação gerado o impacto positivo esperado para o desenvolvimento do mercado de capitais. De fato, ao final de 2003, apenas sete companhias estavam listadas no Novo Mercado³.

A partir de 2004, no entanto, o quadro modificou-se profundamente, tendo o Brasil assistido, sem dúvida alguma, ao período de desenvolvimento mais acentuado do mercado de capitais em sua história. Em apenas quatro anos (de 2004 a 2008), nada menos que 110 companhias abriram capital ou realizaram operações de emissão de valores mobiliários, sendo que, de um total de apenas sete companhias listadas no Novo Mercado em 2003, até o mês de junho de 2008, nada menos que 100 companhias se encontravam listadas nesse segmento⁴.

É fora de dúvida que os fatores que contribuíram para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro vão muito além da mera mudança do quadro normativo, notadamente identificada na iniciativa de criação do Novo Mercado. A demonstrá-lo está o fato de que, nos anos imediatamente seguintes à criação do Novo Mercado, não se verificou movimento marcante de evolução do mercado acionário. Na realidade, a conjunção de fatores jurídicos (quadro normativo com maior proteção às minorias – Novo Mercado), mas, sobretudo, de ordem econômica, é que explicam tal evolução.

No campo econômico, foi fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais, entre inúmeros outros fatores, o cenário brasileiro de inflação baixa, redução das taxas de juros e moeda estável. De outra parte, o cenário internacional era de elevada liquidez no mercado financeiro, verificando-se enorme apetite para investimentos em economias em desenvolvimento, cujas taxas de retorno vinham se mostrando mais elevadas do que as verificadas em economias desenvolvidas e amadurecidas.

1 No final dos anos 1990, verificou-se um movimento mundial no sentido de estimular os países a adotar bons sistemas de governança corporativa, como pressuposto necessário do desenvolvimento do mercado de capitais e das empresas (cf. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER. Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54, 1999, p. 471-518; Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, 1998, p. 1113-1155; Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52, 1997, p. 1131-1150). Muitos trabalhos defendem, nesse contexto, a redução das diferenças entre os sistemas de governança corporativa dos diversos países, convergindo as reformas no sentido de adotar o modelo anglo-saxão (relacionando estudos que caminham nessa direção, cf. M. ROE e L. BEBCHUK, A theory of path dependency in corporate governance and ownership. *Stanford Law Review* vol. 52, 1999, p. 775-808). Surgem, nesse período, os chamados "códigos de governança corporativa", valendo destacar o *Princípios de Governança Corporativa* (1998), da Organização do Comércio e Desenvolvimento Econômico – OCDE, e, no Brasil, o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* (1999), do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, e a *Cartilha de Governança Corporativa* (2002), da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

2 Aqui se tem um exemplo que confirma a teoria de que a transformação das estruturas de governança corporativa por meio de mudanças legislativas encontra forte limitação na influência exercida pelos titulares do poder empresarial sobre os legisladores. Cf. M. ROE e L. BEBCHUK, A theory of path dependency in corporate governance and ownership. cit.

3 Dados coletados em <http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOsRecentes.asp?tit=27>.

4 Dados coletados em <http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOsRecentes.asp?tit=27>.

Assim é que, especialmente em 2006 e 2007, houve no Brasil um aumento significativo de empresas que abriram seu capital, bem como dos investimentos em valores mobiliários. Uma parcela relevante de investidores foi atraída para esse mercado; de outra parte, empresários que anteriormente o viam com grande desconfiança passaram a enxergar no mercado de capitais uma possibilidade efetiva e concreta de captar recursos para projetos de expansão e de fortalecimento de suas empresas. Em 2006, 26 companhias abriram seu capital, das quais 20 no âmbito do Novo Mercado; em 2007, o número foi de 64 companhias, das quais 44 no segmento do Novo Mercado⁵.

A observação dessa realidade permite concluir que se, por um lado, as regras de governança corporativa adotadas pelo Novo Mercado não podem ser consideradas fator suficiente para o desenvolvimento do mercado de capitais (exerceram papel determinante fatores de ordem econômica como aqueles antes destacados), por outro, é indubitável que foi fundamental para tal desenvolvimento a presença de um quadro normativo de maior proteção às minorias e que oferece maior confiança e credibilidade para os investimentos.

A existência do Novo Mercado e a adesão a esse segmento por um significativo número de companhias levou a que, por condicionantes do próprio mercado, seja atualmente muito difícil que uma companhia possa captar recursos do público investidor no segmento tradicional da BOVESPA. Vale dizer, para captar recursos do público investidor, passou a ser imperativo que a companhia se submeta aos padrões mais rigorosos de governança corporativa dos segmentos especiais da BOVESPA (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa).

Foi nesse contexto que, nos últimos anos, a doutrina societária brasileira passou a dedicar grande atenção aos estudos sobre governança corporativa, sendo marcante a influência nesses estudos do modelo norte-americano. Esse movimento tem influenciado a postura do próprio órgão regulador. De uma abordagem predominantemente *ex post*, baseada na aplicação de sanções ante a ocorrência de condutas ilícitas, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM – tem procurado aumentar sua atuação *ex ante*, especialmente por meio da edição de pareceres que visam a orientar os agentes sobre a interpretação por ela adotada a respeito de

5 Dados coletados em <http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOsRecentes.asp?tit=27>.

determinados dispositivos da lei societária. Bom exemplo disso são os Pareceres de Orientação CVM nº 34 e 35, dos quais se tratará mais à frente.

Passados, porém, os anos de euforia (2006 e 2007), é relevante fazer uma avaliação crítica da evolução do direito societário brasileiro no período recente, de modo a buscar soluções equilibradas e harmônicas, que serão fundamentais para a solução dos problemas que advirão nos próximos anos. Não se pretende adotar uma visão pessimista do futuro, mas é inegável a presença, nos dias atuais, de claros sinais de que muitos serão os desafios do direito societário brasileiro e dos órgãos reguladores nos anos que se seguirão. A abrupta modificação da realidade do mercado de capitais brasileiro, como se procurará demonstrar, não veio acompanhada do proporcional amadurecimento do quadro normativo e do fortalecimento das instituições⁶. Uma série de questões novas para o direito societário brasileiro surgirá nos anos vindouros, sendo fundamental que ele esteja preparado para enfrentar esse desafio.

Para tanto, cumpre estudar a evolução do direito societário à luz da realidade econômica brasileira e da estrutura de capital e de governança dominante nas companhias que passaram a exercer papel atuante no mercado de capitais.

II. A IRREFREÁVEL TENDÊNCIA À IMPORTAÇÃO DE MODELOS: NECESSÁRIA CONVERGÊNCIA ENTRE REALIDADE ECONÔMICA E DIREITO SOCIETÁRIO

Em 1932, em seu *The modern corporation and private property*, BERLE e MEANS descreveram o modelo de uma sociedade anônima com capital disperso no mercado, controlada por administradores profissionais. A despeito de a realidade da sociedade anônima no Brasil ser muito diferente, o trabalho de BERLE e MEANS exerceu relevante influência no direito societário pátrio, sobretudo a partir do clássico *O poder de controle na sociedade anônima*, de

6 Na reportagem *Brazil's IPO Rush Hits Rough Patch*, publicada no *The Wall Street Journal*, edição de 20.06.2008, prenunciam-se alguns dos problemas que poderão ser enfrentados. Aponta o fato de que muitas operações de lançamento de ações foram precedidas de vultosos empréstimos concedidos por instituições financeiras que, posteriormente, coordenaram a oferta pública, valendo-se dos recursos captados para receber o pagamento dos empréstimos anteriormente realizados, num preocupante quadro de conflito de interesses. Registra, ainda, que, em mais de 2/3 dos casos, a cotação atual das ações é inferior à verificada na data de seu lançamento. Numa passagem, vaticina: "*The difficulties facing Brazil's initial offer market show how a loose regulatory environment might have helped feed the frenzy*".

COMPARATO. Muito embora COMPARATO não tenha descurado das marcantes diferenças entre as realidades da empresa norte-americana e brasileira, valeu-se de BERLE e MEANS para desenvolver e aprofundar as conseqüências da separação entre propriedade e controle empresarial no direito societário nacional.

A doutrina societária brasileira, porém, parece não ter dedicado a devida atenção à diferença fundamental entre as estruturas de controle da companhia norte-americana e da brasileira, ou seja, a de um controle diluído e concentrado, respectivamente. No sistema norte-americano, a separação entre propriedade e controle decorre da diluição do capital e de o poder de comando empresarial ser exercido pelos administradores. Assim, o foco central do direito societário norte-americano são os problemas que decorrem do conflito entre coletividade acionária e administradores. No Brasil, pelo contrário, o sistema é de um controle fortemente concentrado, de modo que o conflito central a ser regulado é o que se estabelece entre controlador e não-controladores.

Não faltaram autores a apontar essa diferença entre os sistemas norte-americano e brasileiro, mas curiosamente poucos aprofundaram seus estudos sobre os problemas específicos do sistema de controle concentrado e as soluções adequadas que o direito societário lhe deve endereçar. Assim, nos mais diversos aspectos do direito societário, a tendência dominante tem sido a de importar princípios e padrões do direito societário norte-americano, sem considerar a realidade profundamente diversa em que são aplicados em seu país de origem.

Não é objetivo do presente trabalho estudar em profundidade as inúmeras implicações que derivam da diferença entre os dois sistemas. Contudo, para ilustrar a extensão e a profundidade dessa diferença, a exigir uma postura também distinta em termos de política legislativa, vale examinar dois fatores.

Primeiro, o de que, no sistema de controle diluído, o poder de controle é passível de disputa no mercado acionário, enquanto que, no sistema de controle concentrado, ele permanece bloqueado com o controlador, de forma que somente pode ser negociado diretamente com este. Daí decorre uma série de conseqüências que hão de ser tomadas em conta pela regulação⁷.

A existência de um efetivo mercado de disputa pelo poder de controle traz efeitos benéficos, como a constante pressão sobre os administradores para manter a companhia em níveis elevados de eficiência. Uma companhia mal administrada pode tornar-se alvo de disputa pelo seu controle, colocando em risco a manutenção dos administradores nos seus cargos. Por outro lado, as aquisições de controle hostil também podem causar efeitos negativos para os diversos titulares de interesse na companhia, como a hipótese de aquisição por concorrente que pretende simplesmente desativar a empresa adquirida. Para lidar com essa situação, foram inúmeros os estudos, sobretudo na década de 1990, da doutrina norte-americana sobre *takeover*, levando inclusive a modificações na lei societária de diversos estados da Federação. Admitiu-se, em geral, a adoção de técnicas de proteção pelos administradores das companhias contra propostas de aquisição hostil de controle⁸.

Num sistema em que o controle permanece bloqueado (nas mãos de um controlador), evidentemente, não há aquisições hostis de controle, realizadas no mercado acionário. Assim, as negociações sobre controle ocorrem fora do mercado, diretamente entre os interessados na aquisição e o titular do poder. Os problemas nesse cenário são obviamente inteiramente distintos. Uma companhia cronicamente mal gerida não encontra a pressão do mercado consistente na possibilidade da aquisição de seu controle por um terceiro. O controlador pode manter seu poder de comandar a empresa, ainda que seus resultados fiquem muito aquém do esperado pelos demais acionistas. Ou seja, a competência do controlador não é posta à prova pelo mercado de disputa de controle, como ocorre no caso dos administradores de uma companhia com capital diluído. Além disso, também é relevante o fato de que a negociação do controle ocorre diretamente entre o controlador e o terceiro interessado, o que confere ao primeiro uma ampla margem para extrair benefícios particulares da negociação. A discussão sobre *tag along* nas operações de alienação de controle, como forma de limitar a possibilidade de o controlador extrair benefícios particulares do controle, passa a ser central, portanto, em sistemas de controle concentrado.

Segundo, a disciplina dos deveres fiduciários dos administradores, que também deve assumir características completamente distintas nos dois sistemas.

7 Cf. R. GILSON. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review* vol. 119, 2006, p. 1.641; A. SHLEIFER E R. VISHNY. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* vol. 52, nº 2, 1997, p. 737-783.

8 Cf. J. COATES. The contestability of corporate control: a critique of the scientific evidence on takeover defenses. *Texas Law Review*, vol. 79, 2000, p. 271. Sobre operações eficientes e não-eficientes de alienação de controle, cf.: L. BEBCHUK. Efficient and inefficient sales of corporate control. *Quarterly Journal of Economics* 109, 1994, p. 957-994.

Ante uma estrutura de controle diluído, a preocupação central do direito societário passa a ser o monitoramento dos administradores, ou seja, a de fazer com que estes atuem, comandem a companhia, no sentido de atender aos interesses de seus acionistas. Trata-se dos problemas de *agency*, sendo a imposição de determinados deveres fiduciários aos administradores o elemento principal da disciplina, além da preocupação de estabelecer determinadas formas de incentivo, que alinhem os interesses dos administradores aos dos acionistas.

Como já mencionado, sendo o controle concentrado, o quadro modifica-se inteiramente. Os administradores são no mais das vezes simples *longa manus* dos titulares do controle, que usualmente se envolvem diretamente na administração. Há, portanto, superposição das esferas de controle e de administração, com uma clara redução da relevância específica de cada órgão da sociedade. Diante dessa realidade, evidentemente, a imposição de deveres fiduciários aos administradores ou a tentativa de estabelecer órgãos com competência e função definidas como forma de separar e equilibrar os poderes não são suficientes para evitar que o controlador possa extrair largos benefícios particulares. Os administradores e os órgãos da sociedade acabam por ter sua atuação determinada pela expressão da vontade do controlador. Assim, o foco da regulação deve ser a limitação do poder do controlador e, por conseguinte, de sua capacidade de extrair benefícios particulares⁹. A teoria dos deveres fiduciários, ainda que transposta dos administradores para o controlador, não parece suficiente para atingir esse objetivo.

De fato, não basta adaptar a teoria dos deveres fiduciários, segundo o modelo norte-americano, e aplicá-la ao controlador, em vez de ao administrador, para chegar-se a resultados satisfatórios. Aqui, a importação do modelo, ainda que adaptada, parece de todo insuficiente para solucionar os problemas que decorrem do conflito *controlador/não controladores*.

Em suma, se no sistema de controle diluído os principais problemas dizem respeito ao monitoramento dos administradores pela coletividade de acionistas (*agency problems*), no sistema de controle concentrado a questão é evitar que o controlador possa extrair benefícios particulares elevados em detrimento dos demais acionistas¹⁰. Essa diferença fundamental entre os dois

sistemas deve ser sempre considerada ao estudar-se a regulação de cada aspecto do direito societário, o que infelizmente raramente ocorre. No mais das vezes, verifica-se o fenômeno da importação do modelo norte-americano sem a consideração dessa distinção fundamental, resultando, como não poderia deixar de ser, na adoção de regras inadequadas e não-alinhadas com a realidade econômica que pretendem disciplinar¹¹.

É fundamental, portanto, que cada vez mais se desenvolvam estudos sobre as diferenças entre os sistemas de controle diluído e de controle concentrado. Este trabalho pretende contribuir ao destacar o problema, apontando desde logo alguns aspectos gerais a serem considerados¹².

III. OS SISTEMAS DE CONTROLE DILUÍDO E CONCENTRADO

No mundo, verifica-se a predominância do sistema de controle concentrado. A estrutura de controle diluído é dominante apenas nos Estados Unidos e no Reino Unido¹³.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer sustentam que o sistema de controle diluído seria o último grau de evolução dos sistemas de governança corporativa¹⁴. As estruturas de controle concentrado persistiriam apenas em países

9 R. GILSON E J. GORDON. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, 2003, p. 785.

10 R. GILSON E J. GORDON. Controlling Controlling Shareholders. cit.

11 B. BLACK denomina de *piggyback* o fenômeno de a regulação societária de um determinado país importar modelos de outro. Ao analisar a realidade brasileira, acentua: "In my opinion, some critical institutions, especially local enforcement, cannot be imported from the outside" (Strengthening Brazil's securities markets. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* vol. 120, 2000, p. 42-55).

12 Este trabalho faz referência a inúmeros textos da literatura estrangeira, sobretudo da norte-americana. Daí não deriva nenhuma contradição com a defesa de que se deve evitar a importação de modelos. Isso porque os textos citados, em sua maioria, abordam os sistemas de governança corporativa nos diversos países, não se dedicando a examinar problemas específicos de cada país. Ademais, os referidos estudos não são utilizados para importar soluções para o direito brasileiro. É importante, porém, sua análise porque se dedicam a examinar em profundidade os problemas abordados neste estudo. Por outro lado, a doutrina brasileira a respeito dessas questões começa a dar seus primeiros, mas importantes, passos. Este trabalho defende justamente a necessidade de formar-se uma importante literatura nacional a respeito de governança corporativa, especificamente voltada para a análise da realidade brasileira.

13 Há importantes trabalhos comparando os sistemas de controle no mundo. Uma comparação abrangente encontra-se em: LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER. Corporate ownership around the world. cit.; para uma visão sobre a experiência europeia, cf. M. BECHT. Reciprocity in takeovers. *Reforming company and takeover law in Europe*. Edited by Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Japp Winter and Eddy Wymeersch. Oxford University Press, 2004; M. BECHT E A. ROEL, Blockholdings in Europe: an international comparison. *European Economic Review* 43, 1999, p. 1049; H.P. LANG. The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 2002, p. 365. Sobre a Ásia, vale conferir S. CLASSENS, S. DJANKOV E H. P. LANG. The separation of ownership and control in East Asia corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 2000, p. 81.

14 Corporate ownership around the world. cit.

cuja legislação permite ao controlador extrair amplamente benefícios particulares de seu poder. Assim, ante uma legislação que confira maior proteção à minoria, impedindo o controlador de extrair benefícios particulares do controle, este deixaria de ter incentivo para manter seu poder, tendendo a estrutura de controle concentrado a transformar-se em de controle diluído.

É clara a opção de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, portanto, pelo sistema de controle diluído, havido como superior ao de controle concentrado, e pressuposto do desenvolvimento do mercado de capitais. A preferência pelo sistema de controle diluído parece ser dominante na literatura internacional¹⁵, ficando clara também em trabalhos do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional, realizados quando da crise econômica que assolou os países asiáticos em 1997 e 1998¹⁶.

Se o sistema de controle diluído é superior ao de controle concentrado e se, em vista do fenômeno da globalização, a competição entre empresas passou a ocorrer em âmbito mundial, o que explicaria a persistência do segundo? As forças do mercado e a necessidade de enfrentar seus concorrentes em condições de igualdade não levariam a que as grandes companhias devessem passar à estrutura de controle diluído, de tal sorte que os sistemas de governança corporativa no mundo todo convergiram para o padrão norte-americano?

Em trabalhos recentes, busca-se resposta a essa indagação. Por que na Europa Continental, na Ásia e também na América Latina, a despeito da globalização e dos demais fatores antes citados, continua a predominar a estrutura de controle concentrado nas grandes companhias? Esse dado empírico desmentiria a superioridade do sistema de controle diluído?

Uma explicação interessante sobre os motivos que determinam a persistência da estrutura de controle concentrado encontra-se em BEBCHUK e ROE, *A theory of path dependency in corporate governance and ownership*¹⁷. Para estes autores, a estrutura de controle existente no passado de um dado país influencia decisivamente a estrutura que as companhias do mesmo país apresentarão no futuro.

Uma primeira razão seria de ordem estrutural. Partindo de uma dada estrutura de controle, há uma série de fatores que podem tornar aquela determinada estrutura mais eficiente no futuro, havendo custos de adaptação a uma eventual mudança de sistema que não são desejáveis. Por exemplo, em um ambiente de controle concentrado, desenvolvem-se determinados fatores para tornar a companhia mais eficiente, como regras para impedir o controlador de extrair benefícios particulares excessivos, para tornar os administradores mais independentes, entre outras. Isso faz com que a mudança de sistema exija o custo de modificação dessas regras adaptadas à estrutura anterior, tornando-a, portanto, mais resistente a mudanças.

Da mesma forma, os titulares do poder em uma dada estrutura têm normalmente capacidade para impedir ou evitar a transformação do sistema. A título ilustrativo, em um sistema de controle concentrado, o controlador pode preferir manter a estrutura dominante ainda que o valor total da companhia seja menor nessa estrutura, se o valor por ele detido for superior ao valor global. Imagine-se a seguinte hipótese: em uma estrutura de controle concentrado, uma companhia vale 100 e a participação do controlador, equivalente a 51% do capital, tem valor de mercado de 60, por conta da existência de prêmio pelo controle, de modo que a participação dos demais acionistas tem o valor de 40; essa mesma companhia, em uma estrutura de controle diluído, passaria a ter o valor global de 110 (aumento do valor global), mas a participação do controlador (equivalente a 51% do capital) seria reduzida de 60 para 56,1 (deixaria de existir prêmio para o controle), aumentando-se o valor da participação dos demais acionistas de 40 para 53,9. Nesse caso, a mudança para o sistema de controle diluído seria benéfica para a companhia (aumento do valor de 100 para 110) e para os demais acionistas (aumento do valor da participação de 40 para 53,9), mas não seria interessante para o controlador (redução do valor de sua participação de 60 para 56,1). Evidentemente, o controlador do exemplo teria incentivo para manter o controle concentrado, a despeito de a estrutura de controle diluído ser benéfica à companhia e a todos os demais acionistas.

A influência do passado sobre a estrutura de controle futura também se deve às regras estabelecidas pelo direito societário. Ainda que as regras societárias sejam definidas exclusivamente com base no critério de eficiência, uma dada estrutura de controle no passado determinará as regras consideradas efi-

15 A literatura é resumida em: LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER E VISHNY. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58.1, 2000, p. 1-25.

16 T. Lane et al. IMF-Supported programs in Indonesia, Korea and Thailand. *International Monetary Fund Occasional Paper* nº 178, 1999, p. 72-73.

17 Op. cit.

cientes para lidar com aquela determinada estrutura. Ademais, os titulares do poder econômico em uma dada estrutura de controle têm usualmente relevante influência política sobre os órgãos encarregados de elaborar as regras, o que contribui para manter o sistema dominante desde o período anterior.

Esses fatores, aqui resumidamente apresentados, sem dúvida, constituem uma boa explicação sobre as razões que levam à manutenção de profundas diferenças nas estruturas de controle das grandes companhias e nos sistemas de governança corporativa nos diversos países, a despeito do fenômeno da globalização. Nada está a indicar que o quadro se altere no futuro próximo.

Também interessante é o trabalho de ROE, *Political preconditions to separating ownership from corporate control*¹⁸, que analisa a influência de fatores de natureza histórica, política e econômica sobre a definição da estrutura de controle das grandes companhias em cada país. É intuitivo que países como o Brasil, com uma história de elevada concentração de renda, de trabalho escravo dominante até o final do século XIX, de ditaduras sucessivas e de forte influência dos grupos econômicos mais poderosos na vida política, tendam a adotar estruturas de controle concentrado; algo muito diferente da história econômica e cultural dos Estados Unidos, por exemplo.

Além dos fatores de *path dependency*, também é relevante para a manutenção das diferenças a dificuldade de estabelecer uma relação direta entre o sistema de controle diluído e a eficiência da grande companhia¹⁹. A despeito de a literatura dominante defender a superioridade do sistema de controle diluído, os dados empíricos não corroboram essa visão, quando se trata de comparar o valor e o grau de eficiência das companhias a partir de sua estrutura de controle. Ou seja, não há comprovação empírica clara de que as companhias com estrutura de controle diluído sejam em geral mais valiosas e eficientes do que as companhias com controle concentrado²⁰.

18 *Stanford Law Review* 53, 2000, p. 539.

19 Sobre o assunto, cf.: R. GILSON. Corporate governance and economic efficiency: when do institutions matter?. *Washington University Law Quarterly* 74, 1996, p. 327.

20 Cf. MORCK, RANDALL, SHLEIFER E VISHNY. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 1988, p. 293-316; MCCONNELL E SERVAES. Additional evidence on equity ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics* 27, 1990, p. 595-612; S. KOLE. Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance* 1, 1995, p. 413-435; H. MEHRAN. Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38, nº 2, 1995, p. 163-184; HIMMELBERG, HUBBARD E PALIA. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership

and performance. *Journal of Financial Economics* 53, 1999, p. 353-384. Sobre a realidade brasileira, vale conferir: R. OKIMURA. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2003; A. SILVEIRA. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004.

Isso porque, além da estrutura de controle, são muitos os fatores a influenciar a eficiência das companhias. Assim, uma eventual estrutura de controle menos eficiente pode ser compensada por outros fatores, como uma legislação trabalhista mais adequada, incentivos fiscais ou mesmo a detenção de tecnologias mais desenvolvidas, capazes de tornar a companhia tão ou mais eficiente que outras com estruturas de controle mais avançadas.

Os estudiosos do direito societário devem levar em consideração, portanto, os seguintes dados, que parecem inexoráveis: (i) o sistema de controle concentrado é predominante em todo o mundo, com exceção talvez apenas dos Estados Unidos e do Reino Unido; (ii) a estrutura de controle das companhias é uma realidade econômica resistente a mudanças, sendo ingênuo imaginar que apenas modificações das regras societárias sejam suficientes para modificá-la; e (iii) não há uma relação necessariamente direta entre estrutura de controle e eficiência das empresas.

Dadas essas premissas, em países como o Brasil, em que domina o controle concentrado, o desafio do direito societário parece constituir não o de buscar a todo custo a transformação do sistema (de concentrado para diluído), mas o de assegurar que o sistema de controle concentrado atue de forma adequada e coerente com o princípio do bem-estar geral para a sociedade.

Uma boa lei societária, ainda que em sistema de controle concentrado, pode gerar bons resultados em termos de bem-estar²¹. Pode, ainda, deixar o ambiente aberto para novas estruturas de controle, notadamente a de um controle diluído. Com efeito, se não há excessivos benefícios decorrentes da titularidade do controle, maior é o incentivo para a adoção de estruturas de controle diluído em um dado ambiente.

21 Sobre o bem-estar como objetivo final de toda política pública, adotando-se uma perspectiva *welfarista*, cf.: KAPLOW E SHAVELL. Fairness versus welfare. *Harvard Law Review*, vol. 114, nº 4, 2001, p. 961-1388; KAPLOW E SHAVELL. The conflict between notions of fairness and the Pareto principle. *American Law and Economics Review*, vol. 1, nº 1 e 2, 1999, p. 63-77; N. KOMESAR. *Imperfect alternatives: choosing institutions in law, economics, and public policy*. Chicago: University of Chicago Press, 1996.

Os tópicos seguintes partem dessa idéia para examinar as diretrizes da regulação societária no sistema de controle concentrado, analisando-se particularmente a realidade brasileira.

IV. O INTERESSE SOCIAL

Cabe, neste ponto, abrir um breve parêntese na análise dos sistemas de controle concentrado e diluído para examinar, ainda que resumidamente, a concepção que será adotada a respeito do interesse social. É importante fazê-lo porque essa concepção será instrumental para a análise que se fará adiante.

Em outro trabalho, adotei a perspectiva de considerar a sociedade como um contrato-organização, ou seja, que deve procurar estruturar os diversos interesses que confluem na vida da empresa, de forma a estimular comportamentos cooperativos dos agentes e buscar soluções que contribuam para o bem-estar geral²². Ali busquei apresentar um critério orientador da integração dos diversos interesses, sobretudo para determinar os interesses externos que podem ser interiorizados e os interesses internos que devem ser desconsiderados.

Para tanto, parece oportuna a definição dos interesses de longo prazo dos sócios, que podem ser resumidos na duradoura prosperidade e rentabilidade da sociedade. Esse interesse pode ser aproximado ao dos empregados, fornecedores, consumidores, credores e da própria comunidade local, pois uma empresa bem sucedida propicia empregos e bens e serviços para a comunidade, pagando suas obrigações pontualmente. Uma empresa bem sucedida, inclusive, costuma oferecer melhores condições de trabalho e produtos de maior qualidade e rentabilidade, preocupando-se em manter uma boa imagem, para o que se faz indispensável a observância de interesses da comunidade, como a defesa do meio ambiente.

É claro que os interesses dos sócios, considerados em termos de curto prazo, muitas vezes se apresentam em conflito com os interesses dos trabalhadores e da comunidade. É o caso, por exemplo, da apresentação de uma proposta vantajosa para a aquisição da participação dos sócios no capital da sociedade, por outra concorrente, cuja única finalidade é a extinção da atividade produtiva da primeira, eliminando-a do mercado. Essa situação não é

cerebrina, mas se tem verificado com relativa freqüência, como nas inúmeras *takeover bids*, observadas principalmente nas décadas de 1980 e 1990 na experiência norte-americana. Ela é útil para evidenciar o conflito entre os interesses de curto prazo dos sócios (auferir lucros com a venda da participação no capital) e os interesses dos empregados e da comunidade na manutenção da unidade produtiva. Diante dessa espécie de conflito, parece não haver dúvida de que prevalece o interesse extrasocietário (trabalhadores e comunidade).

Na mesma situação, porém, se fossem considerados os objetivos dos sócios, não de curto, mas de longo prazo, os interesses extrasocietários e intrasocietários estariam perfeitamente alinhados, pois ambos visariam à duradoura prosperidade e rentabilidade da sociedade, ou seja, à manutenção de sua atividade empresarial. Não haveria conflito, portanto, entre os interesses extrasocietários e intrasocietários, concebidos estes em termos de interesses de longo prazo dos sócios.

Por outro lado, quando o conflito se estabelece entre os interesses extrasocietários e o interesse de longo prazo dos sócios na prosperidade e rentabilidade da empresa, parece mais adequado que este prevaleça sobre aqueles, sob pena de se conceber a sociedade como órgão público, voltada precipuamente ao interesse coletivo, o que desvirtuaria o preenchimento de sua função social e econômica específica.

Imagine-se o caso da manutenção de uma unidade produtiva cronicamente deficitária da empresa por longo período. Num primeiro instante, poder-se-ia cogitar que a manutenção dessa unidade seria imperiosa, dada a prevalência dos interesses dos empregados e da comunidade local. Todavia, essa solução não parece adequada, pois, dado o modelo econômico dominante, pautado pela livre iniciativa e pela livre concorrência, a tendência seria que tal sociedade fosse sobrepujada pelas concorrentes, podendo ser alijada do mercado, em prejuízo, portanto, da totalidade de seus empregados e das comunidades de cada local em que tivesse estabelecimento.

A verdade é que a forma como o sistema econômico está atualmente organizado impõe limites à consideração dos interesses extrasocietários, em detrimento do interesse de longo prazo dos sócios. Como a capacidade de produzir lucros está na base do sistema econômico atual, determinando toda a sorte de decisões acerca da empresa (dos investidores, credores, fornecedores etc.), a total submissão dos interesses dos sócios, considerados a longo prazo,

22 *Empresa contemporânea e direito societário – poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

aos interesses da coletividade, acabaria por subverter o papel da sociedade na ordem econômica e social. Uma visão como essa do interesse social exigiria a reconstrução do direito societário em bases radicalmente diversas, o que somente seria adequado em ambiente econômico distinto daquele ora vigente.

A consideração do interesse de longo prazo dos sócios, em certa medida, tem sido adotada pela Corte de Delaware. Em diversos julgados, esse tribunal tem reconhecido os interesses dos trabalhadores, fornecedores, credores, consumidores e da comunidade como integrantes do interesse social, devendo, portanto, ser atendidos pelo controlador e pelos administradores. Impõe-se o limite, porém, de haver "*some reasonable relationship to general shareholder interests*"²³, com o que se equilibrariam os chamados interesses internos e externos.

Com essas considerações, sugeri à reflexão a definição do interesse social na **prosperidade, rentabilidade e distribuição equitativa de resultados entre os diversos participantes da atividade empresarial, a longo prazo**. Esse pode ser o critério a ser observado na definição dos interesses externos a serem interiorizados e na solução dos conflitos entre os diversos interesses a serem protegidos.

Interesses externos que prejudicam a lógica **prosperidade-rentabilidade-distribuição equitativa de resultados a longo prazo** não devem ser trazidos para a estrutura de decisão interna da sociedade, devendo ser protegidos por leis próprias (v.g., meio ambiente). Por outro lado, os interesses de todos os participantes da atividade empresarial (trabalhadores, credores, fornecedores, consumidores etc.) e da comunidade podem ser interiorizados, desde que sob o critério orientador, vale frisar novamente, da **prosperidade – rentabilidade – distribuição equitativa de resultados a longo prazo**²⁴.

Em síntese conclusiva, o modelo societário tem a função de estabelecer regras que permitam a organização mais eficiente dos interesses que gravitam em torno da empresa. Uma eficiência não apenas produtiva, mas distributiva, que assegure duradoura prosperidade, rentabilidade e repartição equitativa de

resultados entre todos os participantes da atividade empresarial. A organização dos interesses deve estimular a cooperação entre os participantes, em torno do objetivo de atingir **prosperidade – rentabilidade – distribuição equitativa de resultados a longo prazo**²⁵.

Assim o fazendo, a sociedade cumprirá sua função econômica e social específica, na busca dos valores expressos no artigo 170 da Constituição brasileira, que podem ser resumidos em assegurar a todos "existência digna, conforme os ditames de justiça social".

Adota-se, assim, uma perspectiva *welfarista* e consequencialista da função do direito societário, qual seja, a de, em última instância, contribuir para o aumento do bem-estar geral da sociedade²⁶. Essa é a perspectiva que marcará a abordagem presente nos tópicos que se seguem.

V. DIREITO SOCIETÁRIO NO SISTEMA DE CONTROLE CONCENTRADO: ÊNFASE NA IMPOSIÇÃO DE LIMITES À CAPACIDADE DO CONTROLADOR DE OBTER BENEFÍCIOS PARTICULARES

A realidade da grande companhia brasileira é indubitavelmente a de estruturar-se sob um controle concentrado. Com isso se quer dizer que a grande maioria das companhias brasileiras tem o seu controle sob a titularidade de uma família ou de um pequeno grupo de investidores.

O significativo desenvolvimento do mercado de capitais nos anos recentes, com dezenas de aberturas de capital ocorridas no âmbito do Novo Mercado da BOVESPA, não modificou essa realidade. Ao analisar-se a estrutura de controle das sociedades listadas no Novo Mercado, chega-se facilmente à conclusão de que, na quase totalidade delas, há a presença clara de um controlador, titular de uma parcela relevante do capital social.

Assim, se o empresário brasileiro decidiu aderir aos níveis mais elevados de governança corporativa do Novo Mercado, certamente assim o fez por enxergar benefícios importantes, fundamentalmente, como é intuitivo, captar recursos,

23 A. SOMMER JR., Whom Should the Corporation Serve? The Berle-Dodd Debate Revisited Sixty Years Later. *Delaware Journal of Corporate Law* nº 16, 1991, p. 33.

24 Sobre o critério para interiorização de interesses na sociedade, C. SALOMÃO FILHO acentua: "A teoria organizativa, quando bem aplicada, não é um retorno ao individualismo dos contratualistas, mas sim um passo avante em relação ao institucionalismo na defesa do interesse público. Possibilita a proteção dos interesses que podem ser bem protegidos por regras organizativas internas e a externalização daqueles que não podem. Ela dá, portanto, por assim dizer, mais sinceridade ao direito societário" (Interesse Social: Concepção Clássica e Moderna, *O Novo Direito Societário*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 50).

25 Sobre teoria dos jogos e cooperação nas organizações, cf. R. AXELROD. *The evolution of cooperation*. Revised Edition. Perseus Books Group, 2006.

26 Cf. KAPLOW E SHAVELL. Fairness versus welfare. cit.; KAPLOW E SHAVELL. The conflict between notions of fairness and the Pareto principle. cit.; N. KOMESAR. *Imperfect alternatives: choosing institutions in law, economics, and public policy*. cit.

então abundantes, para projetos de expansão ou de fortalecimento de sua empresa. Como afirmado anteriormente, por força de determinantes do próprio mercado, o acesso ao mercado de capitais passou a ser uma possibilidade concreta para os empresários nacionais, porém, sob a condição de aceitação dos níveis de governança corporativa impostos pelo Novo Mercado. Nesse sentido, o empresário aceitou pagar o preço dos níveis mais elevados de governança corporativa para ter acesso ao capital proporcionado pelo público investidor.

Se isso é verdade, uma primeira observação há de ser feita desde logo. O preço pago pelo empresário não deve ter sido tão elevado, ou, em outras palavras, o *tradeoff* de aderir ao Novo Mercado e, com isso, captar recursos deve ter sido favorável. Fosse o *tradeoff* negativo, o empresário resistiria a aderir a tal segmento, ainda que isso proporcionasse investimento relevante para sua companhia.

Daí se tira uma primeira lição importante para a regulação societária em sistemas de controle concentrado. Tivesse a lei brasileira condicionado o ingresso ao mercado acionário a companhias que adotassem estruturas de controle diluído, provavelmente, ainda que fosse relevante para a empresa a captação dos recursos disponíveis nesse mercado, o controlador resistiria a aderir a ele, porque isso significaria a completa perda de sua possibilidade de extrair benefícios particulares do controle. Ou seja, ainda que a solução – aderir ao mercado de capitais – fosse melhor para todos, na medida em que seria prejudicial ao controlador, este deixaria de adotá-la²⁷.

Não foi o que ocorreu em relação ao Novo Mercado. Embora a adesão a este segmento especial da BOVESPA significasse ao controlador a aceitação de limites ao seu poder, notadamente em vista da existência obrigatória de uma única classe de ações (ações ordinárias, com direitos de voto iguais), não se chegou ao ponto de eliminar completamente a possibilidade de obtenção de benefícios particulares pelo controlador.

Essa assertiva é coerente com o fato de que, havendo recursos disponíveis, os controladores de empresas brasileiras aderiram em número significativo ao Novo Mercado, sem que isso significasse, porém, a diluição do controle,

mas, pelo contrário, a manutenção por parte deles de uma participação elevada no capital social, capaz de lhes assegurar a manutenção do poder de comandar a empresa.

A manutenção do poder de controle e da capacidade de o controlador extrair benefícios particulares dele pode ser, portanto, uma questão de grau. A pura e simples eliminação desses benefícios particulares, com o ingênuo objetivo de estimular a transformação da estrutura de controle das companhias, não constitui a solução adequada, dada a resistência das estruturas de controle empresarial a mudanças, a que antes se referiu. Deve-se, antes, buscar a limitação do poder do controlador de extrair benefícios particulares a um ponto ótimo.

Qual seria, porém, esse ponto ótimo? Evidentemente, não é possível responder a essa pergunta de forma genérica e abrangente, fora do contexto da realidade econômica de cada momento histórico. Nesse sentido, uma série de fatores devem ser levados em consideração. Um critério geral orientador, porém, parece possível de ser definido.

Ao analisarem-se comparativamente os sistemas de controle diluído e concentrado, a despeito da preferência dominante pelo primeiro, é inegável a possibilidade de identificar-se prós e contras em cada um deles. No sistema de controle diluído, como já referido, o problema central refere-se ao monitoramento dos administradores, buscando-se formas de assegurar que estes comandem a empresa no melhor interesse da coletividade de acionistas (*agency problems*). Ora, o sistema de controle concentrado, sob esse aspecto específico, é superior ao sistema de controle diluído, pois, ante a presença de um controle forte e organizado, os problemas de monitoramento dos administradores são eliminados ou drasticamente reduzidos. Surge nesse sistema, porém, um outro problema central, qual seja, o de monitorar a atuação do controlador, impedindo que este extraia excessivos benefícios particulares de seu poder.

Sob essa perspectiva, é possível concluir que o sistema de controle concentrado pode ser vantajoso, ou eficiente, sempre que os custos decorrentes da obtenção de benefícios particulares pelo controlador forem menores do que os custos que deixaram de ser incorridos pela companhia no monitoramento dos administradores (*agency costs*). Ou seja, se a presença do controlador gerar custos menores (inexistência de excessivos benefícios particulares para o controlador) do que os que seriam enfrentados numa estrutura de controle diluído (redução

27 A esse respeito, cf. BEBCHUK: "For private benefits of control are large, and if the law requires an NCS structure for publicly traded companies, then going public might be discouraged even when it could provide some efficiency benefits (A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. Harvard Law School. Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper nº 260. 1999, disponível em <http://www.nber.org/papers/w7203>).

dos custos de monitoramento dos administradores), então, o primeiro sistema pode ser eficiente e eventualmente até mesmo superior ao segundo²⁸.

Chega-se, assim, à conclusão de que a ênfase do direito societário em sistemas de controle concentrado deve ser a de procurar limitar o poder de o controlador extrair excessivos benefícios particulares da companhia. Não se trata de eliminar completamente esses benefícios, mas de mantê-los em nível adequado. Pode-se entender como critério razoável o teste de verificar se os benefícios particulares extraídos pelo controlador são inferiores ou pelo menos iguais aos custos reduzidos de monitoramento dos administradores.

É uma obviedade afirmar-se que essa tarefa não é das mais simples. Para que se possa desincumbir dela, é preciso estudar em profundidade o sistema de controle concentrado, a exemplo do que se verificou na doutrina norte-americana em relação ao sistema de controle diluído. Em outras palavras, deve-se buscar o desenvolvimento de uma governança corporativa adaptada especificamente para sistemas de controle concentrado.

Nesse caminho, um primeiro passo é verificar o tipo de controle concentrado de que se trata e a espécie de benefícios particulares que são obtidos. É preciso procurar uma tipologia adequada para a análise dessa realidade²⁹.

Uma aproximação inicial do tema permite observar que o controle concentrado não significa necessariamente a ausência de separação entre propriedade e controle, como inicialmente se poderia esperar. Daí a importância da obra de BERLE e MEANS mesmo em países como o Brasil, com estrutura de controle altamente concentrado. É que o poder de comando da empresa pode estar dissociado da propriedade de capital. Isso ocorre na maior parte das vezes por meio de duas técnicas: (i) existência de classes de ações com direitos de voto distintos; e (ii) participação piramidal em grupos de sociedades. Ambas as técnicas foram, e são, largamente adotadas no Brasil.

Até a Lei 10.303/2001, era possível que até 2/3 do capital de uma sociedade anônima fosse composto por ações preferenciais, com direito de

voto suprimido. Assim, com uma participação equivalente a apenas 17% do capital total (ou com a metade mais uma ação do equivalente a 1/3 do capital total), era possível exercer o poder de controle sobre uma companhia. Com a Lei 10.303/2001, a proporção de ações preferenciais em relação ao capital total foi reduzida para o máximo de 50%, o que, há de se reconhecer, ainda é bastante elevado. A possibilidade de emissão de um elevado número de ações preferenciais leva, sem dúvida alguma, ainda que por razões absolutamente distintas das analisadas por BERLE e MEANS, a uma dissociação entre propriedade e controle.

A outra técnica, usualmente adotada, que também pode levar a esse quadro é a de criar uma série de sociedades controladas, com estrutura piramidal. Imagine-se quatro sociedades *A*, *B*, *C* e *D*, cada uma delas com capital total de R\$ 100,00, dividido em 100 ações; imagine-se, ainda, que *A* possua 51 ações do total de 100 ações que compõem o capital de *B*, o mesmo ocorrendo em relação a *B* frente a *C* e a *C* frente a *D*. Nesse desenho, o acionista que fosse titular da maioria das ações de *A* (51 ações) controlaria as quatro sociedades, cujo capital somado seria de R\$ 400,00. Ou seja, com um investimento de apenas R\$ 51,00, o acionista controlaria quatro sociedades com aporte realizado pelos sócios de nada menos que R\$ 400,00, ou seja, praticamente quatro vezes mais. Vê-se logo, portanto, que a estrutura de participação piramidal também pode levar a um quadro de dissociação entre controle e propriedade do capital, mesmo numa estrutura de controle altamente concentrado.

A análise dessa realidade – dissociação entre controle e propriedade do capital por meio da criação de classes de ações com direitos de voto distinto ou por meio de participação piramidal – é relevante, porque os dados empíricos estão a demonstrar que, em sistemas de direito comparado, quanto mais intensa é a separação entre propriedade e controle, maior o estímulo para a extração de benefícios particulares pelo controlador³⁰. Uma boa maneira, portanto, de reduzir esses benefícios particulares, sem no entanto eliminá-los, é limitar a possibilidade de utilização de ambas as técnicas antes referidas.

É interessante verificar que o Regulamento do Novo Mercado fez exatamente isso, ao exigir que as companhias listadas neste segmento possuam

28 Trata-se do que R. GILSON E J. GORDON denominaram de *controlling shareholder tradeoff*. Segundo R. GILSON: "Public shareholders will prefer a controlling shareholder as long as the benefits from reduction in managerial agency costs exceed the private benefits that the controlling shareholder will extract" (Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy, cit.).

29 Cf. R. GILSON, Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy, cit.

30 Cf. R. GILSON, Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy, cit.

apenas ações ordinárias, que proporcionam aos seus titulares iguais direitos de voto. Deixou, porém, de estabelecer qualquer limite para as estruturas piramidais de participação, deixando, neste ponto, uma lacuna relevante que pode ser aproveitada pelos controladores desejosos de maior espaço para extrair benefícios particulares da companhia.

Igualmente importante é analisar as formas específicas de obtenção de benefícios particulares pelo controlador nas companhias. A esse respeito, é interessante a divisão sugerida por GILSON, que identifica três espécies de benefícios particulares: (i) aqueles obtidos no curso do comando da atividade empresarial; (ii) obtidos em operações de alienação de controle; e (iii) obtidos em operações que acarretem a diluição de minoritários (*freeze out*)³¹.

Inicialmente, vale examinar os benefícios obtidos no curso do negócio. Ao comandar a atividade da companhia, o controlador pode assegurar para si determinados benefícios. Pode fazê-lo, primeiro, mediante a adoção de determinadas políticas, como a de distribuição de dividendos. Um controlador pode adotar uma política mais agressiva de distribuição de dividendos se necessitar de mais recursos para investir em outros negócios dele próprio ou uma política de reinvestimento se não precisar desses recursos. Essa forma de extração de benefícios particulares, como noticia GILSON³², não é geralmente punida nos Estados Unidos, sendo os casos dessa natureza no mais das vezes considerados pela jurisprudência como inseridos no âmbito da *business judgement rule*.

Pode, porém, o controlador obter benefícios particulares por meio de técnicas associadas a contratos celebrados direta ou indiretamente por ele com a companhia (*self-dealing*). Por exemplo, por meio de *transfer pricing*, transferência de ativos da companhia controlada para o controlador ou para outra sociedade sob seu controle, utilização de ativos da sociedade como garantia para obtenção de financiamento para o controlador etc. Essa forma de obtenção de benefícios particulares costuma ser rigorosamente punida nos Estados Unidos, ainda segundo GILSON³³.

Para limitar essa segunda espécie de benefícios particulares, é fundamental haver transparência nas informações, clareza sobre eventual conflito

de interesses entre o controlador e a sociedade e, ainda, limitação do poder do controlador de decidir unilateralmente questões que lhe afetem diretamente.

O monitoramento do controlador para impedir, sobretudo, a obtenção de benefícios particulares mediante negócios realizados com a companhia, em detrimento de seu interesse social específico, indubitavelmente faz-se imprescindível para assegurar um grau mínimo de eficiência para o sistema de controle concentrado. De outra forma, o *tradeoff* para o público investidor ficaria claramente negativo, pois o controlador extrairia mais recursos da companhia para si do que os custos que seriam incorridos para o monitoramento dos administradores, numa estrutura de controle diluído.

Nessa seara, a Lei de Sociedades Anônimas brasileira traz como normas nucleares o art. 115 (conflito de interesses) e os arts. 116 e 117 (exercício abusivo de poder de controle). O Novo Mercado não inovou em relação à matéria, muito embora mereçam destaque as normas que exigem maior transparência das informações da companhia e a que submete os conflitos à solução por arbitragem. Essas regras podem contribuir para tornar mais efetiva a aplicação dos princípios e regras constantes dos referidos arts. 115, 116 e 117, que buscam limitar a atuação do controlador.

Pode-se, agora, examinar os benefícios obtidos pelo controlador nas operações de venda de controle. No sistema de controle concentrado, não há um efetivo mercado de disputa pelo poder de controle, travado no âmbito da bolsa de valores. A alienação do controle depende de negociações diretas com o titular do controle. Assim, ao negociar a alienação, o controlador tem liberdade para definir o preço, reservando para si todo o sobre-valor correspondente ao poder de comandar a empresa.

É interessante observar que a diferença entre o valor das ações que compõem o controle e o das demais ações é tanto maior quanto mais elevado o potencial de extração de benefícios particulares pelo controlador. Assim, em países nos quais a lei é tolerante em relação a esse aspecto, conferindo tutela insuficiente às minorias, o valor das ações de controle costuma ser substancialmente maior que o das ações detidas pela minoria³⁴.

31 Controlling controlling shareholders. cit.

32 Controlling controlling shareholders. cit. p. 6-11.

33 Ibidem.

34 Cf. L. ZINGALES. The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience. *The Review of Financial Studies* 7, 1994, p. 125-148; L. ZINGALES. What determines the value of corporate votes?. *Quarterly Journal of Economics*, CX, 1995, p. 1075-1110; SHLEIFER E VISHNY. A survey of corporate governance. cit.; R. GILSON. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. cit.

Por outro lado, em um ambiente de adequada tutela às minorias, a diferença entre o preço das ações do controlador e das ações dos não-controladores usualmente é menor. Assim, desde que a lei confira tutela adequada às minorias, limitando a possibilidade de o controlador extrair benefícios particulares no curso normal dos negócios ou em operações que acarretem a exclusão ou a diluição da minoria, a disciplina das operações de alienação de controle pode ser menos rigorosa. Isso porque a diferença entre o valor das ações que integram o bloco de controle e o das demais ações de emissão da companhia usualmente é pequena.

Além disso, a possibilidade de o controlador, em níveis adequados, extrair benefícios nas operações de alienação de controle pode significar uma compensação adequada para os custos em que incorre em favor dos demais acionistas ao monitorar os administradores e/ou ao envolver-se diretamente na administração. Ou seja, o eventual sobre-valor de suas ações seria justificável do ponto de vista econômico³⁵.

Por último, as operações de alienação de controle são relevantes para a transferência do poder de comando empresarial para empresários mais eficientes, que possam melhorar o desempenho da empresa. Na medida em que os acionistas minoritários podem continuar na companhia após a alienação de controle, os ganhos decorrentes da melhoria futura de desempenho serão por eles aproveitados.

Esses fatores levam à defesa de uma disciplina menos rigorosa e mais permissiva nas operações de alienação de controle no que diz respeito à imposição de limites ao controlador.

Nesse campo, veja-se que a Lei brasileira assegurou apenas aos acionistas com direito a voto o direito de vender juntamente com o controlador suas ações, e por preço equivalente a 80% do pago ao controlador, o que significa uma admissão implícita de que o controlador pode reservar para si sobre-valor significativo equivalente à importância 20% superior à recebida pelos demais acionistas com direito a voto (art. 254-A, Lei 6.404/1976). Os acionistas sem direito a voto ficam absolutamente excluídos de toda e qualquer proteção. Já o Regulamento do Novo Mercado confere a todos os acionistas da companhia o direito de vender suas ações juntamente com o controlador em operações de alienação de controle, exatamente pelo mesmo valor recebido por este.

Por último, cumpre examinar os benefícios obtidos pelo controlador em operações que acarretem a diluição de minoritários, como operações de fusão ou de incorporação. Essas operações são justamente as que são objeto dos Pareceres de Orientação nº 34 e 35 da CVM, de que se cuidará adiante.

Nessas operações, é importante a adoção de uma disciplina rigorosa. É preciso garantir a equidade, de forma semelhante ao que deve ocorrer em relação às operações de *self dealing*, a que antes se fez referência. Ao disciplinarem-se essas operações, deve-se buscar um quadro análogo ao de uma negociação *arm's length*, em que as partes tenham efetiva possibilidade de negociação³⁶.

Assim deve ser, primeiro, porque, ao contrário das hipóteses de alienação de controle, nas operações de fusão ou de incorporação, os minoritários não participaram automaticamente de nenhum ganho como resultado delas. Daí resulta um incentivo para o controlador, antecipando-se à realização da operação, procurar manipular as atividades da sociedade controlada e o valor de suas ações. Por isso, nessas operações, regras que exijam transparências nas informações, análise por administradores independentes, direito de influenciar decisivamente a deliberação pelas minorias parecem de todo desejáveis. Essas operações serão abordadas mais de perto adiante, quando se analisarem os Pareceres de Orientação nº 34 e 35 da CVM.

Feitas essas considerações, ainda com o objetivo de abordar os problemas específicos do sistema de controle concentrado, importa observar que o controlador pode extrair não apenas benefícios econômicos do controle, mas também benefícios de natureza não-financeira.

Em um ambiente regulatório que limita fortemente os benefícios econômicos que podem ser extraídos do controle, a tendência seria a de uma maior abertura para estruturas de controle diluído. Desde que esta estrutura se apresente como mais eficiente, o controlador poderia decidir pela diluição do controle, na medida em que, na hipótese de assunção do controle por terceiros, ele não ficaria submetido à extração de benefícios particulares por este no futuro. Se isso é verdade, por que mesmo em países com leis societárias rigorosas quanto à disciplina do controlador a estrutura de controle concentrado seria resistente? Além dos fatores de *path dependency*, antes mencionados, ajuda a explicar o fenômeno o fato de que o controlador pode extrair benefícios não-econômicos

35 Controlling controlling shareholders. cit., p. 11-13.

36 Controlling controlling shareholders. cit., p. 11-13.

(patrimoniais). É o caso da proeminência social ou política que o controlador pode assumir por conta do seu poder empresarial.

Para demonstrá-lo, vale observar que, mesmo nos Estados Unidos, em que vigora o sistema de controle diluído, algumas grandes companhias apresentam estrutura de controle concentrado, verificando-se maior frequência desse fenômeno justamente em companhias que exercem atividade que conferem aos seus líderes posição de destaque na vida social e política, como é o caso das empresas de comunicação (jornais, rádio, televisão etc.)³⁷. A existência de benefícios não-econômicos do controle deve também, portanto, ser considerada.

Um último fator a ser lembrado diz respeito à natureza do titular do controle concentrado. Os efeitos podem ser muito distintos se se tratar de um controle exercido por uma família ou por um grupo de investidores financeiros (grandes bancos, como ocorre na Alemanha e, em certa medida, no Japão). O controle familiar suscita questões como o papel dos herdeiros na condução da companhia e a avaliação que o mercado oferece a respeito dessa situação, algo absolutamente irrelevante em estruturas em que o controle concentrado não é exercido por famílias, mas por conglomerados financeiros ou industriais.

Este trabalho não tem a pretensão de examinar, com a profundidade necessária, cada um dos aspectos antes destacados. Pelo contrário, o objetivo é ressaltar que o sistema de controle concentrado pode ser eficiente e coerente com a busca do bem-estar geral, desde que haja regras que limitem, em nível razoável, a capacidade de o controlador extrair benefícios particulares. Para tanto, faz-se necessário o estudo específico dos problemas suscitados pelas estruturas de controle concentrado, em seus mais diversos aspectos, sem que a análise seja obscurecida pela influência de uma visão própria de sistema de controle diluído, no qual as questões oferecem desafios completamente diferentes. Nas linhas anteriores, procurou-se destacar alguns desses aspectos, oferecendo-se uma análise inicial que procura pautar-se pela perspectiva específica do sistema de controle concentrado. Nesse sentido, este trabalho pretende constituir um convite para que novos estudos sejam desenvolvidos a partir dessa perspectiva.

37 Cf. Gilson: "We should observe controlling shareholders in the U.S. in those industries where non-pecuniary private benefits of control are likely to most pronounced. So, for example, one would expect to find controlling shareholders in major newspaper companies, as is the case, for example, with the companies that operate the New York Times, the Washington Post, the Wall Street Journal and, until recently, the Los Angeles Times. Running a major national newspaper puts one at the center of major public and cultural issues, with potential to influence outcome" (Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. cit.).

É nesse ponto que convém examinar os Pareceres de Orientação nº 34 e 35 da CVM, pois, como se verá, eles oferecem material muito interessante para o tipo de análise do direito societário que aqui é pretendida.

VI. OS PARECERES DE ORIENTAÇÃO Nº 34 E 35 DA CVM

Nos últimos anos, acompanhando o movimento de maior preocupação com a governança corporativa no Brasil, a CVM tem intensificado sua atuação *ex ante*, sobretudo por meio da edição de pareceres de orientação.

Segundo a Deliberação CVM nº 1, de 1978, os pareceres de orientação são aqueles por meio dos quais:

[...] a CVM, nos termos do disposto no artigo 13 da Lei 6.385/2976, dará orientação aos agentes do mercado e aos investidores sobre matéria que cabe a CVM regular. Os Pareceres de Orientação servirão também para veicular opiniões da CVM sobre interpretação das Leis nº 6385/1976 e 6.404/1976 no interesse do mercado de capitais.

Assim, no exercício de sua competência regulatória, a CVM tem a prerrogativa de veicular sua interpretação sobre dispositivos da lei societária, orientando os agentes de mercado *ex ante*.

Justamente por meio da edição de dois recentes Pareceres de Orientação, a CVM parece demonstrar a modificação de sua postura regulatória, o que, aliás, ocorreu de forma declarada. Em processo administrativo iniciado com relação ao polêmico Parecer de Orientação CVM nº 34, de 2006, o diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa expressamente observou:

O desenvolvimento recente do mercado acionário brasileiro, o melhor aparelhamento dos investidores institucionais, o desenvolvimento da mídia financeira empresarial, o reforço dos departamentos de análise dos bancos de investimento e das corretoras e o aumento da efetividade da atuação da CVM permitem a migração da estratégia de proibição para a estratégia de legitimação, em casos como o enfrentado pelo Parecer de Orientação 34/06, com ganhos para o sistema.³⁸

Também cuidando da estratégia regulatória da CVM, o diretor Marcos Barbosa Pinto, ao propor a adoção do Parecer de Orientação nº 35, salientou:

38 Passagem do voto proferido nos Processos CVM RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213, relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa.

A meu ver, a CVM cumpre melhor sua função quando orienta o mercado *ex ante*, detalhando de antemão os procedimentos que espera ver cumpridos pelos administradores, do que quando os pune administrativamente com base em padrões genéricos de conduta, ou com base em sua avaliação a respeito da comutatividade do negócio realizado.³⁹

É curioso que, embora ambos os pareceres evidenciem uma modificação da postura regulatória da CVM, acabam por adotar orientações completamente distintas, como se passará a demonstrar.

O Parecer de Orientação nº 34/2006 cuida da definição da relação de troca das ações de titularidade do controlador e dos demais acionistas nas operações de incorporação e de incorporação de ações. De forma resumida, de acordo com o referido parecer, nas operações de incorporação ou de incorporação de ações, o acionista controlador estará impedido de votar se a proposta de incorporação contemplar uma relação de troca que atribua valor diferente às ações do controlador em relação às demais ações. Nesses termos, o Parecer nº 34/06 orienta a interpretação da CVM a respeito do § 1º do art. 115 da Lei 6.404/1976, aplicando o impedimento do direito de voto, por entender incidir no caso a hipótese de **benefício particular**, prevista no mencionado dispositivo.

Assim, a operação de incorporação, contemplando relação de troca de ações com valores distintos, depende de os demais acionistas da companhia (não-beneficiados) aprovarem a operação, perfazendo, para tanto, o *quorum* legal de aprovação, considerando-se o impedimento de voto do controlador. Em posterior consulta formulada, a CVM esclareceu que o impedimento de voto alcançaria apenas os titulares da classe de ações efetivamente alvo do benefício particular. Assim, o acionista que, além de ações da classe beneficiada, for eventualmente titular de ações de outras classes, não estará impedido de exercer seu voto com base nestas últimas⁴⁰.

Não é o caso de aprofundar aqui a análise do Parecer de Orientação nº 34/2006, que tanta polêmica causou após sua publicação. Para isso,

39 Passagem do memorando, de 30 de maio de 2008, pelo qual o diretor Marcos Barbosa Pinto encaminhou a minuta do Parecer de Orientação nº 35 ao colegiado da CVM. A minuta do Parecer de Orientação foi aprovada para ser colocada em audiência pública, nos termos do referido memorando, em reunião extraordinária do colegiado de 2 de junho de 2008. O Parecer de Orientação foi finalmente editado, com poucas modificações, em 1º de setembro de 2008.

40 Consulta da Tele Norte Leste Participações S.A., Proc. RJ 2006/6785, notadamente voto do presidente Marcelo Fernandez Trindade.

seria necessário examinar, com acuidade, o art. 115 da Lei de Sociedades Anônimas e a evolução da disciplina da matéria no direito brasileiro. A esse respeito, com análise profunda e panorâmica, vale conferir *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.*, de E. VALLADÃO A. e N. FRANÇA⁴¹.

Interessa, para o presente trabalho, observar que o Parecer nº 34/2006 abordou uma das situações em que, como se verificou, existe maior tendência de o controlador extrair excessivos benefícios particulares do controle, por meio da diluição das minorias. De fato, a prerrogativa do controlador de aprovar a operação de incorporação e os termos da relação de troca de ações, atribuindo àquelas de sua titularidade um valor superior às detidas pelos demais acionistas, confere uma ampla margem para obtenção de benefícios particulares. Ressalte-se, nesse passo, que a expressão “benefícios particulares” é empregada aqui, como nas demais passagens deste trabalho, não no sentido específico de “benefício particular”, previsto no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, mas em sentido amplo, significando todo e qualquer benefício econômico que o controlador possa extrair da companhia em detrimento dos demais acionistas.

Não obstante configure efetivamente uma hipótese que justifica a imposição de regras restritivas e rigorosas ao controlador, não parece que a solução do impedimento de voto, a partir de uma interpretação bastante questionável do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, constitua a solução desejável. O impedimento de voto, ao eliminar por completo a influência do controlador, pode criar uma situação inversa, qual seja, a de uma minoria com poder de extrair benefícios particulares da operação, em detrimento do interesse social.

Nada indica que *a priori* o interesse do controlador não esteja alinhado com o interesse social⁴²; por outro lado, nada igualmente está a garantir que a minoria esteja alinhada com esse mesmo interesse. Pelo contrário, a depender da estrutura de capital, uma pequena minoria (ou seja, titular de pequena parcela do capital) pode estar muito menos alinhada ao interesse social do que o controlador e, portanto, mais livre para defender o seu interesse próprio, na medida em que dependa apenas de sua vontade a aprovação de determinada operação. De fato, a pequena minoria sofre em menor proporção os efeitos negativos que uma determinada decisão venha a causar à companhia. Torna-se, assim, elevada a

41 São Paulo: Malheiros, 1993.

42 Interesse social no sentido apresentado no capítulo IV, supra.

possibilidade de a minoria fazê-lo, sempre que os ganhos particulares a serem obtidos forem maiores do que essa perda relativa indireta, decorrente do efeito negativo causado sobre a companhia. Nessa linha, o controlador estaria menos propenso a adotar medidas com impactos negativos sobre a companhia, porque teria mais a perder nesta situação do que a minoria.

Por essa razão, a técnica de simplesmente impedir o voto do controlador em determinadas deliberações parece insuficiente. Pode limitar os benefícios particulares a serem extraídos pelo controlador na operação, mas leva a um quadro não menos preocupante de possível obtenção de benefícios particulares pela minoria, tornada soberana na deliberação específica.

Se a solução do impedimento de voto puro e simples não parece adequada, ainda menos clara é a hipótese do **benefício particular**, prevista no § 1º do art. 115 da Lei de Sociedades Anônimas. O Parecer de Orientação nº 34/2006 declaradamente observou que a doutrina dominante é no sentido de que o **benefício particular** configura uma terceira hipótese de impedimento de voto, prevista na Lei 6.404/2006. A interpretação do que seja **benefício particular** para efeito desse impedimento é, no entanto, das mais intrincadas. Prevalece a interpretação de que benefício particular refere-se a toda situação em que o acionista receba um benefício na deliberação, não por aparecer como contraparte, mas por sua qualidade específica de acionista titular de uma determinada classe de ações⁴³. Ou seja, o impedimento de voto deriva de uma situação intrínseca à qualidade de titular de determinada classe de ações, e não de nenhuma situação extrínseca, relativa, por exemplo, à pessoa do acionista.

Adotando essa interpretação, a CVM entendeu que o acionista controlador, ao votar proposta de incorporação contemplando relação de troca das ações de sua titularidade distinta da estabelecida para as demais espécies de ações, configuraria **benefício particular** e, portanto, impedimento de direito de voto. Isso porque o acionista receberia mais ações na operação de incorporação pelo singelo fato de ser titular de ações de uma determinada classe.

O esforço interpretativo é, no entanto, enorme e pouco operacional. Isso fica particularmente claro quando se verifica a discussão travada entre os diretores da CVM, na resposta ao processo de consulta formulado a respeito do Parecer de Orientação nº 34/2006, no que dizia respeito à possibilidade de o

acionista impedido de votar em uma determinada classe de ações poder votar com as ações de que fosse eventualmente titular de outra classe⁴⁴.

Para defender a possibilidade do voto, o presidente Marcelo Trindade observou que o Parecer nº 34: "Reconheceu o impedimento de voto de toda a espécie ou classe, por força de sua situação genericamente considerada, ou da situação particular da classe ou espécie, como se queira". Assim, o impedimento atingiria objetivamente a classe de ações, e não o acionista pessoalmente, que, dessa forma, poderia votar com ações de outra classe, não atingida pelo impedimento, se delas fosse igualmente titular. A análise do interesse econômico do acionista, segundo o voto de Marcelo Trindade, que justificaria a extensão do impedimento de voto às ações de outra classe de sua titularidade, somente poderia ocorrer sob um controle *ex post*, ou seja, como ocorre na generalidade dos casos de conflito de interesses material, disciplinada pelo mesmo art. 115 da Lei 6.404/1976.

Do ponto de vista da técnica jurídica, parece inatacável a posição defendida no voto de Marcelo Trindade. Mas, do ponto de vista da política legislativa, o mesmo poderia ser dito? Ora, se o que importa é evitar que o acionista controlador, em determinadas situações, possa extrair benefícios particulares excessivos da companhia, a solução adequada não seria a de controlar o seu voto em toda e qualquer classe de ações de que seja titular?

De forma genérica, o que se pretende demonstrar é que o esforço de interpretação da CVM sobre o dispositivo que cuida do conflito de interesses na Lei de Sociedades Anônimas parece não levar a solução alinhada com o que se poderia esperar num sistema de controle concentrado, como o brasileiro. Na realidade, mais do que a interpretação do dispositivo pelo órgão regulador, parece de todo necessária a própria revisão do art. 115. O critério do **benefício particular** para o impedimento de voto é pouco claro e operacional. Ainda mais, a própria técnica de simplesmente impedir o voto do acionista é inadequada.

Nesse ponto, o recente Parecer de Orientação nº 35/2008 da CVM oferece caminho mais auspicioso. Ao cuidar das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, o Parecer de Orientação nº 35 não caminha no sentido da proibição do direito de voto, nem se socorre da

43 Cf. E. VALLADÃO, A. e N. FRANÇA. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* cit. p. 88-91.

44 Processo Administrativo CVM RJ 2006/6785, cit.

intrincada interpretação do § 1º do art. 115 da Lei 6.404/1976. Pelo contrário, o Parecer de Orientação corrobora o entendimento de que o controlador pode votar nas deliberações que digam respeito a essas operações. Contudo, por se tratar de operações que potencialmente podem acarretar a extração de excessivos benefícios particulares pelo controlador, o Parecer de Orientação, interpretando os deveres fiduciários impostos pelos arts. 153 e 154 da Lei 6.404/1976 aos administradores, estabelece um procedimento especial para a aprovação dessa deliberação.

Esse procedimento não exclui a participação do controlador, mas antes visa a buscar garantir a equidade do processo. Assim o faz, principalmente, por meio da exigência de uma maior transparência em relação a todos os dados e informações relevantes para a operação e, ainda, pela presunção de que, se a deliberação for aprovada por administradores independentes, ela será considerada comutativa.

Essa solução adotada no Parecer nº 35/2008 contempla uma abordagem do problema, que fundamentalmente é o mesmo, radicalmente distinta da preconizada no Parecer nº 34/2006. Em vez de excluir o controlador da deliberação, passando o poder de decisão aos não-controladores, o Parecer nº 35/2008 procura integrar as diversas partes no processo, sugerindo um procedimento que confere à deliberação uma condição próxima à de uma negociação *arm's length*. Nesse sentido, encontram-se a exigência de maior número de informações, a adoção de um procedimento específico, a formação de um comitê de administradores independentes, a contratação de assessores independentes etc.

De fato, conferir maior transparência e poder aos não-controladores para concordar, ou não, com determinada proposta do controlador (ainda que esta última alternativa, até mesmo tendo em conta os limites impostos pela lei, não tenha sido contemplada no Parecer de Orientação nº 35) parece técnica mais adequada do que o simples impedimento de voto. É técnica que estimula a integração e a cooperação das partes de tal sorte que, das negociações entre ambas, possa chegar-se a uma solução melhor para todos.

Assim, por exemplo, num quadro em que o ganho geral para a companhia seja superior ao eventual ganho obtido particularmente pelo controlador, é possível que os não-controladores acabem por concordar com a deliberação, mesmo diante de uma relação de troca de ações aparentemente não-comuta-

tiva. O importante é que tenham as informações necessárias para realizar sua avaliação e o poder de concordar, ou não, com a proposta do primeiro. Aí está um limite efetivo para o poder do controlador, sem desconsiderar-se o interesse social que, se não se confunde com o interesse do controlador, também não se confunde com o interesse da minoria.

No memorando que encaminhou ao Colegiado da CVM a minuta do parecer, o diretor Marcos Barbosa Pinto, exatamente na linha antes exposta, observou:

Quanto à quarta objeção – de que o parecer desconsidera a influência do controlador sobre os administradores – é preciso reconhecer que essa influência existe. Não custa lembrar, todavia, que essa influência é saudável em muitas situações, pois em muitos casos o interesses dos acionistas está alinhado com o interesse do controlador. Seja como for, o fato é que o parecer procura justamente controlar essa influência, embora sem eliminá-la, por meio de um processo pré-estabelecido de decisão. Esse processo é, acredito, o melhor possível dentro da legislação em vigor. E ele tende a produzir, a curto e médio prazos, resultados muito superiores aos que vêm sendo atingidos atualmente. Por tudo isso, entendo que o parecer de orientação é correto do ponto de vista jurídico e conveniente do ponto de vista regulatório.⁴⁵

Pelas razões antes expostas, o caminho aberto pelo Parecer nº 35/2008 é inteligente e alinhado com as melhores técnicas de disciplina do poder do controlador, em sistemas de controle concentrado como o brasileiro. A orientação nele contemplada é superior à técnica adotada no Parecer de Orientação nº 34/2006, que se limita a impedir o voto do controlador, com os riscos antes assinalados, a partir de uma interpretação, bem fundamentada, mas nem por isso bastante questionável, do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976. Mais importante do que o esforço de interpretar tal dispositivo, seria rever a sua disciplina, na linha do que antes se assinalou. A revisão do art. 115 da lei acionária permitiria a extensão da diretriz adotada pelo Parecer de Orientação nº 35/2008 a outras situações, inclusive a de incorporação e de incorporação de ações objeto do Parecer de Orientação nº 34.

45 Memorando. cit., nota 39, supra.

VII. CONCLUSÃO

O início dos anos 2000 foi prodigioso para o direito societário brasileiro. Os estudos sobre governança corporativa vieram acompanhados de um significativo desenvolvimento do mercado de capitais, sobretudo em 2006 e 2007, no âmbito do Novo Mercado da BOVESPA. Muitas companhias abriram seu capital nesse período e investidores institucionais importantes passaram a atuar ativamente. Deste modo, o fortalecimento do mercado de capitais parece um dado inexorável e poderá levar à evolução das instituições brasileiras que atuam nessa área.

A CVM tem dado mostra de que pretende dar resposta aos imperativos postos pelo desenvolvimento do mercado de capitais, procurando adotar uma estratégia regulatória com maior acento na orientação *ex ante*, deixando assim a postura, puramente passiva, de aplicar sanções punitivas nos casos concretos em que se constatarem ilegalidades ou abusos.

A análise dos casos concretos pelos tribunais arbitrais, como é exigência do Novo Mercado, também deverá contribuir para a formação de um universo de precedentes relevantes, cuja repercussão certamente não ficará adstrita às companhias listadas em tal segmento.

Também há de se considerar o fato de que o desenvolvimento do mercado levou à formação de uma imprensa especializada, que tem levado os debates sobre matéria societária para além do foro dos operadores do direito, ampliando com isso o conhecimento e o nível de exigência dos investidores e dos agentes de mercado em geral.

Essa visão otimista, porém, não deve eludir o fato de que o direito societário enfrentará nos próximos anos importantes desafios. Nesse cenário, o aprofundamento dos estudos alinhados com a realidade econômica brasileira é fundamental e deve ser fortemente estimulado.

Esses estudos, como este trabalho pretendeu demonstrar, devem partir da premissa fundamental de que a realidade brasileira é de uma estrutura de controle fortemente concentrado. Com isso se quer dizer que o estudioso do direito societário deve guardar sempre em mente que o sistema de controle concentrado suscita questões próprias, específicas, muito distintas das apresentadas pelo sistema de controle diluído. A preocupação central do direito societário brasileiro deve ser, portanto, lidar com o conflito entre controlador e não-controlado-

res, ao contrário do que ocorre no sistema de controle diluído, em que o conflito central se dá entre coletividade de acionistas e administradores.

O reconhecimento da predominância do controle concentrado impõe desde logo uma indagação: deve-se buscar a transformação da estrutura para a de controle diluído, sistema havido como superior por grande parte da literatura? A resposta, ainda que fosse positiva, levaria à adoção de posturas ingênuas e pouco efetivas.

A transformação da estrutura de controle dominante em um determinado país não se faz apenas por meio da modificação das regras societárias, ainda que fosse possível aprovar tais modificações. Há uma série de outros fatores, de ordem econômica, social e política, que tornam a estrutura de controle presente em um dado momento histórico altamente resistente a mudanças. Prova disso é que o sistema de controle diluído, havido como mais eficiente, é dominante talvez apenas nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Diante desse quadro, a tarefa do estudioso do direito societário, antes de buscar a transformação do sistema, deve ser a de tornar a lei societária aplicável à estrutura atual o mais eficiente possível, no sentido de ser capaz de levar ao bem-estar geral. É possível fazê-lo em uma estrutura de controle concentrado, como procurou demonstrar este trabalho.

A estrutura de controle concentrado não é ineficiente em si, podendo pelo contrário levar a resultados satisfatórios, desde que a lei societária estabeleça regras adequadas para limitar o poder do controlador de extrair benefícios particulares em detrimento da companhia e dos demais acionistas. Não há de se falar, portanto, no bom sistema de controle diluído e no mau e retrógrado sistema de controle concentrado. Há, sim, boas leis societárias em sistemas de controle diluído e em sistemas de controle concentrado.

O sistema de controle concentrado pode mesmo ser superior, em certa medida, ao de controle diluído, desde que os custos derivados da extração de benefícios particulares pelo controlador sejam iguais ou inferiores ao que seriam incorridos para monitorar os administradores em um sistema de controle diluído (*agency problems*). A ênfase da regulação no sistema de controle concentrado deve ser, portanto, limitar o poder de o controlador extrair benefícios particulares acima de um determinado nível.

Como fazê-lo? Adotando em cada aspecto da vida societária regras claras no sentido de limitar esse poder. A limitação, no entanto, não deve ser na

linha da exclusão ou do não-reconhecimento da influência decisiva do controlador. As soluções devem ser buscadas no sentido de organizar de forma estruturante os diferentes interesses que confluem na empresa. Essa integração estruturante dos interesses deve ocorrer de forma a estimular a cooperação e negociações que conduzam a resultados melhores para todos.

As limitações ao poder do controlador devem ser restritivas e bastante rigorosas no que diz respeito às operações de *self-dealing*, de que antes se cuidou, ocorridas no curso das atividades da companhia; o mesmo deve ocorrer nas operações que podem levar à diluição potencial dos não-controladores (fusão, incorporação etc.). Também importante é a disciplina, ainda que esta possa ser menos restritiva, desde que presente uma regulação adequada para os dois primeiros aspectos antes referidos, nas hipóteses de alienação do controle.

A implantação de um sistema eficiente de controle concentrado não depende apenas, porém, de boas normas legais, mas também da efetividade de sua aplicação. Nesse sentido, o fortalecimento das instituições e dos órgãos julgadores é fundamental.

Ademais, se o direito societário brasileiro resistir à tendência de importar modelos próprios de um sistema completamente distinto, como o do controle diluído, se conseguir encontrar soluções adequadas para a realidade econômica específica do sistema de controle concentrado, indiretamente, criará espaço para a democratização do capital ou, em outras palavras, para a diluição do controle. Isso porque, na medida em que diminuïrem os ganhos particulares obtidos pelos controladores, estes terão maior estímulo para, em um dado momento, concordar em adotar soluções mais eficientes para a empresa, ainda que isso signifique a perda de seu poder.

Esse cenário ainda parece estar longe de se verificar, a despeito do avanço representado pelo Novo Mercado. A maior parte das companhias que integram este segmento ostentam uma estrutura de controle concentrado, não havendo nenhuma indicação de que seus controladores estejam propensos a dividir o seu poder com os demais acionistas. Pelo contrário, é interessante observar que, na maior parte dos estatutos dessas companhias, encontram-se regras similares às presentes nos estatutos de companhias norte-americanas cujo objetivo é conferir aos administradores mecanismos de defesa contra tentativas de aquisição hostil de controle.

No caso das companhias brasileiras, em que o controle é concentrado, essas regras não servem para impedir tentativas de aquisição hostil, mas principalmente para assegurar ao controlador mecanismos de evitar a formação de minorias significativas, que possam resistir ou suplantar o seu poder. De fato, como a totalidade das ações das companhias listadas no Novo Mercado é de ações ordinárias, acionistas controladores que sejam titulares de pelo menos 50% mais uma ação têm interesse em que o capital remanescente permaneça disperso em pequenos investidores, incapazes de resistir ao seu poder. Daí a presença, na maior parte dos estatutos sociais, das regras originadas do direito norte-americano que, aqui, vêm exercer uma função muito distinta.

Somente haverá espaço para o aumento de companhias com controle diluído no Brasil, objetivo altamente desejável, quando a lei societária for eficiente no controle dos benefícios particulares que podem ser extraídos pelo controlador. Enquanto isso não ocorrer, o controlador resistirá a abrir mão de seu poder, pois isso significaria submeter-se a um novo controlador, capaz de extrair para si ganhos relevantes da companhia.

Eis, portanto, em resumo, a tarefa do estudioso de direito societário no Brasil: reconhecer as especificidades da realidade nacional, ou seja, do sistema de controle concentrado tal como se apresenta no país, e a partir dela endereçar as soluções adequadas, tomando como premissa central o conflito entre controlador e não-controladores e, como objetivo fundamental, impedir que o primeiro obtenha benefícios particulares acima de determinados limites. Para tanto, há de se buscarem regras que organizem e integrem os diversos interesses que confluem na empresa, preferindo, sempre que possível, a adoção de técnicas que estimulem comportamentos cooperativos dos agentes, de sorte a encontrar, por si próprios, as soluções melhores para todos.

Em suma, com os limites próprios de uma abordagem genérica como a que foi aqui empreendida, este trabalho pretende contribuir para destacar algumas das diretrizes da regulação societária em ambiente de estrutura concentrada de poder de controle, as quais poderão ser úteis na solução dos inúmeros problemas que certamente serão enfrentados pelo direito societário nos anos vindouros, em vista do movimento abrupto e recente de desenvolvimento do mercado de capitais no país.