

**INSTITUTO BRASILEIRO DE ENSINO, DESENVOLVIMENTO E PESQUISA - IDP  
ESCOLA DE DIREITO DE BRASÍLIA - EDB  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**GUILHERME AUGUSTO CALDAS MARIANO**

**LIMITES AO PODER DE CONTROLE NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**

**BRASÍLIA,  
NOVEMBRO 2020**

**GUILHERME AUGUSTO CALDAS MARIANO**

**LIMITES AO PODER DE CONTROLE NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à banca examinadora como requisito parcial para a conclusão do curso de Direito e obtenção do título de bacharel em Direito pela Escola de Direito de Brasília - EDB/IDP.

Orientador: Prof. Me. Leandro Oliveira Gobbo

**BRASÍLIA,  
NOVEMBRO 2020**

**GUILHERME AUGUSTO CALDAS MARIANO**

**LIMITES AO PODER DE CONTROLE NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à banca examinadora como requisito parcial para a conclusão do curso de Direito e obtenção do título de bacharel em Direito pela Escola de Direito de Brasília - EDB/IDP.

Orientador: Prof. Me. Leandro Oliveira Gobbo

Brasília-DF, 18 de novembro de 2020

---

Prof. Me. Leandro Oliveira Gobbo  
Escola de Direito de Brasília EDB/IDP  
Professor Orientador

---

Prof. Dr. Daniel Gustavo Falcão P. dos Reis  
Escola de Direito de Brasília EDB/IDP  
Membro da Banca Examinadora

---

Prof. Dr. Henrique Arake  
Escola de Direito de Brasília EDB/IDP  
Membro da Banca Examinadora

## RESUMO

O poder de controle nas companhias de capital aberto tem sido objeto de amplo debate por parte dos doutrinadores e estudiosos do tema. Diante desse cenário, visando promover maior proteção aos acionistas minoritários, que direcionam seus recursos financeiros para o mercado de ações com a finalidade de multiplicar os valores investidos, questiona-se quais seriam os limites de atuação dos acionistas controladores diante das rotinas empresariais aos quais estão constantemente envolvidos. Nesse desígnio, serão utilizados conceitos doutrinários e legais, além de eventuais jurisprudências acerca da temática abordada para, então, obter as respostas relacionadas aos limites de atuação por parte daqueles que detém o poder de controle dentro das sociedades anônimas, em função de assegurar maior segurança para os investidores e para aqueles que, de alguma forma, se beneficiam de um mercado de capitais forte e independente.

**Palavras-chaves:** Sociedade Anônima; Poder de Controle; Limitação do Poder; Acionistas Minoritários; Órgãos Sociais; Lei 6.404/1976.

## ABSTRACT

The power of the controller some aspects of publicly traded company has been widely debated by scholars and indoctrinators. In the current scenario, in order to promote better protection for minor shareholders who invest their personal resources into the stock market for a greater return of the investment, it is questionable what would be the acting boundaries of these controlling shareholders in view of the business corporation routines which they control. With this in mind, doctrinal and legal concepts will be used together with existing jurisprudence on the issue to analyze and provide answers for possible scenarios aiming to provide concepts to curb the controlling shareholders power over business corporations and to ensure all investors a safer, stronger, independent and transparent management of open capital enterprises.

**Keywords:** Business Corporations; Power of the Controller; Power Limitation; Minority Shareholders; Supervisory Board; Law 6.404/1976.

## LISTA DE ABREVIATURAS

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

CPF - Cadastro de Pessoa Física

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

LSA - Lei das Sociedades por Ações (L. 6404/1976)

OPA - Oferta pública de aquisição de ações

PA - Processo Administrativo

SA - Sociedade Anônima

TJSP - Tribunal de Justiça de São Paulo

§ - Parágrafo

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>1</b>
<b>1. A COMPANHIA</b> .....	<b>2</b>
1.1. Noções Históricas .....	2
1.2. A sociedade anônima e seus conceitos básicos relacionados .....	6
1.2.1. <i>Companhia aberta e fechada</i> .....	7
1.2.2. <i>Ações</i> .....	9
1.2.3. <i>Acionista Controlador</i> .....	14
1.2.4. <i>Acionista Minoritário</i> .....	19
<b>2. PODER DE CONTROLE</b> .....	<b>21</b>
2.1. Disposições Gerais e Classificações Doutrinárias.....	21
2.2. Direitos e proteções do acionista minoritário frente aos controladores ....	28
<b>3. ESTRUTURA ORGANIZACIONAL DA SOCIEDADE ANÔNIMA</b> .....	<b>33</b>
3.1. Assembleia-Geral .....	33
3.2. Conselho de Administração .....	38
3.3. Diretoria.....	41
3.4. Conselho Fiscal.....	42
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>49</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>53</b>

## INTRODUÇÃO

O poder de controle nas companhias, o qual constitui tema central deste estudo, sobretudo aquelas que possuem capital aberto, é assunto que vem sendo amplamente debatido no âmbito das discussões jurídicas relacionadas ao mercado financeiro, tendo em vista que, no Brasil, o número de investidores, atuantes por meio da pessoa física, vem avançando de maneira crescente, com cerca de 2 milhões de CPFs cadastrados em contas de investimento, representando mais que o dobro registrado em julho de 2019, conforme dados oficiais da B3 por meio de relatório divulgado em abril de 2020 (BALCÃO, 2020, p. 3).

Deste total de investidores, 1,7 milhão são de CPFs com posições acionárias, representando quase a totalidade dos investimentos, de modo que as ações são o principal produto escolhido por aqueles que desejam formatar um portfólio em renda variável (BALCÃO, 2020, p. 7).

Diante desse cenário, é de suma importância analisar quais os direitos que estes acionistas minoritários, ditos investidores, possuem frente aos controladores das grandes companhias brasileiras, de modo a compreender os limites aos quais esses dirigentes de grandes negócios estão submetidos a fim de que os recursos investidos pelos demais acionistas estejam minimamente protegidos contra abusos eventualmente causados por aqueles detentores do poder.

Nesse sentido, muitos debates têm se instalado a respeito das relações existentes entre acionistas majoritários e minoritários, como no caso do Banco do Brasil que, em dada situação, segundo o ministro da economia Paulo Guedes, vem demonstrando resistência em reduzir os juros, por pressões de acionistas minoritários<sup>1</sup>.

Nessa conjuntura, a pesquisa apresenta-se plenamente passível de ser realizada, visto que o conteúdo acadêmico — representado por diversos artigos científicos, teses e doutrinas —, além da jurisprudência e também decisões da CVM, que opera no âmbito administrativo, é amplamente disponibilizado para estudo.

---

<sup>1</sup> Em reunião ministerial ocorrida em 22 de abril de 2020, por exemplo, fica evidente o debate acerca desse fato em que, apesar do presidente da república Jair Bolsonaro se mostrar contrário à privatização da estatal, o ministro da economia Paulo Guedes vem defendendo a ideia em sentido oposto. Na mesma ocasião, o ministro levantou questionamentos ao presidente do Banco do Brasil, que também participava da respectiva reunião, referentes à possibilidade de redução dos juros a fim de puxar os demais bancos a taxas mais competitivas, e que a referida estatal não tomaria tais posicionamentos em virtude de pressões de acionistas minoritários. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/guedes-que-vender-o-banco-do-brasil-agora-bolsonaro-so-em-2023/>.



Dessa forma, o poder de controle dentro das companhias é tema que apresenta grande relevância para pesquisa, uma vez que impacta significativamente na forma pela qual se desenvolve o mercado de capitais no país, trazendo mais ou menos confiança para possíveis investidores que buscam introduzir seus recursos nas empresas brasileiras e, em se confirmando um cenário propício na direção dessas anônimas, contribuir para a geração e distribuição da riqueza.

## **1. A COMPANHIA**

### **1.1. Noções Históricas**

O modelo social de companhia é um fenômeno que não se limitou à contribuição de apenas um único povo, mas sofreu influências contributivas de diversos modos de produção durante seu período de formação (LORIA, 2012, p. 2), de forma que, “tão logo a vida empresarial tomou impulso, buscou a associação de capitais e de esforços para tornar possível a multiplicação dos lucros” (BLOK, 2012, p. 2).

Desde então, a origem de tais sociedades, doutrinariamente, tem sido objeto de diversas discussões ao longo do tempo, buscando cada autor trazer seu ponto de vista sobre quando se deram os primeiros traços destas organizações econômicas.

Dessa forma, enquanto alguns entendem que o ponto de partida das respectivas anônimas tenha se originado nas associações dos credores do Estado, existentes na Idade Média, outros buscam compreender sua origem no âmbito das sociedades holandesas, fundadas em meados do século XVII, com o objetivo de explorar terras ultramarinas (MARTINS, 2015, p. 237).

De qualquer modo, verifica-se que já existiam traços característicos das sociedades anônimas nas associações navais da Idade Média, as quais eram constituídas por grupos de pessoas que desejavam construir navios para expedições marítimas<sup>2</sup>, de modo que as grandes embarcações eram divididas em frações de valores livremente cessíveis por seus proprietários, e estes, por sua vez, possuíam a responsabilidade limitada ao valor do navio (MARTINS, 2015, p. 237).

---

<sup>2</sup> Em virtude dos descobrimentos, houve a necessidade de aumento da produção em escala superior aos patamares até então praticados na época, e com volume de recursos financeiros cada vez mais elevado, uma vez que existiam grandes probabilidades de retornos financeiros, surgindo, nesse sentido, as primeiras companhias colonizadoras (LORIA, 2012, p. 8).

Ao final da Idade Média, muitos capitalistas emitiam empréstimos aos Estados a fim de financiar a construção de obras públicas e, em contrapartida, receber o direito de cobrar impostos como forma de pagamento dos juros dos empréstimos (MARTINS, 2015, p. 237).

Para facilitar a cobrança desses tributos, os respectivos credores constituíam associações, denominada *mons*, de forma que o valor dos empréstimos de cada associado era, de maneira proporcional, equivalente às quotas do capital social, visto que todo o montante do capital da associação era fracionado em partes de igual valor, permitindo também a negociação desses títulos entre seus detentores, que também possuíam responsabilidade limitada ao montante aportado, o qual era equivalente ao empréstimo emitido inicialmente ao próprio Estado (MARTINS, 2015, p. 237).

Exemplo dessas sociedades foi a denominada Casa de São Jorge, fundada na cidade de Gênova, em 1407, que, segundo Gilissen, foi constituída como uma das primeiras antecedentes das sociedades anônimas (GILISSEN *apud* TOMAZETTE, 2013, p. 395).

Posteriormente transformada no Banco de São Jorge, a referida sociedade, agora com caráter comercial e, outrossim, finalidades especulativas, passou a obter, dentro de sua estrutura, títulos de renda, os quais passaram a exercer o caráter de ações, tornando possível aos seus possuidores perceberem não apenas os juros dos empréstimos emitidos inicialmente, mas também os lucros (ou dividendos) adquiridos pelas atividades bancárias que eram realizadas pela instituição (MARTINS, 2015, p. 237).

Pirenne acrescenta que as cidades italianas, em meados do século XII, conferiam o direito de cobrança de parte de suas receitas aos respectivos credores, observado o limite de pagamento das dívidas, de modo que, em 1164, a cidade de Gênova, por 11 anos, concedeu determinada parcela de suas receitas a uma sociedade chamada Monte, como forma de pagamento dos débitos devidos, e permitindo aos credores a negociação de seus títulos com terceiros, originando-se, a partir disso, a *Casa de San Giorgio* (PIRENNE *apud* LORIA, 2012, p. 6).

A maior parte dos autores, no entanto, entende que as sociedades coloniais do início do século XVII teriam sido, de fato, as primeiras anônimas existentes<sup>3</sup>, como no caso da Companhia das Índias Orientais, fundada em 1602, reconhecida por ser a primeira sociedade anônima (ASCARELLI *apud* TOMAZETTE, 2013, p. 395).

Nesse sentido, cuidava-se de uma companhia instituída pelo próprio Estado, constituída tanto por capital público quanto privado, e criada para desempenhar atividades ligadas ao descobrimento e posterior colonização de novas terras, atinentes ao Governo, de maneira que tais expedições foram se tornando comuns na Europa (TOMAZETTE, 2013, p. 396).

Para Galgano, as Companhias das Índias dos séculos XVII e XVIII, além de terem sido as companhias precursoras da era moderna, teriam sido as primeiras a adotarem o sistema de limitação da responsabilidade ampliada a todos os sócios, como também o fracionamento do capital social em ações (GALGANO *apud* LORIA, 2012, p. 9).

Segundo Fran Martins, essas companhias, financiadas por meio de recolhimento de recursos entre o povo, gozavam de verdadeiros privilégios governamentais para sua criação, tais como os favores estatais que eram concedidos, sendo, portanto, necessária a licença por parte do Estado para que pudessem ser constituídas (MARTINS, 2015, p. 238).

Tais privilégios se encaixam justamente com a primeira fase do processo de evolução das sociedades anônimas mencionado por Marlon Tomazette<sup>4</sup>, por meio da qual predominava-se uma posição totalmente arbitrária por parte do Estado para a criação dessas companhias (TOMAZETTE, 2013, p. 396).

Um exemplo, no Brasil, foi a criação, pelo regente D. João, em 12 de outubro de 1808, do Banco do Brasil, sendo emitidas 1200 ações no valor unitário de um conto de réis, representando o primeiro lançamento público de ações no país, não obstante o banco tenha durado apenas até 1833, período em que foi liquidado devido ao retorno de D. João VI e da Corte a Portugal (LORIA, 2012, p. 11).

---

<sup>3</sup> Nesse sentido, Rubens Requião defende que a sociedade por ações teria surgido em meados do século XV, definindo sua tipicidade por volta do século XVII, de sorte que, segundo ele, praticamente todos os autores estão em concordância quanto a isso, acrescentando, inclusive, que a primeira delas teria surgido em 1608, na Holanda (REQUIÃO, 2010, p. 3).

<sup>4</sup> Tomazette classificou o processo evolutivo das sociedades anônimas em três fases: privilégio, autorização governamental e liberdade plena (TOMAZETTE, 2013, p. 395).

A segunda fase desse processo evolutivo consiste no período em que foi editado, em 1807, o Código Comercial Francês, em que a constituição de uma sociedade era condicionada a uma autorização governamental, não se tratando mais de um privilégio, como era anteriormente por meio das concessões arbitrárias, mas de um processo autorizativo que seria concedido diante da regularidade da futura estrutura societária (TOMAZETTE, 2013, p. 396).

Um pouco mais tarde, no Brasil, essa fase ocorreu após a edição do Decreto nº 575, de 1849, passando a exigir, no país, apenas a autorização governamental para que as sociedades pudessem ser instituídas, regra essa, inclusive, mantida na vigência do Código Comercial de 1850, necessitando, no entanto, de aprovação do Poder Legislativo caso a companhia fosse detentora de algum privilégio (LORIA, 2012, p. 12).

O regime da liberdade plena, por sua vez, consistindo na terceira e última fase do processo evolutivo das sociedades acionárias, também se iniciou na França, em meados de 1867, determinando que a originação de eventuais sociedades comerciais estivessem sujeitas a obediência de regras específicas, cumpridas formalmente, estabelecidas em lei, gozando, portanto, dos privilégios atinentes à sociedade anônima (BULGARELLI, 2001, p. 64).

Isso se deu, também, em face dos grandes impactos que foram gerados por meio da Revolução Industrial, a qual deu início a um novo ciclo da história das sociedades por ações, tendo em vista que a criação da máquina a vapor, em substituição às fontes animais de energia, o surgimento de um novo modelo de organização das empresas, a especialização e divisão do trabalho, dentre outros, foram fundamentais para promoverem transformações profundas ao modo de produção até então conhecidos (LORIA, 2012, p. 10).

Nesse período, a necessidade de capital se tornou cada vez mais intensa, exigindo aportes cada vez maiores por parte dos investidores, do mesmo modo como exigiam as companhias pretéritas de exploração do Novo Mundo<sup>5</sup>, as quais constituíam uma maneira eficaz para a captação de poupança popular (LORIA, 2012, p. 11).

Nos tempos atuais, as sociedades anônimas se traduziram em fortes organismos para os quais o Estado, constantemente, tem voltado sua atenção,

---

<sup>5</sup> Novo Mundo é expressão utilizada por Loria para designar o recém descoberto continente americano.

estabelecendo regras cada vez mais restritivas quanto ao arbítrio dos sócios de elegerem condições que os beneficiem durante a execução da atividade empresarial (MARTINS, 2015, p. 238).

Ademais, a força crescente das Companhias ao longo do século XX, aliada a expansão transnacional de seus produtos e serviços, tem criado um cenário ideal para se fundamentar a ideia da moderna teoria neoliberal, a qual se baseia na premissa da sociedade anônima globalizada (MARTINS, 2015, p. 238).

## **1.2. A sociedade anônima e seus conceitos básicos relacionados**

Na busca de se tentar compreender os diversos padrões de gestão para os negócios explorados na atividade empresarial, padrões que, por sua vez, são estabelecidos pelas denominadas práticas de governança corporativa (RAMOS, 2014, s.n), bem como na busca de entender os limites aos quais os controladores dessas grandes instituições estão sujeitos, faz-se fundamental discorrer a respeito do conceito de sociedade anônima, bem como de outros que compõem a sua estrutura.

As sociedades por ações são regidas por lei específica — Lei 6.404 de 1976 — que resultou de projeto de autoria de Alfredo Lamy Filho e José Luís Bulhões Pedreira, surgindo em um contexto bastante complicado da economia brasileira, sobretudo após o *boom* de 1971, o qual foi marcado por um período de intensa especulação no mercado de ações, causando, com isso, grandes prejuízos aos investidores do país, fazendo com que as autoridades nacionais voltassem suas atenções à criação de novas normas que proporcionassem maior proteção aos acionistas minoritários e ao mercado em geral, fato que foi concretizado com a edição da referida Lei das Sociedades Anônimas — LSA (RAMOS, 2014, p. 276).

Nos termos do art. 1º da mencionada lei, a sociedade anônima, também denominada companhia, “terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (BRASIL, 1976).

A sociedade anônima, ou companhia, segundo Waldo Fazzio:

é a pessoa jurídica de direito privado, empresária por força de lei, regida por um estatuto e identificada por uma denominação, criada com o objetivo de auferir lucro mediante o exercício da empresa, cujo capital é dividido em frações transmissíveis, compostas por sócios de responsabilidade limitada ao pagamento das ações subscritas (FAZZIO, 2015, p. 181).

Para Frans Martins, baseando-se nas ideias de Tullio Ascarelli, a “sociedade anônima é a sociedade na qual o capital é dividido em ações, limitando-se a responsabilidade do sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (MARTINS, 2015, p. 235). Segundo ele, essas sociedades possuem um modo específico de constituição, com a sujeição de seu respectivo funcionamento às normas estabelecidas na lei ou no estatuto social, sendo, pois, consideradas sociedades institucionais ou normativas, sem vínculos contratuais entre os sócios, visto não se configurarem como sociedades contratuais (MARTINS, 2015, p. 235).

Verifica-se, portanto, que, dentro de sua estrutura conceitual, diversos outros assuntos se mostram igualmente importantes e fundamentais para o entendimento acerca do funcionamento de sua estrutura interna, sobretudo em relação aos acionistas, sejam controladores ou não, e as ações propriamente ditas, os quais serão tratados a seguir.

### **1.2.1. Companhia aberta e fechada**

Preliminarmente, nos termos do art. 4º da LSA, “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 1976).

Em um primeiro momento, constata-se que o principal diferencial entre uma SA aberta e uma fechada está na evidência de que a companhia aberta tem seus valores mobiliários em negociação no mercado de capitais, enquanto que a SA fechada não possui tal característica (OLIVEIRA, 2012, p. 3).

Para Oliveira (2012, p. 3), tal interpretação, apesar de resolver o problema, não é completa, tendo em vista acobertar-se de certa simplicidade, podendo, inclusive, induzir a equívoco materialmente expressivo, tendo em vista que, apesar da legislação acionária dispor que as anônimas abertas são aquelas que possuam seus valores mobiliários sujeitos à negociação em bolsa de valores, sabe-se que existem sociedades abertas nas quais seus respectivos valores mobiliários não são negociados no mercado de capitais.

Nesse sentido, o diferencial entre a SA aberta e a SA fechada é o fato de a companhia aberta ter o registro concedido pela CVM, assegurando a possibilidade de negociação dos valores mobiliários no momento em que a anônima entender mais conveniente para si própria, dispensando-se qualquer outro pedido de registro

à autarquia, salvo quando do registro da oferta a ser efetivada (OLIVEIRA, 2012, p. 3).

Também, de acordo com a Instrução CVM 480, o pedido de registro de SA aberta pode perfeitamente ser feito independentemente do pedido de registro de oferta pública (BRASIL, 2009).

O processo de abertura de capital e o respectivo registro da sociedade anônima na Comissão de Valores Mobiliários são regulamentados pela Lei 10.303 de 2001 e pela instrução normativa 202/1993, da CVM, sendo essencial que, para possibilitar a abertura do capital, é primordial que a empresa esteja definida como uma sociedade anônima, que é aquela cujo capital é fracionado em ações (FORTUNA, 2008, p. 638-639).

Após a abertura do capital da companhia, aqueles que efetuaram a compra das ações recém lançadas passam, então, a fazer parte da estrutura acionária, sendo-lhes garantido os mesmos direitos assegurados aos acionistas controladores, como a participação nos resultados, a participação no acervo em caso de futura liquidação, o direito de exercer a fiscalização da gestão dos negócios da SA, a preferência nas subscrições de ações a serem emitidas pela anônima, bem como o direito de retirada (OLIVEIRA, 2012, p. 3).

Então, mesmo que a quantidade adquirida pelo acionista seja pequena, irrelevante quando comparada ao total das ações da companhia, ele é detentor de direitos e deveres frente aos demais participantes na sociedade, de modo que o aporte por ele realizado jamais pode ser menosprezado em virtude de eventuais comparações com o aporte efetuado pelos acionistas controladores, uma vez que todos eles financiaram o quantitativo necessário para o funcionamento da companhia (OLIVEIRA, 2012, p. 3-4).

Por fim, sabendo-se que os controladores são detentores da maior parcela da participação societária, de modo a indicar a maioria dos membros da alta administração, de acordo com seus critérios de gestão, é fundamental que os detentores do poder de controle adotem medidas de transparência para com os minoritários e o mercado em geral, fornecendo as informações necessárias relacionadas aos seus balanços financeiros, nos termos estabelecidos pela CVM (OLIVEIRA, 2012, p. 4).

Afinal, segundo Karina Cardoso de Oliveira, “o direito à fiscalização está relacionado com a obrigação, por parte da companhia aberta, de fornecer as informações entendidas como necessárias para o conhecimento do investidor” (OLIVEIRA, 2012, p. 4).

### **1.2.2. Ações**

As ações podem ser entendidas como sendo “valores mobiliários representativos de unidade do capital social de sociedade anônima, que conferem aos seus titulares um complexo de direitos, deveres e obrigações” (COELHO, 2017, p. 210). Por sua vez, os valores mobiliários são títulos de investimentos emitidos pelas companhias para angariar recursos, de forma que as ações, caracterizadas por serem investimentos de amplo acesso ao público, constituem apenas uma das formas desses títulos (FAZZIO JÚNIOR, 2015, 269).

O termo ação foi designado pela primeira vez com o significado de fração do capital social, a fim de “designar os *carati*, cotas de condomínio naval de companhias holandesas, nos século XVI” (GASPERONI *apud* FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 269).

Segundo Fazzio Junior, as ações são títulos de investimentos que representam a unidade do capital social da companhia, conferindo aos titulares desses ativos um regime próprio de direitos e deveres, sendo elas, portanto, a fração, de igual valor, em que se divide o capital da sociedade anônima, e atribuindo, por conseguinte, a condição de sócio àqueles que as possuem (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 270).

Segundo a espécie, as ações podem ser: ordinárias<sup>6</sup>, que são aquelas de emissão obrigatória, assegurando-se os direitos reservados por lei ao acionista comum, não necessitando, portanto, que sejam disciplinadas pelo estatuto da companhia; ou preferenciais, assegurando aos seus titulares determinados direitos diferenciados, como, por exemplo, a prioridade na distribuição de dividendos ou reembolso de capital, com ou sem prêmio (COELHO, 2017, p. 210).

As ações preferenciais podem ou não atribuir o direito de voto aos seus titulares. Entretanto, as ações preferenciais sem direito a voto ou com limitações ao

---

<sup>6</sup> Também conhecidas como ações de direção, as ações ordinárias conferem, além da participação no recebimento de dividendos, a possibilidade de voto nas deliberações sociais (FAZZIO, 2015, p. 275).



exercício desse direito, para que possam ser negociadas no mercado de valores mobiliários, deverão possuir pelo menos uma das preferências discriminadas no art. 17, § 1º da LSA:

[...] § 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias (BRASIL, 1976).

Ademais, companhia está limitada a emitir, no máximo, 50% de ações preferenciais caso elas não possuam direito a voto ou estejam sujeitas a restrição no exercício desse direito, conforme determina o art. 15, § 2º da LSA (BRASIL, 1976).

Quanto à forma, as ações podem ser classificadas em nominativas ou escriturais, sendo que o critério diferenciador entre elas tem relação com a maneira pela qual elas são transmissíveis a outros titulares, levando-se em conta o negócio jurídico que executa a transferência das ações (COELHO, 2017, p. 211).

As ações nominativas, que circulam por meio de registro em livro próprio da sociedade emitente, denominado Livro de Transferência de Ações Nominativas, o qual é datado e assinado pelo cedente e cessionário, são aquelas que possuem, em seu certificado, a inscrição expressa do nome do acionista (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 284).

Por sua vez as ações escriturais, conforme ensina Arnoldo Wald, são valores patrimoniais incorpóreos que transmitem aos respectivos titulares os direitos e

obrigações atinentes à qualidade de sócio, de modo que a transferência de tais ativos se processa mediante escrituração, assentadas nas instituições responsáveis por sua administração e depósito (WALD *apud* FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 285).

Tratam-se, portanto, as escriturais, de ações mantidas em contas de depósito, em nome daqueles em que são titulares, sem a emissão de certificado, sendo representadas por lançamento contábil, depositadas em conta de instituição financeira devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários — CVM para manter tais serviços de escrituração, inscrita nos respectivos livros da depositária, e cuja transferência ocorre por mero lançamento (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 285).

Quanto à negociação das próprias ações por parte da companhia, a LSA é clara em estabelecer, no art. 30, a respeito da proibição desse procedimento. No entanto, foram estabelecidas algumas exceções no § 1º do mencionado dispositivo:

§ 1º Nessa proibição não se compreendem: a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea *b* e mantidas em tesouraria; d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída (BRASIL, 1976).

Cabe ressaltar, no entanto, sob pena de nulidade, que a recompra das próprias ações pela sociedade anônima aberta está vinculada às regras estabelecidas pela CVM, estando a companhia sujeita previamente a autorizações da autarquia, a depender do caso (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 270).

Sobre o tema, é importante dizer que existem aspectos tanto de ordem econômica quanto outros de ordem legal que motivam as empresas a aprovarem os programas de recompra de suas próprias ações (CIRRI, 2015, p. 2).

Sob o aspecto econômico, a recompra de ações pode fornecer um certo controle sobre o conflito de interesse entre administradores e acionistas no que se refere à distribuição de recursos oriundos das companhias com grande fluxo de caixa disponível, ou seja, compostas por caixa superior àquele necessário para financiar todos os eventuais projetos com valor atual positivo (JENSEN *apud* CIRRI, 2015, p. 2).

Ao se pagar o preço das ações, ocorre uma ligeira redução do caixa da companhia, tornando os recursos em dinheiro menos disponível, de tal forma que os administradores, agora com menos recursos em mãos, tornariam-se mais seletivos com os investimentos a serem realizados, evitando, com isso, o aumento dos riscos com a implementação de projetos em número excessivamente elevados, e com retornos inferiores aos que os próprios acionistas teriam caso tivessem recebido os recursos por meio de proventos e realizassem, eles próprios, investimentos em outros projetos empresariais (CIRRI, 2015, p. 2).

Ainda, sob os aspectos meramente econômico, a recompra dos próprios ativos pode ser uma maneira de sinalizar ao mercado que as ações estão descontadas, possibilitando, dessa forma, ganhos futuros com eventual valorização<sup>7</sup>, ou até mesmo que a administração esteja buscando investir em projetos rentáveis que ainda não foram tornados públicos, amenizando, conseqüentemente, a assimetria de informações entre a companhia e o mercado (CIRRI, 2015, p. 3).

Por outro lado, também seria possível interpretar que a companhia, ao recomprar suas ações, não possuiria projetos com valor atual positivo para empreender a curto e médio prazos, fato que passaria, ao mercado, a ideia de que o investimento em suas ações não traria retornos satisfatórios, por não ser frutífera no futuro (CIRRI, 2015, p. 3).

Quanto aos aspectos jurídicos, a CVM já chegou a se manifestar sobre o tema no âmbito do PA nº RJ 2008/4587 e RJ 2008/2535, entendendo como plausível a recompra de ações com base em lucros intercalares (BRASIL, 2008). Entretanto, apesar disso, o entendimento não foi unânime.

A CVM entende que é válida a recompra que se fundamenta em lucros apurados nos balanços intermediários, seguindo a mesma lógica da possibilidade de se distribuir dividendos intercalares (CIRRI, 2015, p. 5).

A LSA não restringiu a distribuição de dividendos avaliados em balanços semestrais, mas estabeleceu limitação para os proventos distribuídos em períodos

---

<sup>7</sup> Em 12 de março de 2020, em meio ao ápice da crise do covid-19, o Banco Inter S.A, em fato relevante, anunciou, conforme deliberação do Conselho de Administração, a aprovação de programa de recompra de ações, sendo autorizada a compra de até 13.375.530 de ações ordinárias e 29.544.864 de ações preferenciais de emissão do próprio Banco, equivalentes a até 10% das ações em circulação no mercado de capitais, para manutenção em tesouraria, cancelamento ou recolocação no mercado ou, ainda, pagamento de remuneração aos executivos do Banco (Disponível em: <https://ri.bancointer.com.br/ListaBusca.aspx?busca=fato%20relevante>).

inferiores (CIRRI, 2015, p. 5), de tal sorte que as companhias até podem distribuir proventos dentro do período semestral caso a totalidade dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não ultrapasse o montante das reservas de capital (EIZIRIC *apud* CIRRI, 2015, p. 6).

Dessa maneira, passados seis meses desde o início do exercício social, a sociedade empresária, desde que previsto em seu estatuto social, poderá elaborar seu balanço e distribuir a totalidade ou parte de seus lucros, sem que, para isso, esteja limitada ao *quantum* da reserva de capital, mas os lucros estabelecidos em periodicidades menores, como aqueles apurados trimestralmente, somente poderão ser distribuídos aos acionistas desde que correspondam ao saldo da reserva de capital da companhia (CIRRI, 2015, p. 6).

De igual modo, uma das exceções ao art. 30 da LSA, estabelecida em seu § 1º, alínea a, é justamente a recompra das próprias ações para permanecerem em tesouraria ou eventual cancelamento, desde que seja respeitado o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem a redução do capital social.

Em um de seus votos, no âmbito do PA nº RJ 2008/4587 e RJ 2008/2535, da Comissão de Valores Mobiliários, Loria faz referência aos ensinamentos de José Edwaldo Tavares Borba, segundo o qual a exigência das reservas de lucros tem a finalidade de preservar o capital social, pois, do contrário, a recompra das próprias ações resultaria na anulação dos ativos que representam o próprio capital da companhia e, em caso de eventual liquidação da sociedade, tais ativos não teriam nenhum valor, por representarem as próprias ações da anônima (BORBA *apud* BRASIL, PA4587 e PA2535, 2008, p. 4).

Em verdade, a LSA proíbe a utilização da reserva legal precisamente por entender que essa reserva existe para proteger o capital social, que “somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital”, conforme estabelece em seu art. 193, § 2º (BRASIL, 1976).

O objetivo, então, da criação dessa reserva, é impedir que os órgãos sociais, como a Assembléia-Geral e Conselho de Administração, deliberem no sentido de distribuir todo o lucro apurado, diminuindo, com isso, o patrimônio líquido ao valor do capital social, e deixando a companhia vulnerável a eventuais prejuízos futuros, os quais representarão respectiva perda do capital social (PEDREIRA *apud* CIRRI, 2015, p. 12).

Portanto, a recompra das próprias ações, sem respeitar tal reserva, pode implicar em sérios riscos tanto aos credores, como aos próprios acionistas, pois, em eventuais crises, suas ações poderiam sofrer grandes impactos negativos no mercado, de modo que melhor seria se a companhia não as tivesse em sua tesouraria.

### **1.2.3. Acionista Controlador**

As sociedades anônimas brasileiras — diversamente do que ocorre na maioria das companhias dos Estados Unidos, que se caracterizam por larga base de acionistas pulverizados, os quais assumem grande relevância no mercado — não possuem, em seu histórico, a participação acionária de grande número de investidores, visto que a maior parcela das companhias, até hoje, são controladas por acionistas que, na maior parte das vezes, são legatários familiares dos próprios fundadores da anônima (RAMALHO, 2014, p. 3).

Ao fazer menção ao poder de controle, e das diversas formas de se controlar esse poder, Comparato ensina que controle se trata da “prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior” (COMPARATO *apud* CASQUET, 2013, p. 30).

Essa ideia de controle, a qual é exercida pelo acionista controlador, é relacionada ao fato de que ele tem em suas mãos a possibilidade de dispor de patrimônio de outrem, fato justificador de maior proteção aos minoritários, e maior responsabilidade na gestão dos recursos empresariais por parte de quem detém o poder (CASQUET, 2013, p. 30), pois, do contrário, entrará em evidência a ditadura, e cairá por terra a democracia social (MUNIZ, 2005, p.1).

Dessa forma, tem-se em evidência que o acionista controlador é aquele que, de maneira individualizada ou por meio de um grupo de acionistas, tem o poder de exercer a direção das atividades sociais (CARVALHOSA, 2008 p. 429).

Até a edição da LSA, a figura do controlador era, comumente, verificada no momento das deliberações da Assembleia-Geral, pois, nessas reuniões, a maioria do corpo societário tomava forma, estabelecendo-se o poder por meio do direito de voto, o qual possui seus respectivos efeitos jurídicos para fins decisórios (MARTINS, 2010, p. 2).

A verdade, no entanto, é que o poder de controle não estava restrito apenas ao exercício dos votos nas assembleias, visto que sua extensão se consolidava muito além disso, e poderia tanto ser usado em benefício da companhia, fomentando seu crescimento, quanto em benefício pessoal dos controladores (MARTINS, 2010, p. 2).

Dessa forma, verificou-se a importância de se personificar a figura dos controladores das companhias, definindo-se os direitos, deveres e obrigações respectivos (MARTINS, 2010, p. 2).

O artigo 116 da Lei 6.404/76 traz o conceito de acionista controlador como sendo a pessoa natural ou jurídica, ou um determinado grupo de pessoas ligadas por acordo de voto ou sob controle comum, que “é titular de direitos de sócio que lhes assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” (BRASIL, 1976), cumulado com o fato de que ele deve utilizar efetivamente seu poder a fim de guiar as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da anônima. Ademais, de acordo com o parágrafo único do mesmo dispositivo, o controlador deve utilizar de seu poder para o cumprimento do objeto da companhia, bem como de sua função social.

Verificando essa relação, entende-se que a finalidade do legislador não foi a de trazer uma definição restrita, de cunho limitante, mas a de possibilitar a distinção daqueles acionistas que conduzem a atividade social, seja individualmente ou em conjunto com outros sócios (LOPES, 2010, p. 1).

O acionista controlador é, pois, aquele que detém o controle, o qual representa o poder<sup>8</sup> de dirigir as atividades da companhia, orientando seus respectivos órgãos sociais (MARTINS, 2010, p. 3), tendo, sobretudo, o poder e a função de guiar a companhia com a finalidade de alcançar o cumprimento de sua função social, atuando por meio de seus órgãos sociais, como a assembleia-geral, por exemplo (PRADO, 2015, p. 204).

O referido conceito engloba as pessoas físicas, jurídicas e até mesmo um grupo de pessoas ligadas por acordo de acionistas, de tal forma que não se torna necessária a existência de um único acionista controlador, pois determinados agrupamentos de sócios podem estar vinculados tanto pelo mencionado acordo de

---

<sup>8</sup> Na visão de Bulhões Pedreira, o poder é entendido como “a capacidade de um agente intencionalmente fazer algo ou produzir um resultado” (PEDREIRA *apud* MARTINS, 2010, p. 3)

acionistas, como também podem se utilizar outros meios (PAPINI, 2017, p. 194), a exemplo das *holdings*.

Ao enumerar, no artigo 116, alínea “a”, da LSA, a titularidade de direitos de sócio que lhe assegure permanentemente a maioria dos votos na deliberação das assembleias-gerais, bem como o poder de eleger a maioria dos administradores, o legislador não estabeleceu números, percentuais ou cifras necessários ao exercício do comando empresarial, motivo pelo qual há que se ressaltar que a qualidade de controlador pode depender muito mais dos outros acionistas do que daquele que pretende orientar as atividades da companhia, pois as cifras irão variar de sociedade para sociedade, de modo que a simples quantidade de um grande número de ações não significa automaticamente a posse do controle, sendo, pois, imprescindível que o exercício desse poder seja efetivado na prática (LOPES, 2010, p. 2)

A pessoa, pois, seja física ou jurídica, ou mesmo grupo de pessoas, que pretende exercer o controle de determinada companhia deverá obter a preponderância nas reuniões das assembleias-gerais de maneira perene, não se exigindo necessariamente mais de 50% das ações com direito a voto, bastando, para tanto, a maioria nas deliberações (TOMAZETTE, 2013, p. 487).

Assim, para que seja evidenciado o exercício do controle, não basta ao sócio a simples possibilidade do exercício de votar nas deliberações sociais, pois o exercício meramente eventual do poder de controle, por determinadas ocorrências universais de fato, também não confere ao acionista a característica de ser ele controlador, visto ser necessária a perenidade dessa atividade (MARTINS, 2010, p. 3).

Portanto, o acionista, ou grupo de acionistas, segundo já debatido pela CVM a partir da Resolução 401, de 22/12/1976, do Banco Central do Brasil, somente poderá ser considerado detentor do controle social se ficar evidente que o seu voto representa a maioria absoluta dos votos presentes nas três últimas assembleias-gerais (MARTINS, 2010, p. 3).

Quanto ao fato, descrito na alínea “b”, do artigo 116 da LSA, de um possível controlador utilizar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, há um certo pensamento de

que a mera eleição dos administradores poderia implicar no exercício do controle social.

Ocorre que essa ideia de controle pela mera eleição dos dirigentes, a depender do caso concreto, pode ou não se concretizar, pois o administrador pode ser escolhido precisamente para conduzir os negócios sociais da maneira mais técnica possível, sem agir a simples mando do acionista controlador, muito embora tais administradores possam ser destituídos a qualquer momento por parte do conselho de administração ou da assembleia-geral, e tendo em vista que, de fato, deve-se, também, levar em consideração a vinculação existente entre conselheiros e diretores para com os acionistas, sendo aqueles verdadeiros prepostos deste último (LOPES, 2010, p. 2).

De qualquer modo, a eventual delegação de autonomia diretiva imputada aos administradores das anônimas, mesmo que estes profissionais possuam a mais alta competência técnica, tende a ser limitada, uma vez que, em dados momentos, poderão se encontrar em situações de vulnerabilidade em relação às decisões tomadas pelos órgãos de cúpula da sociedade empresária ao qual estão sujeitos (LOPES, 2010, p. 2).

Identificada, pois, a figura do controlador, a LSA (art. 116, § único) traz um entendimento de que o poder conferido a ele deve ser utilizado com a finalidade de realizar o objeto social da organização empresarial, bem como de cumprir com a respectiva função social, tendo, inclusive, deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, colaboradores e comunidade em geral, atendendo e respeitando tais direitos.

Aqui, o legislador relacionou o campo de atuação jurídica em que o poder de controle é exercido de maneira legítima e eficaz, conformando-se com as finalidades de se realizar o objeto social da SA, bem como fazer com que ela cumpra sua respectiva função social, sem deixar de lado, é claro, o caráter eminentemente lucrativo dessas organizações (MARTINS, 2010, p. 3).

Discussões surgem, entretanto, quando se procura tentar compreender o que viria a ser o dever do acionista controlador de utilizar seu poder com o objetivo de fazer a companhia cumprir com sua função social, visto se tratar de conceito extremamente vago, amplo e indeterminado, sujeito a entendimentos ambíguos por parte dos estudiosos e operadores do direito, atuantes apenas no campo da



observação, sem um posicionamento definido acerca do tema (MARTINS, 2010, p. 4).

Para Comparato, o alcance deste dispositivo está em unicamente impor determinadas limitações ao exercício do poder de controle, da mesma maneira como acontece com a ideia constitucional da função social da propriedade, embora entenda que, em sede societária, o referido dever esteja, na prática, inaplicável, até porque seria difícil impor ao detentor do controle uma postura altruísta quando a própria legislação determina a finalidade capitalista da SA, qualquer que seja seu objeto, impedindo, inclusive, os administradores das empresas de realizarem atos com a plena liberdade (COMPARATO *apud* MARTINS, 2010, p. 4).

Tal finalidade lucrativa é tamanha que a ineficiência gerencial pode determinar até mesmo a liquidação da companhia pelo não atingimento de seu fim lucrativo (MARTINS, 2010, p. 4).

Trata-se, pois, de um panorama que permanece em aberto, de sorte que seria difícil quantificar até que ponto os controladores poderiam abrir mão dos lucros em prol da função social, sabendo que a finalidade lucrativa representa a essência, o fim primário, juntamente do cumprimento do objeto social (MARTINS, 2010, p. 4).

Em relação às empresas estatais, o novo marco regulatório de governança, previsto na Lei 13.303/2016, estabelece a presença da função social como um modo de se orientar o alcance da alocação socialmente eficiente dos recursos, do bem-estar econômico, do acesso dos consumidores aos produtos e serviços, bem como do desenvolvimento ou emprego de tecnologia brasileira, acompanhada da devida justificativa econômica (SILVA, 2018, p. 68).

O controlador da companhia, ainda que se trate de uma empresa pública ou sociedade de economia mista, está inteiramente sujeito a processos judiciais quando suas escolhas de estratégias de atuação empresarial representarem, segundo a LSA, abuso de poder e, nesses casos, as demandas judiciais de reparação poderão ser propostas tanto pelos demais sócios quanto por terceiros prejudicados, conforme, nesse sentido, determina o artigo 115 da legislação acionária, dispondo que são abusivos os votos societários que conduzam a companhia para um fim estranho ao seu objeto social, e que causem a ela eventuais danos e, ainda, que possam desvirtuar interesses de acionistas minoritários (SILVA, 2018, p. 68).

Desse modo, verifica-se que as decisões societárias em geral deverão sempre levar em consideração o ditame da função social, tendo em vista que ela se insere no campo da responsabilidade a que os detentores do controle acionário estão sujeitos frente aos empregados, aos demais acionistas, ao conjunto comunitário que a companhia está inserida, bem como ao meio ambiente, de modo que haja uma conscientização do acionista empresário, não como aquele que vai substituir o Estado em relação aos deveres sociais positivos, mas sim como um parceiro, preenchendo aquelas lacunas eventualmente deixadas de lado pelo poder público, e sabendo de sua grande importância diante da economia nacional e, também, mundial (MARTINS, 2010, p. 4).

#### **1.2.4. Acionista Minoritário**

As sociedades anônimas brasileiras — diversamente do que ocorre na maioria das companhias dos Estados Unidos, que se caracterizam por larga base de acionistas pulverizados, os quais assumem grande relevância no mercado — não possuem, em seu histórico, a participação acionária de grande número de investidores, visto que a maior parcela das companhias, até hoje, são controladas por acionistas que, na maior parte das vezes, são legatários familiares dos próprios fundadores da anônima (RAMALHO, 2014, p. 3).

Ademais, o histórico do acúmulo de capital nas mãos de poucos — promovendo a concentração do controle acionário em grupos seletos, aliado a um contexto de grandes instabilidades econômicas e inflacionárias — fez com que o investidor brasileiro de médio porte não tivesse segurança em direcionar seus recursos para o mercado de ações, temendo a vulnerabilidade que seria adentrar nas participações acionárias das companhias nacionais que, em sua maioria, sempre foram guiadas por controladores que visaram apenas os próprios interesses (MUNHOZ *apud* RAMALHO, 2014, p. 16).

Diante disso, surge, com certa relevância para o mercado de capitais brasileiro, a importante figura do acionista minoritário, em contraposição àqueles que determinam os fluxos decisórios nas grandes organizações econômicas.

Nesse sentido, alguns autores, na tentativa de explicar a noção técnica de acionista minoritário, acabaram determinando conceitos incompletos a respeito destes proprietários de ações, relacionando-os apenas às ações com direito a voto,

excluindo-se, conseqüentemente, aqueles que possuem ações preferenciais sem direito a voto, por não participarem das determinações da vontade social (TOMAZETTE, 2013, p. 489-490).

Waldirio Bulgarelli, por exemplo, aduz que “a minoria é o acionista ou conjunto de acionistas que, na assembleia-geral, detém uma participação em capital inferior àquela de um grupo oposto” (BULGARELI, 1998, p.40).

Na mesma linha, Fabio Konder Comparato estabelece que a “minoria e maioria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito de voto, a assembleias deliberativas ou a colégios eleitorais” (COMPARATO *apud* TOMAZETTE, 2013, p. 489-490).

Ocorre que, na legislação nacional, a noção de acionista minoritário não é vinculada aos detentores de ações ordinárias, sendo, pois, extensíveis a todos os acionistas que não são controladores, inclusive aos que não possuem o poder de voto (TOMAZETTE, 2013, p. 490).

Ao se referir à LSA, Berger-Steinke argumenta que “os termos acionista majoritário e minoritário, controlador e não controlador, foram empregados sem que se estabelecesse a diferença de sentido entre as expressões” (BERGER-STEINKE, 1998, p. 8).

Desse modo, não se preocupando em determinar, com exatidão, um determinado conceito para o acionista minoritário, a LSA utilizou-se da referida expressão ao longo de seu texto com uma certa ambigüidade, seja para relacioná-los àqueles acionistas que, mesmo possuindo direito de voto, não conseguem determinar as deliberações sociais das assembleias-gerais, por existir outro grupo maior — art. 161, § 4º, a, art. 254, § 1º, art. 255, § 1º —, seja para incluí-los aos acionistas que não possuem direito ao voto, conforme se verifica no art. 117, §1º, a e c (GREBLER, 1993, p. 2).

Ainda, na LSA, é possível encontrar referências indiretas relacionadas aos acionistas minoritários, sob a designação de acionistas dissidentes<sup>9</sup>, como no caso do artigo 137, o qual permite ao acionista dissidente o direito de retirada quando se tratar de aprovação, por parte da assembleia-geral extraordinária, de assuntos

---

<sup>9</sup> O direito de recesso constitui-se em um importante direito dado ao acionista minoritário, a fim de impedir a opressão da minoria por parte da maioria ou dos acionistas controladores. Cuida-se, então, de um direito que possui prerrogativas fundamentais e, portanto, intangíveis, voltadas ao acionista, para que haja a proteção de seus direitos (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 248).

relacionados à fusão da companhia ou respectiva incorporação em outra, redução de dividendos obrigatórios, mudanças relacionadas ao objeto da companhia, dentre outros casos (GREBLER, 1993, p. 2).

De qualquer modo, mesmo em face da inexistência de um conceito específico, a ideia de acionista minoritário, sem maiores dificuldades, emana, perfeitamente, de sua oposição ao conceito de acionista controlador, sendo, portanto, aquele, equivalente ao titular de direitos de sócio em que a vontade não é suficiente para determinar as deliberações sociais, seja porque seus votos são inferiores aos do acionista controlador, ou até mesmo por que suas ações não possuem o direito de votar (GREBLER, 1993, p. 2).

## **2. PODER DE CONTROLE**

### **2.1. Disposições Gerais e Classificações Doutrinárias**

A sociedade anônima, sobretudo aquelas que possuem ampla capacidade de movimentação financeira, com grande poderio econômico, pode ser composta por dois tipos de participantes societários, sendo o primeiro deles o controlador, que é aquele que está envolvido na atividade empreendedora dos negócios, exercendo a atividade empresarial, e, de outro lado, o investidor, o qual direciona seus recursos à SA, com o objetivo de obter o seu devido retorno financeiro (WALD, 2012, p. 2).

Por sua vez, sendo o acionista controlador, na definição legal, pessoa natural ou jurídica, bem como grupo de pessoas, naturais ou jurídicas, ligadas por acordo de voto ou mesmo sobre controle comum, é importante ressaltar que a finalidade do legislador foi, em verdade, de tornar evidente aquele que conduz a vontade do corpo social, a fim de identificar a figura responsável por exercer, ativamente, o poder controlador da organização societária, seja de forma individual ou conjuntamente com os demais acionistas (LOPES, 2012, p. 1).

Diante disso, ao orientar a atividade econômica da companhia, observa-se que o acionista empresário exerce o controle de forma a ter, além de seus próprios bens, a disponibilidade dos bens de outros proprietários, não se exigindo, obrigatoriamente, que ele seja dono da coisa (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 242).

No entanto, apesar do controlador poder dispor dos bens alheios, mediante diversas negociações que ocorrem nas rotinas da atividade empresarial, seu poder

não é ilimitado, pois se, de um lado, a dinâmica do poder tende sempre a aumentar cada vez mais, de outro, ela jamais dispensa certa quantia de ordenação social, a qual contém em si mesma a limitação do próprio arbítrio e que, conseqüentemente, limita o poder (COMPARATO, 2014, p. 18).

Desse modo, é obrigação daquele que detém o controle empresarial utilizar seu poder com o objetivo central de cumprir a função social da companhia, pois possui inúmeras responsabilidades tanto diante dos demais acionistas e dos funcionários quanto da própria comunidade em que atua (LOPES, 2012, p. 3).

Ademais, o controlador que desvirtuar a companhia pela sua atuação faz o mesmo que romper as diretrizes e premissas sob as quais a própria anônima estabeleceu em seus estatutos inicialmente, fazendo com que, ao buscar seus interesses pessoais acima daqueles que circundam o restante do corpo societário, se concretize a quebra de seu próprio contrato com a instituição ao qual serve (LOPES, 2012, p. 3).

Verifica-se, portanto, que aqueles que dirigem as companhias ou, de alguma forma, aqueles que exerçam qualquer influência capaz de impactar, direta ou indiretamente, a atividade empresarial, o fazem por diversas maneiras, de forma tal que a influência dominante de uma organização empresarial não está limitada apenas ao conjunto da maioria das ações com direito a voto.

Dessarte, Fazzio Júnior ensina que existem duas formas de controle: o interno e o externo. O primeiro é aquele que tem a maioria das ações com direito a voto, o que não significa, no entanto, que seja detentor da maior parcela do capital social<sup>10</sup>, enquanto o segundo se refere a um controle que pode ser de ordem legal, como aquele exercido pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, ou de outras origens, como aquelas decorrentes do poder contratual (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 243).

Nessa linha, Fábio Konder Comparato menciona uma pesquisa realizada por autores americanos, Berle e Means, quanto à classificação do controle interno em cinco espécies: controle com quase completa propriedade acionária; controle

---

<sup>10</sup> A título de exemplo, pode ser citado o caso da AES Tietê Energia S.A, que é controlada pelo Grupo AES Holdings Brasil, uma das maiores corporações mundiais do setor de energia elétrica. A referida Holdings possui 61,61% das ações com direito a voto da AES Tietê S.A, mas apenas 24,35% de todo o capital social, levando em consideração que boa parte do restante das ações são preferenciais e, nos termos do estatuto da companhia, não possuem direito a voto (AES TIETÊ, 2020). Disponível em: <http://ri.aestiete.com.br/show.aspx?idCanal=LqWEnUe9WKiqPODckvbaqw==>.

majoritário; controle obtido por expedientes legais (*through a legal device*); controle minoritário; e controle administrativo, também chamado gerencial (*management control*). Cabe ressaltar que os autores, na ocasião, já haviam advertido sobre a impossibilidade de se traçar uma linha divisória e clara entre esses diferentes tipos elencados (BERLE e MEANS, 1967, p. 67, *apud* COMPARATO, 2014, p. 83).

O controle com quase completa titularidade acionária é próximo de um controle totalitário, ocorrendo quando nenhum dos acionistas fica de fora do poder de dominação da sociedade, fazendo da unanimidade a regra (COMPARATO, 2014, p. 88). Como exemplo, tem-se a fase constitutiva da sociedade, em que a maioria não tem poder para alterar o projeto do estatuto, sendo necessário a unanimidade neste caso, como bem estabelece o artigo 87, § 2º da Lei 6.404/76.

O controle majoritário, por sua vez, conflita justamente com o anterior, visto que existem, nas companhias, milhares de acionistas, tornando inviável que a unanimidade se concretize em todas as deliberações. Desse modo, torna-se mais sensato que as decisões sejam tomadas pela maioria, uma vez que a anônima existe no interesse dos sócios e, ninguém melhor do que eles para decidir suas questões, avaliando cada um seus próprios interesses. Ressalte-se, entretanto, que isso não quer dizer que a minoria seja prejudicada em seus interesses, desde que ela aceite as regras preestabelecidas (COMPARATO, 2014, p. 89-90).

A terceira espécie de controle interno seria aquele que se exerce por expedientes ou artifícios legais, a exemplo do controle piramidal ou em cadeia e, nesse caso, Berle e Means citam o caso dos irmãos Van Sweringen que, com pouco menos de 20 milhões de dólares, podiam controlar 8 companhias avaliadas em cerca de 2 bilhões de dólares. Outros mecanismos, como a criação de ações sem direito a voto ou com voto limitado também são formas que a lei utiliza para limitar o poder a certos agentes (BERLE e MEANS, 1967, *apud*, COMPARATO, 2014, p. 91-92).

O controle minoritário, também denominado *working control*, por outro lado, é aquele baseado em quantidades de ações inferior a 50% do capital votante, de modo que isso ocorre porque, diante de uma minoria de empresários, os quais exercem o poder de controle, se formou uma imensa maioria de investidores pulverizados, os quais aplicam seus recursos com finalidade especulativa ou de investimentos de longo prazo (COMPARATO, 2014, p. 92).

Ademais, acrescente-se o que determina a Lei das Sociedades por Ações:

Art. 125. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembleia-geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito a voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número (BRASIL, 1976).

Percebe-se que o referido texto normativo autoriza que, já de início, a assembleia-geral seja instalada com apenas 1/4 (um quarto) do capital social com direito a voto. Ou seja, tal quantitativo é inferior à metade das ações com direito a voto e, se levar em consideração que o art. 15, § 2º da LSA impõe um limite mínimo de 50% do capital total em ações com direito a voto, é perfeitamente possível que possa existir eventual controlador com apenas 25% das ações votantes, estando, as demais, pulverizadas no mercado acionário.

A última espécie de controle interno é o chamado controle administrativo ou gerencial (*management control*), que é baseado no poder das diretorias das empresas. Cuida-se de controle totalmente desvinculado da necessidade de se adquirir as ações da companhia, bastando, para tanto, que possua o posto de gerencia (COMPARATO, 2014, p. 98).

Ainda, no âmbito do controle interno, é importante falar da possibilidade de controle conjunto, em que a titularidade de um número significativo de ações, que possibilita a condução dos negócios sociais, é concentrada em um determinado grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou mediante controle comum, de maneira que o grupo controlador, por meio de seus membros, exercerão o controle da anônima de forma conjunta ou compartilhada — *joint control* (LEÃES, 2013, p. 2).

Trata-se de controle comum ou compartilhado porque, neste caso, o grupo de controle, ao exercer as prerrogativas e assumir as responsabilidades que incumbem ao acionista controlador, atua sempre de forma coletiva, como se uma única pessoa fosse, sem que cada indivíduo desse grupo seja caracterizado como acionista controlador, pois o importante é a tomada de decisão em conjunto (LEÃES, 2013, p. 2).

Nesse sentido, a própria Comissão de Valores Mobiliários — CVM já se pronunciou sobre o tema, negando provimento a recurso interposto por Jardim Botânico Focus Fundo de Investimentos e outros, mantendo, dessa forma, a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários — SRE, a qual

considerava não ser obrigatória a realização de Oferta Pública de Aquisição — OPA por alienação de controle da Companhia Petroquímica do Sul — Copesul. Na ocasião, nos casos em que houverem controle compartilhado, o poder de controle não fica concentrado em nenhuma das partes do grupo, de modo que o colegiado entendeu que, no caso concreto, a alienação de participação entre integrantes do bloco de controle da Copesul (Ipiranga e Braskem) não constitui alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A da LSA, conforme se verifica de trecho do voto do Diretor-Relator Eli Loria, decidido em 11/07/2007:

[...] Daí decorre, no meu entender, que a venda de participação a uma pessoa já integrante do bloco de controle não implica, em princípio, na obrigatoriedade de realização de oferta pública. E tal foi o entendimento do Colegiado da CVM, em 22/07/03, ainda que esse não fosse o principal ponto do caso, quando da apreciação do Processo CVM nº RJ2002/7888, que tratava da aplicabilidade do art. 256 da Lei nº 6.404/76 em caso de aquisição de controle compartilhado. [...] De uma forma geral, ser a participação majoritária ou minoritária no bloco de controle original, por si só, não caracteriza, ou deixa de caracterizar, reforço de controle. Devem ser analisados os termos do Acordo de Acionistas e o efetivo exercício do poder de controle. Destarte, para que ocorra a alienação do controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador. Tal questão ganha ainda mais perspectiva se verificarmos que o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses. No caso em comento, as empresas signatárias de Acordo de Acionistas, BRASKEM e IPQ, detinham participações paritárias e o controle da COPESUL era exercido pela comunhão de vontades das duas sociedades. Assim, como nenhuma das duas empresas exercia isoladamente o controle da COPESUL, tem-se que a IPQ alienou valores mobiliários para a BRASKEM, mas não o poder de controle, pois não detinha o mesmo, pelo menos não em sua plenitude. [...] Diante do exposto, não vislumbrando quaisquer indícios da ocorrência de fraude ou simulação, voto pela manutenção da decisão da SRE, entendendo que aquisição de ações de emissão da COPESUL, ora sob exame, não enseja a realização de oferta pública nos termos do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, por caracterizar-se como consolidação do controle nas mãos do controlador BRASKEM, que, de fato, já exercia o controle em conjunto e em condições igualitárias com a IPQ (BRASIL, PA7230, 2007, p. 2).

Entretanto, mesmo acompanhando o entendimento do Dir. Eli Loria, o presidente Marcelo F. Trindade levantou algumas ressalvas no sentido de que a mera alienação acionária entre integrantes do mesmo grupo de controle, embora não exija, em última análise, a obrigação de realizar a OPA, não é suficiente para determinar sua não realização, visto que o argumento de que a negociação de



ações dentro do mesmo grupo controlador, apesar de servir para comprovar que não houve aquisição de controle, também serve para demonstrar que houve, no caso, alienação, pois a própria LSA, no art. 254-A, menciona a alienação como requisito para a OPA, conforme se verifica em seu voto:

[...] A SRE entende que quem já é controlador não pode adquirir o controle, e portanto apenas consolida seu controle, o quem afastaria a obrigação de realizar OPA por alienação de controle, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76. O argumento da SRE, embora corrente, não me parece bastante para decidir-se a questão. Isto porque o art. 254-A estabelece a obrigação de realizar OPA quando houver alienação do controle, e portanto o argumento de que os integrantes do acordo de acionistas já eram controladores serve para provar que não houve aquisição, mas também para provar que houve alienação, e a lei fala de alienação, como condição para a OPA. Esse impasse revela a dificuldade de aplicação do art. 254-A da Lei 6.404/76 a situações de controle compartilhado, e poderia, ele mesmo, fazer com que se tendesse a uma solução conservadora, de não reconhecer a incidência da obrigação de realizar a OPA em caso de dúvida, evitando-se que o adquirente fosse apanhado pela surpresa dessa obrigação incerta. [...] Concluir pela não obrigatoriedade de OPA em casos de consolidação do controle dentro do bloco não é, certamente, adotar a decisão mais simpática. E certamente este não é o voto que eu mais gostaria de dar. De *lege ferenda*, me parece que a alienação de participações relevantes, conforme percentual previsto em lei ou no Estatuto, deveria gerar a obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas, através da realização de OPA. Isto contribui para que o valor das ações de uma companhia aberta seja estabelecido pelo mercado de maneira mais adequada, sem prêmios ou descontos economicamente pouco justificáveis, decorrentes de direitos não expressos nos títulos, mas sim inerentes ao exercício do poder. Mas o fato é que, de *lege lata*, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais (BRASIL, PA7230, 2007).

Desse modo, entende-se que a entidade grupal é a verdadeira titular do controle, de modo que, mesmo com eventuais trocas de ações entre seus integrantes, o controle se mantém, não se falando, então, em mudança de controle, e também não sendo adequado dizer que todos os integrantes do grupo controlador seriam individualmente considerados acionistas controladores, pois o que predomina é o conjunto dos acionistas (LEÃES, 2013, p. 2).

Ademais, Bulhões Pedreira acrescenta que “a fonte do poder de controle é o bloco de controle como coisa coletiva, e não as ações que o compõem,

consideradas singularmente, nem os direitos de voto por elas conferidos — considerados isoladamente” (PEDREIRA *apud* CANTIDIANO, 2006, p. 1).

Além do controle interno, a doutrina societária estrangeira moderna aceita a possibilidade da existência de controle externo da anônima por aqueles que não integram diretamente o corpo societário e nem atuam como eventuais administradores, denominando tal atuação como influência dominante, em que, segundo Carlos Pasteris, possui as seguintes características: origem econômica; extensão por toda a atividade da companhia ao qual é controlada; estabelecimento de subordinação duradouro ou até permanente; e impossibilidade de a controlada eximir-se da influência da controladora, por temer graves prejuízos econômicos (PASTERIS *apud* MUNIZ, 2005, p. 10).

A interferência externa está centrada na existência de relação contratual que seja determinante e fundamental para as atividades da sociedade empresária (MUNIZ, 2005, p. 10).

Na mesma linha, Ricardo Ferreira Macedo afirma que a influência dominante entra em cena quando “qualquer um dos *stakeholders* (que não o sócio majoritário) estiver na condição de fornecer qualquer *input* que seja pressuposto da própria viabilidade da empresa, e que não possa ser subtraído nem substituído sem comprometer essa viabilidade” (MACEDO *apud* MUNIZ, 2005, p. 10).

Tal situação ocorre, por exemplo, em empresas que possuam um único cliente que consuma praticamente toda a produção da companhia, exercendo, conseqüentemente, grande influência nas atividades empresariais, bem como nos casos em que haja uma certa dependência financeira para com eventuais credores que impõem, nos instrumentos de mútuo, a obrigatoriedade de sua participação em dadas deliberações sociais relevantes que, de alguma maneira, possa interferir no estado financeiro da empresa (MUNIZ, 2005, p. 10).

No entanto, a Lei das Sociedades Anônimas, na visão de Joaquim de Paiva, pecou por não tratar a respeito do tema, visto reconhecer apenas o poder de controle que é exercido mediante o voto, ignorando totalmente o fato de que agentes externos poderiam, de diversas maneiras, interferir nas atividades econômicas das empresas sem que, com isso, pudessem ser responsabilizados por abuso de poder de controle, o qual, na prática, recai apenas aos controladores internos, caso atuem como *longa manus* (MUNIZ, 2005, p. 11).

Acrescente-se, ainda, que o Superior Tribunal de Justiça (BRASIL, 1992, p. 533-542)<sup>11</sup> já chegou a se pronunciar sobre o tema, referente a conflitos entre emissora de televisão e sua respectiva retransmissora no estado da Bahia, entendendo o Tribunal que a existência de interferências externas, como evidenciado no referente caso, não permitiria a responsabilização daquele agente que atuou externamente, justamente por não haver previsão específica no ordenamento brasileiro (MUNIZ, 2005, p. 11).

Segue, nessa linha, o trecho do voto do Min. Nilson Naves:

[...] Lendo e relendo estes autos, os pareceres apresentados por ambas as partes, e a pesquisa que mandei proceder, ficou-me a noção de que, no caso, inexistia vínculo societário, tornando-se difícil aceitar, em face do nosso sistema jurídico, a existência de "grupo econômico com subordinação externa". [...] Ora, entre nós, o controlador, por ser acionista, o é, também, da controlada, nos moldes dos referidos arts. 116 e 117. Por isso, aduziu o Sr. Relator, neste Tribunal: "De ver, por conseguinte, que a recorrida não participa da constituição acionária da recorrente, o que serve a indicar que não poderia encontrar-se naquela posição de 'acionista controlador', definido no art. 116 da Lei 6.404/76 nestes termos: ... ". Daí que, por mais simpática que seja a tese do parecerista, seria necessário, para a sua adoção, ingressarmos em sistema jurídico estranho ao nosso (BRASIL, 1992).

Portanto, uma vez que a existência do poder controlador externo é verificada na prática, podendo, muitas vezes, ser exercido de maneira abusiva, há que se refletir sobre a necessidade de uma eventual regulamentação dessa forma de poder de controle, de forma a atribuir deveres e responsabilidades aos agentes externos, tendo em vista a lacuna expressa que se tem no ordenamento jurídico brasileiro a respeito do tema (MUNIZ, 2005, p. 11).

## **2.2. Direitos e proteções do acionista minoritário frente aos controladores**

No decorrer da história, a sociedade anônima foi se tornando um importante meio instrumental para o acúmulo de capital e formação de patrimônio, resultando, conseqüentemente, no aumento do número de integrantes do mercado de ações (CUNHA, 2009, p 3), como também na necessidade de maior proteção a esses novos entrantes.

---

<sup>11</sup> REsp 15.247-RJ, 3.a Turma, j. 10.12.91, p. Revista do Superior Tribunal de Justiça, no 30, fev. 1992, pp. 533-542.

Nesse sentido, a LSA, ao tratar de matérias de proteção ao acionista minoritário, incluindo-se, aqui, os investidores atuantes do mercado de capitais, inspirou-se em alguns princípios norte-americanos, como a ampla divulgação de informações ao mercado, as regras de proteção aos minoritários e a responsabilização daqueles que detém o poder de controle acionário (WALD, 2006, p. 1).

Dessa forma, as disposições que tratam da proteção do acionista minoritário, na legislação acionária, encontram-se espalhadas na Lei das S.A., de modo que, ao estabelecer que o controlador possui deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, dispondo que os direitos e interesses destes devam ser lealmente respeitados por aqueles, o art. 116, parágrafo único, da lei societária, outorga ao acionista minoritário uma espécie de proteção genérica, sem, no entanto, tecer maiores detalhes acerca do alcance desses direitos e interesses (GREBLER, 1993, p. 5).

O art. 117, § 1º, *a, b, c*, por sua vez, dispõe sobre modalidades de abuso de poder que podem ser praticadas pelo acionista controlador em prejuízo dos minoritários, conectando tais atos, no *caput* do dispositivo, à responsabilidade a qual os controladores estão sujeitos (GREBLER, 1993, p. 5), conforme se observa adiante:

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia (BRASIL, 1976).

Ressalte-se que, segundo Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, as hipóteses contidas neste dispositivo estão relacionadas não apenas com o fato de se ter a obrigação de compor as perdas e danos, mas também contemplam a

possibilidade de se anular o respectivo ato eivado de abuso de poder de controle (LAMY FILHO; PEDREIRA *apud* GREBLER, 1993, p. 6).

No entanto, é no art. 137 da legislação acionária que se encontra, na visão de Eduardo Grebler, o mecanismo mais eficaz e, talvez, o único presente na LSA que proporcione, de fato, certa proteção ao acionista minoritário, muito embora não seja restritivamente a ele destinado, pois qualquer outro acionista poderá, igualmente, se valer da mesma proteção (GREBLER, 1993, p. 6).

Cuida, o mencionado dispositivo, do direito de retirada, ou de recesso, do acionista dissidente de determinadas deliberações que acontecem nas reuniões da assembleia-geral, possibilitando o pedido de reembolso das ações até então possuídas na mesma data em que ocorreu a reunião, ainda que seja detentor de ações preferenciais, e mesmo que não tenha marcado presença na mencionada reunião de acionistas (GREBLER, 1993, p. 6).

Trata-se de um grande avanço, senão o maior, que foi implementado pela lei das anônimas, haja vista a relevante proteção que foi dada aos minoritários e, nos dizeres de Fábio Konder Comparato, o “contrapeso ao princípio do governo social pela maioria” (COMPARATO *apud* GREBLER, 1993, p. 6).

Para o citado autor, o direito de recesso não representa uma sanção de ato ilícito supostamente praticada pela maioria dos sócios, tampouco de modalidade indenizatória, pois, do contrário, aquele que optasse por se retirar da estrutura societária seria compelido a comprovar o prejuízo sofrido em decorrência da decisão assemblear, o que não é o caso (COMPARATO *apud* GREBLER, 1993, p. 6).

Além de não representar uma sanção, o direito de retirada também não é válido para todas as decisões que são tomadas na assembleia de acionistas, mas tão somente para as hipóteses presentes no art. 136, I, II, e IV a VII da LSA:

Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; [...] IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; V - participação em grupo de sociedades (art.

265); VI - mudança do objeto da companhia; VII - cessação do estado de liquidação da companhia (BRASIL, 1976).

Ou seja, o acionista minoritário, apesar de se beneficiar dessa proteção quando das situações discriminadas acima, não poderá se valer deste amparo como um remédio contra eventuais abusos de poder cometidos por parte do controlador que forem realizados fora do ambiente assemblear, como também não poderá utilizá-lo contra deliberações da assembleia-geral que, mesmo abusivas, não se enquadrem nas hipóteses do art. 136, mencionados acima (GREBLER, 1993, p. 6).

Outra norma protetiva presente na Lei das S.A., e que restringe o poder de controle, é a que está prevista no art. 141, em que os acionistas detentores de, no mínimo, 10% das ações com direito a voto podem efetuar requerimento de adoção do processo de voto múltiplo para eleição dos membros do Conselho de Administração da companhia, ocasião em que será atribuída a cada ação tantos votos quantos forem os membros do respectivo conselho, podendo, inclusive, ser feita a cumulação dos votos em um único candidato, ou a distribuição em vários deles (GREBLER, 1993, p. 6).

Seguindo o mesmo raciocínio, o art. 161, § 2º, da LSA permite que o conselho fiscal, quando seu funcionamento não for permanente, seja instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, pelo menos, 10% das ações votantes, ou 5% das ações que não possuem direito a voto. Ademais, no § 4º, a lei acionária outorgou, aos acionistas preferencialistas sem direito a voto ou que possuam voto restrito, o direito de voto em separado para a eleição de membros do Conselho Fiscal, assegurando o mesmo direito aos minoritários que representem, em conjunto, 10% ou mais das ações votantes.

Nestes casos, observa-se que tanto as normas protetivas do art. 141 quanto do art. 161, em princípio, estão acessíveis a qualquer acionistas, mas, evidentemente, só terão interesse para aqueles que ocupam posições minoritárias, possuam ou não direito a voto, visto que tais proteções são dispensáveis aos controladores por dela não necessitarem (GREBLER, 1993, p. 6-7).

Ainda, cabe ressaltar, na LSA, o direitos de proteção ao acionista minoritário referenciado no caso do art. 215, § 2º, o qual possibilita ao acionista dissidente provar que as condições especiais de partilha objetivaram favorecer a maioria, de

modo que caberá a suspensão da partilha ou posterior indenização caso ela já tenha sido consumada.

Por fim, cabe falar sobre a proteção dos minoritários diante da alienação de controle da companhia aberta.

Quando entrou em vigor a Lei 9.457/97, que reformava parcialmente a Lei 6.404/76, foram revogados os arts. 254 e 255, §§ 1º e 2º da mencionada lei societária, retirando qualquer obrigatoriedade na realização de oferta pública — OPA aos acionistas minoritários, com a intenção de proporcionar maior facilidade às privatizações das sociedades de economia mista (MORAES, 2004, p. 1).

Posteriormente, com a entrada em vigor da Lei 10.303/2001, que incluiu o preceito contido no art. 254-A da LSA, houve a tentativa de se democratizar a sociedade anônima com uma maior intensidade, trazendo novamente a obrigatoriedade de realização da oferta pública de aquisição aos acionistas titulares de ações que possuam direito a voto, estendendo-se, dessa forma, o preço das ações integrantes do bloco de controle a todos eles, em no mínimo 80%, com o intuito de proteger os detentores dessas ações que, apesar de serem votantes, não integram o bloco do controlador, fato que propicia maior segurança e tratamento igualitário em relação àqueles que não dirigem a companhia (MORAES, 2004, p. 1). No entanto, os que possuem ações preferenciais, salvo nos casos em que houver previsão estatutária, não estão beneficiados com a mesma regra (MORAES, 2004, p. 2).

Na visão de Paulo Eduardo Penna, a legislação, entendendo que as ações do bloco de controle tendem a ser mais bem avaliadas que as demais, acabou socializando parcialmente o prêmio das ações do bloco controlador, retribuindo aos acionistas minoritários o direito de se retirar da sociedade — denominado *tag along* — por meio da OPA, a ser realizada obrigatoriamente (PENNA, 2019, s.n).

Tal oferta pública de ações não surgiu de maneira natural dentro da estrutura das companhias, mas foi instituído com o objetivo de assegurar aos acionistas não participantes do bloco de controle da anônima os mesmos direitos concedidos aos detentores do poder controlador, garantindo, quando da alienação de suas ações, os mesmos valores percebidos pelos acionistas que dirigem a organização empresarial (GUERREIRO, 2019, p. 1).

Essa tentativa de tornar a anônima mais democrática foi fortemente influenciada pelas regras do Novo Mercado da B3, a qual estabelece, dentre outros requisitos, o direito ao voto igualitário para todas as ações, bem como a exigência, em caso de alienação de controle, de se realizar, por parte do controlador, a oferta pública de aquisição dos ativos dos demais acionistas, muito embora a lei não determine a efetiva intervenção preventiva da autoridade reguladora nos casos em que o controlador atue de maneira abusiva e fraudulenta a fim de facilitar a negociação da respectiva alienação do controle, e obter vantagens pessoais (MORAES, 2004, p. 2).

Não há que se falar, nesses casos, em análise do mérito com posterior suspensão em relação a operação de alienação do controle pois, em muitos casos, podem se tornar irreparáveis, restando àqueles acionistas interessados, em última análise, apenas recorrer ao judiciário, contentando-se, quase sempre, com indenizações insuficientes se comparado aos prejuízos sofridos por aqueles que foram vítimas dos abusos cometidos pelos detentores do poder acionário (MORAES, 2004, p. 2).

Ademais, mesmo ao se buscar refúgio da CVM, verifica-se que as ações punitivas executadas pela autarquia são realizadas posteriormente, por meio de inquéritos administrativos visando apurar a responsabilidade dos controladores e administradores que supostamente tenham agido com abuso de poder, sendo-lhes aplicadas penalidades que variam desde multas pecuniárias até a inabilitação para o exercício de cargos em sociedades anônimas abertas, como também entidades do mercado de valores mobiliários (MORAES, 2004, p. 2).

Nestes termos, objetivando compreender os direitos dos acionistas minoritários diante da atuação dos controladores integrantes da SA, é de fundamental importância discorrer a respeito da atuação dos órgãos sociais das anônimas — assembleia-geral, conselho de administração, conselho fiscal, e diretoria — como verdadeiros instrumentos de defesa de direitos e limitação de excessos que eventualmente possam ser cometidos pelos detentores do poder controlador, conforme será visto adiante.

### **3. ESTRUTURA ORGANIZACIONAL DA SOCIEDADE ANÔNIMA**

#### **3.1. Assembleia-Geral**



Dentro da análise concernente à limitação de poder de controle, tem-se como um dos fatores fundamentais a compreensão de um dos principais, senão o principal, órgãos de comando de uma companhia, constituída pela reunião assemblear de todos os seus acionistas.

Nesse sentido, a assembleia-geral, na visão de Fran Martins, é entendida como “a reunião de acionistas para a deliberação de matéria de interesse para a sociedade” (MARTINS, 2015, p. 293), de maneira tal que seja convocada e instalada de acordo com os termos da lei e do estatuto da sociedade anônima (MARTINS, 2015, p. 293).

Trata-se de órgão intimamente relacionado ao poder dentro da anônima, com manifestação direta da vontade acionária, muito embora controladores e administradores possam utilizar de meios de manobra a fim de se habilitarem a manipular esquemas de controle decisórios altamente sofisticados (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 222).

Para Marlon Tomazette, em razão do desenvolvimento econômico que as empresas têm alcançado, a assembleia de acionistas vem perdendo forças por sofrer forte influência da expressão de vontade de grupos de controle cada vez mais manipuladores quando, em verdade, deveria refletir a vontade e os interesses de uma maioria real que, no entanto, encontra-se dispersa e desorganizada (TOMAZETTE, 2013, p. 523).

Isso decorre, em certa medida, de uma grande proliferação de ações que não possuem direito a voto, somando-se a isso, também, o aumento da influência dos órgãos administradores (ABBADESSA *apud* TOMAZETTE, 2013, p. 523).

De qualquer modo, a reunião dos acionistas da companhia configura-se como uma espécie de centro de competência política, visto estar investida de poderes de decisão relacionados a todos os negócios e temas concernentes ao seu objeto social, como, por exemplo, sua competência originária e privativa de eleger e destituir, a qualquer momento, os seus administradores, ou de reformar o estatuto social (BARRETO FILHO, 2010, p. 2), conforme dispõe o art. 122 da LSA.

Ainda, dentre outras competências privativas, cabe à assembleia-geral: fazer a avaliação dos bens que adentrarão ao capital social; decidir sobre as alterações no estatuto; decidir sobre transformação, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação; bem como emitir decisões quanto a emissão de valores mobiliários,

salvo nos casos em que for atribuição do conselho de administração quanto a emissão de debêntures (TOMAZETTE, 2013, p. 523).

Nos termos da LSA, art. 123, a competência para a convocação das assembleias gerais, nas companhias abertas, é, inicialmente, do Conselho de Administração. No entanto, essa legitimidade, apesar de primária, não é exclusiva, visto que o não exercício dessa atribuição pode assegurar o direito de convocação ao conselho fiscal (TOMAZETTE, 2013, p. 524) , que poderá convocar a assembleia-geral ordinária, caso os órgãos administrativos não o fizerem, postergando por mais de 1 (um) mês, bem como a assembleia extraordinária, por motivos graves ou urgentes, nos termos do art. 163, V, da lei acionária.

Garantindo maior proteção aos minoritários, a LSA, nos casos previstos no art. 123, assegurou, também, a convocação da assembleia-geral por qualquer acionista, quando os administradores retardarem-na, por prazo superior a 60 (sessenta) dias. Por seu turno, é possível a convocação da assembleia diretamente por acionistas detentores de, ao menos, 5% do capital votante caso efetuem o pedido de convocação ao administrador e este, no prazo de 8 (oito) dias, não efetue a solicitação, bem como também poderá ser convocada diretamente por acionistas possuidores de, no mínimo, 5% das ações com direito a voto ou por 5% dos detentores de ações não votantes quando, solicitado ao administrador, este negue a convocação solicitada para instalação de conselho fiscal (TOMAZETTE, 2013, p. 524).

Questão importante, também, a ser tratada, é quanto ao critério de diferenciação entre assembleia-geral ordinária e assembleia-geral extraordinária.

O art. 131, da LSA, determina que a assembleia-geral será ordinária quando tiver por objeto as matérias tratadas no art. 132 da referida lei — examinar e discutir sobre a prestação de contas dos administradores, votando as demonstrações financeiras; dispor sobre a destinação do lucro líquido referente ao exercício e respectiva distribuição de dividendos; eleger os administradores e os membros do conselho fiscal; e aprovação da correção da expressão monetária do capital social da companhia —, e extraordinária nos demais casos, podendo, inclusive, ambas serem convocadas e realizadas no mesmo local, horário e data, e registradas em uma única ata, conforme dispõe o parágrafo único desse último dispositivo ora mencionado.

Da interpretação destas normas, verifica-se que a Lei das S.A. fez a diferenciação dos tipos de assembleia conforme a competência legalmente estabelecida nestes artigos, sendo, portanto, fundamental analisar a matéria deliberada pelos acionistas a fim de se determinar qual dos tipos ela será caracterizada (ALVES, 2001, p. 2).

Modesto Carvalhosa entende que a competência para cada tipo de assembleia é determinada por lei, sendo, também, a matéria exclusiva a cada uma delas, não podendo, pois, as matérias atinentes à assembleia ordinária serem delegadas para a extraordinária em razão daquela não ter sido realizada dentro do prazo estabelecido, visto que, nestes casos, será estabelecida uma assembleia-geral ordinária convocada extraordinariamente (CARVALHOSA *apud* ALVES, 2001, p. 3).

Ainda, segundo o mesmo autor:

(...) as assembleias ordinárias caracterizam-se tanto pela periodicidade como pela competência e não perdem o seu caráter ordinário, mesmo quando realizadas fora do prazo. Entender contrariamente significaria admitir o absurdo de que uma assembleia ordinária pudesse adquirir, em segunda convocação, a qualidade de extraordinária (CARVALHOSA *apud* ALVES, 2001, p. 3).

O professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães, na mesma linha, afirma que “essa separação entre a assembleia-geral ordinária e extraordinária é rígida, tendo cada espécie de assembleia competência específica” (LEÃES *apud* ALVES, 2001, p. 3).

Assim, no direito brasileiro, como também no direito italiano e português, as regras para diferenciação entre assembleias-gerais ordinárias e extraordinárias levam em consideração a competência material, de modo que a eleição dos membros do conselho de administração, por exemplo, deverão, obrigatoriamente, ser objeto de deliberação em assembleia-geral ordinária, conforme disposto no art. 132, III, da LSA, garantindo-se, conseqüentemente, mais proteção ao acionista minoritário, como também servindo de limitação ao poder dos controladores (WALD *apud* ALVES, 2001, p. 3).

Por fim, em razão das dinâmicas comerciais que ocorrem em volta de todo o mundo, as plataformas de comunicação, sobretudo a internet, têm contribuído em grande medida para a aproximação, cada vez maior, das pessoas e, respectivamente, das empresas, permitindo que diversas reuniões de negócios,

incluindo-se as assembleias, sejam realizadas remotamente, por vídeo conferência, impactando positivamente na saúde financeira das organizações econômicas e contribuindo para a economia de tempo das pessoas (BOTTOSELLI, 2017, p. 1).

Nesse contexto, diversas companhias tem permitido a execução de determinados atos, por seus acionistas, em ambiente totalmente eletrônico durante as assembleias (BOTTOSELLI, 2017, p. 2), a exemplo da AES Tietê Energia S.A. que, em 20 de julho de 2020, convocou todos os seus acionistas a participarem da assembleia-geral ordinária e extraordinária realizada por meio exclusivamente eletrônico<sup>12</sup>.

Tais assembleias eletrônicas, também denominadas virtuais, são reuniões que acontecem em ambiente totalmente eletrônico, dispensando-se a presença física dos acionistas da companhia, pois os participantes, neste caso, acessam a plataforma remotamente, registrando-se por meio de seus certificados digitais para, regularmente, debaterem a ordem do dia e, na sequência, proferirem seus votos (BOTTOSELLI, 2017, p. 2).

Esse processo permite que os acionistas, de diversos lugares, possam participar das reuniões assembleares sem o desgaste da locomoção a um determinado ponto de encontro fisicamente, e a adoção dessa ferramenta tecnológica faz com que tanto os acionistas majoritários quanto os minoritários se encontrem em níveis de contato mais igualitários, garantindo maior participação na tomada de decisões, e aproximando os minoritários, representados na maior parte das vezes pelos investidores do mercado de valores, àqueles que detêm o poder de controle nas companhias (BOTTOSELLI, 2017, p. 2).

Ademais, as reuniões eletrônicas tendem a causar uma postura mais ativa dos investidores, aumentando a quantidade de acionistas presentes nas assembleias-gerais ordinárias e extraordinárias, fazendo com que haja um número maior de interação entre acionistas minoritários e controladores, repercutindo positivamente na imagem da companhia em relação à sociedade em geral e ao mercado, em virtude da aplicação democrática dos debates entre acionistas e da valorização da transparência (BOTTOSELLI, 2017, p. 2).

---

<sup>12</sup> Disponível em: file:///Users/guilhermeaugustocaldasmariano/Downloads/AES%20Tiet%C3%A7%C3%A3o%20AGOE%202020\_FINAL.pdf

### 3.2. Conselho de Administração

Preliminarmente, cumpre acrescentar que a LSA, em seu art. 138, dispôs que a administração da companhia competirá, conforme estabelecer o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou semente à diretoria, nos casos em que não se tratar de companhia de capital aberto, tendo em vista que, nestes casos, torna-se obrigatória sua instalação (ROVAI, 2016, p. 5).

Sobre a definição do conselho de administração, segundo Carvalhosa, trata-se de um órgão colegiado da companhia, necessário naquelas que possuem capital aberto, e que possuem competência decisória, não podendo ser incumbido de representar a companhia de maneira orgânica, pois, uma vez que o conselho não possui personalidade jurídica, não encontra-se apto a praticar atos de gestão, os quais são reservados aos diretores (CARVALHOSA *apud* ROVAI, 2016, p. 5).

Acrescenta, ainda, se tratar de uma espécie de colégio eleitoral no que diz respeito aos diretores, por ter competência para destituí-los a qualquer momento, nos termos do art. 142 da lei acionária, observado, é claro, o estatuto da companhia, bem como exercer o controle de legitimidade dos trabalhos praticados pela diretoria (CARVALHOSA *apud* ROVAI, 2016, p. 5).

Sendo órgão colegiado com função deliberativa e fiscalizadora, em que a finalidade é tornar mais ágil o processo decisório da companhia, o conselho de administração pode deliberar sobre qualquer matéria de interesse da sociedade anônima, salvo nos casos privativos da assembleia-geral (ROVAI, 2016, p. 5-6).

No entanto, em sentido contrário, Fran Martins entende que o mencionado conselho possui função meramente executiva, tendo em vista sua finalidade de administração dos negócios sociais, e sua atuação nos estritos termos traçados pela assembleia (MARTINS *apud* ROVAI, 2016, p. 6).

Acontece que, conforme ensinamentos de Egberto Lacerda Teixeira e José Guerreiro, de que ao conselho cabe eleger e destituir os diretores, em consonância com o art. 142, II, da lei das anônimas (TEIXEIRA; GUERREIRO *apud* ROVAI, 2016, p. 6), o que se verifica é que, de fato, há poderes deliberativos, e não meramente executivos (ROVAI, 2016, p. 6).

Quanto à composição do conselho, a LSA, no art 140, estabelece limitação mínima do número de conselheiros, que não pode ser inferior a três, dispõe sobre a sujeição de seus membros à assembleia-geral, visto que esta possui competência

privativa para eleger e destituir os conselheiros, bem como estabelece um regime deliberativo por maioria de votos, com prazo máximo de gestão de três anos, permitida a reeleição.

A legislação também assegura, no art. 141 da LSA, a representação proporcional dos minoritários dentro do respectivo conselho administrativo, de modo que os acionistas que representem, minimamente, um décimo do capital social com direito a voto, previsto ou não em estatuto, podem requerer a adoção do voto múltiplo, o qual atribui a cada ação tantos votos quantos forem os membros do conselho, com possibilidade de cumulação em um único candidato, inclusive. (BARRETO FILHO, 2010, p. 6).

Ainda, no § 4º, incisos I e II do mesmo dispositivo, a LSA assegura o direito de eleger ou destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado da reunião assemblear, excluindo-se, aqui, o controlador, os titulares que representem, no mínimo, 15% das ações votantes, como também é assegurado o mesmo direito aos preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito, desde que representem, pelo menos, 10% do capital social, e que o estatuto já não tenha previsto tal direito, nos termos do art. 18 da lei acionária.

Como requisito para compor o conselho, a Lei 10.303/01, que incluiu o § 3º na LSA, passou a constar de modo expresso a exigência de que o conselheiro possua reputação ilibada, sendo mais uma forma de contribuir para a boa governança corporativa da companhia, impedindo que pessoas de má índole se apoderem de um dos órgãos mais importantes dessas organizações empresariais. Ademais, a Lei das sociedades por ações., antes da inclusão desse dispositivo, já tratava, em seu § 1º, de tornar inelegíveis para os cargos de administração da SA as pessoas impedidas por lei especial ou condenadas por crimes falimentares, de prevaricação, suborno, dentre outros.

Ainda, a Lei 10.303/01 também passou a vedar, salvo dispensa pela assembleia-geral, o ingresso de membros ao conselho de administração que possuam conflito de interesse com a companhia, bem como que ocupem cargos em indústrias concorrentes (TOMAZETTE, 2013, p. 534) pois, conforme ensina Nelson, aqueles que são responsáveis pela direção da anônima estão impossibilitados de se envolverem nos negócios sociais aos quais possuam algum tipo de interesse pessoal conflitante, de forma que este resta configurado quando o interesse do

conselheiro reflete no sacrifício total ou mesmo parcial da companhia (NELSON, 2005, p. 73).

Nesse sentido, se determinado candidato ao assento no conselho de administração tiver eventuais interesses em negociar direta ou indiretamente com a companhia por qualquer forma, tal candidato não poderá ser membro do conselho por questões ligadas ao próprio negócio, sob pena de se caracterizar o conflito de interesse, pois, aqui, o conselheiro será impulsionado não pelos interesses sociais, mas pelos próprios interesses que, embora sejam até lícitos, não podem estar acima dos interesses da anônima (TOMAZETTE, 2013, p. 534), visto que, assim como na gestão de fundos de investimento se pressupõe, por parte do gestor, o dever fiduciário, de observância aos padrões de diligência e lealdade ao melhor interesse dos ativos sob sua gestão (CARDOSO, et al., 2017, p. 11), assim também se espera que a alta administração da SA tenha os melhores interesses na direção dos negócios sociais.

Ressalte-se que, embora a lei das anônimas disponha nesse sentido, ela também autoriza que tais impedimentos possam ser relevados pela assembleia-geral, contanto que o respectivo membro se comprometa a não intervir nos assuntos negociais em que tenha interesses pessoais diretos ou indiretamente (TOMAZETTE, 2013, p. 534).

O impedimento daqueles que estejam, de qualquer modo, vinculados a sociedades concorrentes, ressalvado a autorização assemblear, configura-se num instrumento de defesa empresarial que busca evitar o vazamento de informações sensíveis ligadas ao próprio negócio, de modo que o conselheiro, uma vez ligado a outra sociedade empresária, se compromete a assinar um termo declaratório de que se enquadra nestas situações em tese conflitantes, sob pena de ser responsabilizado caso oculte tais informações (TOMAZETTE, 2013, p. 535).

A dispensa da assembleia-geral para este último caso, quando ocorrer, deve se atentar ao fato de quem está sendo indicado e de quem indica o conselheiro, pois, de qualquer modo, os interesses sociais não podem ser contrapostos. (TOMAZETTE, 2013, p. 535).

Para Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, tal dispensa somente se dará quando se tratar de conselheiros indicados por investidores institucionais, como no caso de fundos de pensão, ou por fundos ou bancos de investimentos, tendo em

vista que, para todos esses tipos de investidores, há o interesse da prosperidade relacionada a todas as companhias às quais estão posicionados como acionistas (CARVALHOSA; EIZIRIK *apud* TOMAZETTE, 2013, p. 535).

### 3.3. Diretoria

Ao tratar do poder de controle na sociedade anônima, faz-se fundamental compreender a atuação das diretorias das anônimas dentro desse contexto, uma vez que, conforme pesquisa já realizada por Berle e Means, existe uma dissociação entre a propriedade e o poder, que fez com que as diversas legislações absorvessem essa realidade a fim de se procurar mecanismos de maior proteção àqueles que estão despojados do poder e impor deveres e responsabilidades aos administradores de capital alheio (BERLE e MEANS *apud* PENTEADO, 2010, p. 2).

Dentro das anônimas, fala-se no desdobramento da administração em dois níveis, sendo o primeiro relacionado a administração passiva — representada pelo conselho de administração —, e o segundo nível denominado administração ativa — simbolizada na figura dos diretores —, em que, neste último, acumulou-se uma grande quantidade de poder, exercido, na maior parte das vezes, por executivos profissionais (PENTEADO, 2010, p. 3).

Nesse sentido, Claude Champaud ensina que, dentro das grandes organizações empresariais, os diretores técnicos estão galgando posições cada vez mais representativas, recaindo-se, sobre eles, expectativas cada vez maiores relacionadas a expansão da companhia, tendo em vista a ampla gama de conhecimentos especializados que possuem (CHAMPAUD *apud* PENTEADO, 2010, p. 10).

Ademais, segundo Bittar, “os órgãos de administração vêm ora contando com técnicos e profissionais de diferentes áreas, desvinculados dos controladores, operando-se, assim, a dissociação entre a gestão e a propriedade da sociedade” (BITTAR, 2011, p. 2)

Nestes termos, a diretoria, na visão de Fábio Ulhoa, “é órgão de representação legal da companhia e de execução das deliberações da assembleia-geral e do conselho fiscal” (COELHO, 2017, p. 216). Para Waldo, no mesmo sentido, “é órgão, ao mesmo tempo, executivo e representativo, eleito pelo conselho



de administração ou, se este não existir, pela assembleia-geral” (FAZZIO JÚNIOR, 2015, p. 233).

Em sua composição, o art. 143 da LSA assegura a participação de, no mínimo, dois ou mais diretores, eleitos ou destituídos a qualquer tempo pelo conselho de administração, no caso das companhias abertas.

Dentre suas funções, o art. 144 da lei das anônimas estabelece que aos diretores cabe o papel de representar a companhia e manifestar a vontade da pessoa jurídica, ressaltando-se que tal representação é indelegável a qualquer outro órgão da sociedade anônima, nos termos do estabelecido no art. 138, § 1º, segundo o qual a representação da companhia é privativa dos diretores (ROVAI, 2016, p. 6).

Ressalte-se, sobretudo, no que se refere ao exercício dessas funções, que a manifestação de vontade da companhia não se faz por meio da pessoa física do diretor, e sim através do próprio órgão ao qual ele integra (ROVAI, 2016, p. 6).

Quanto às atribuições da diretoria, é importante acrescentar que se tratam de repartições de competências discriminadas no próprio estatuto da companhia, não dizendo respeito estritamente aos deveres legais atribuídos aos diretores, que são os de representar a companhia e praticar os atos necessários ao seu funcionamento, mas sim aqueles que estabelecem detalhadamente as atribuições e poderes de cada diretor, cabendo, ao estatuto, determinar a organização interna da sociedade, impedindo que surjam posições diretivas excessivamente superiores, a fim de evitar posturas abusivas por parte dos dirigentes, pois estarão sujeitos a responsabilização pessoal por condutas infracionais eventualmente cometidas (ROVAI, 2016, p. 8).

### **3.4. Conselho Fiscal**

Tendo em vista a dissociação natural existente entre a administração da companhia e seus proprietários, a legislação societária passou a assegurar aos acionistas o direito primordial de exercer a fiscalização da gestão dos negócios sociais, o qual é exercido de diversas maneiras, a exemplo do conselho fiscal (HALPERIN *apud* TOMAZETTE, 2013, p. 540).

Trata-se de órgão social que deverá estar devidamente disciplinado no estatuto social da companhia, muito embora seu funcionamento fique a critério do próprio estatuto, ou de requisição dos acionistas, tendo em vista se tratar de um

órgão cuja existência é obrigatória, mas que possui funcionamento facultativo (SILVA, 2000, p. 55).

Em situações em que o conselho fiscal não esteja em funcionamento, é possível que a fiscalização dos administradores da sociedade anônima seja exercida por intermédio de auditores independentes, que atuarão de maneira especializada, constituindo-se também em espécie de fiscalização efetiva e correta (TOMAZETTE, 2013, p. 540).

De qualquer modo, ao acionista é garantido o direito de exercer a fiscalização dos atos sociais da companhia ao qual é sócio, tendo em vista que o art. 109 da lei das S.A. determina que nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de exercer a fiscalização da gestão dos negócios sociais.

O direito de fiscalização, nestes termos, é consequência necessária dos direitos e ônus relacionados à participação dos resultados sociais da companhia (LOBO, 2005, p. 2).

Lamy e Bulhões acrescentam, ainda, que se tratam de direitos intangíveis, garantidos aos acionistas minoritários e que nem mesmo a assembleia-geral pode suprimir, pois se tratam de ferramentas protetivas que inibem atos abusivos eventualmente praticados pelos acionistas controladores (LAMY FILHO; BULHÕES *apud* LOBO, 2005, p. 2).

Dentro do contexto de uma sociedade anônima, pela imensa quantidade de acionistas que existem nessas instituições, dado que se tratam de organizações empresariais cuja concentração do capital é extremamente volumosa, não se torna viável que todos os acionistas tenham acesso aos livros e também aos documentos da companhia, de modo que o exercício do direito de fiscalização, na anônima, pode se dar tanto por meio do conselho fiscal, nos termos dos artigos 161 a 164 da LSA, como também diretamente, desde que haja requerimento de acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social, fundamentados, assim, em indícios de supostos atos que estejam violando a lei ou o estatuto social, ou em suspeita de irregularidades acometidas no interior de quaisquer dos órgãos societários, no termos do art. 105 da legislação acionária (LOBO, 2005, p. 2).

No entanto, existem críticas quanto à eficiência do conselho fiscal no que tange à sua atuação, visto que nem sempre ele tem atuado com o fim de cumprir

com seus objetivos primordiais, limitando-se, na prática, a emitir meros pareceres contra atos da alta administração, fato que decorre, muitas vezes, da falta de conhecimentos especializados de seus membros, bem como de remunerações muitas vezes abaixo das expectativas, o que fez com que alguns países, como a França, por exemplo, extinguissem o seu uso, substituindo-o por órgãos técnicos especializados (MARTINS, 2015, p. 310).

De qualquer maneira, a LSA manteve a existência do conselho, atribuindo-lhe maiores responsabilidades, remuneração mais justa, estabelecendo-se que dele deverão participar apenas aquelas pessoas que se encontrem capacitadas para tal (MARTINS, 2015, p. 310).

Nesse sentido, o referido conselho será composto de três a cinco integrantes, com a mesma quantidade de suplentes, que poderão ser acionistas ou não, nos termos do art. 161, § 1º, da LSA.

O mencionado órgão poderá atuar de maneira permanente ou com prazo limitado ao exercício social para o qual foi instalado, mediante pedido formulado pelos acionistas em assembleia-geral, segundo dispõe o § 3º do mesmo dispositivo mencionado.

O pedido de instalação do conselho, para que seja realizado nos termos da legislação, conforme art. 161, § 2º, da LSA, deve ser solicitado por acionistas que representem, minimamente, 10% das ações com direito a voto ou 5% das ações não votantes, de modo que o período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia-geral ordinária seguinte.

No mesmo dispositivo, a alínea *a* do § 4º autoriza que os detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou que tenham voto restrito poderão eleger em separado 1 (um) membro e seu respectivo suplente, e mesmo direito terão os acionistas minoritários detentores de, no mínimo, 10% das ações votantes.

No que se refere ao direito dos minoritários de elegerem, em separado, representante ao conselho fiscal, a CVM já se manifestou, quando da interpretação do art. 161, §4º, da Lei das Sociedades por Ações, no sentido de que o percentual de 10% exigido em lei não se refere apenas ao percentual dos acionistas minoritários presentes em reunião assemblear, mas também daqueles que, embora não estejam presentes, também fazem parte do referido grupo (BRASIL, PA11086, 2007, p. 2).

Em seu voto, o relator Marcos Barbosa Pinto asseverou o seguinte:

E qual é a finalidade do art. 161, §4º, "a", da Lei nº 6.404/76? A mim, ela parece muito clara. Garante-se aos acionistas minoritários o direito de escolher um membro no conselho fiscal para que eles possam fiscalizar melhor os negócios sociais, sobretudo as decisões tomadas pelo controlador e pelos administradores da companhia. (...) o requisito de 10% do capital votante deve ser averiguado em relação ao número de ações detidas pelos acionistas minoritários da companhia e não ao número de ações detidas pelos acionistas presentes à assembléia. (BRASIL, PA11086, 2007, p. 2).

No entanto, tal entendimento é aplicável apenas às eleições de conselheiros fiscais realizadas após a publicação da referida decisão, tendo em vista se tratar da primeira manifestação da autarquia a respeito do tema, e em virtude da preservação da segurança jurídica (GALLO, 2008, p. 11).

Dessa forma, a LSA, ao discorrer sobre o conselho fiscal, procurou diminuir ou até mesmo evitar a formalidade rotineira do mencionado órgão, possibilitando a eleição de seus membros e respectivo funcionamento apenas nos exercícios sociais em que os acionistas interessados mostrassem verdadeiro interesse, mediante requerimento, bem como assegurou a representação das minorias, em detrimento da maior força representativa que é comumente exercida pelos controladores (LOBO, 2005, p. 3-4).

No entanto, para que a fiscalização exercida pelo conselho tenha, de fato, resultados positivos, a legislação possibilitou que a atuação destes membros fiscalizadores não ficassem sujeitas aos mandos e desmandos das decisões dos detentores do poder controlador, visto que estes sempre buscarão seus próprios interesses (LOBO, 2005, p. 4).

Waldírio Bulgarelli afirma, nesse sentido, em uma de suas obras sobre o conselho fiscal, que “não se pode deixar de notar que a fenomenologia societária revela que quem, na verdade, costuma estar interessado em fiscalizar a administração é o minoritário, já que evidentemente o controlador confia em si mesmo” (BULGARELLI *apud* LOBO, 2005, p. 4).

De tais argumentos, entende-se que o controlador, por exercer o poder de direção da sociedade anônima, e tendo acesso e controle a todas as informações necessárias ao exercício da atividade empresarial no contexto da própria companhia, não possuiria interesses em fiscalizar a si próprio, de modo que o verdadeiro interessado em desempenhar tais prerrogativas fiscalizadoras é

justamente aquele que está a mercê das decisões majoritárias, e que o faz, na maior parte das vezes, por meio do conselho fiscal, nos termos do art. 161 da LSA.

Nessa linha, cumpre ressaltar que a atuação do conselho fiscal não se limita em atuar apenas em seu conjunto, como um colegiado, tendo em vista que é correto chegar a conclusão de que os membros do conselho podem, perfeita e isoladamente, sem a necessidade da anuência da maioria do respectivo órgão, vistoriar os livros, documentos, o estado da caixa e tudo quanto for fundamental e estritamente necessário para checar se a administração da sociedade está em dia com as obrigações legais e com o estatuto social (LOBO, 2005, p. 4).

Afinal, do contrário, o importante órgão de proteção dos direitos dos acionistas minoritários não teria sua razão de existir, pois se tornaria apenas mais uma formalidade da legislação.

Além do mais, não faria sentido a lei das anônimas assegurar aos acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, bem como aos acionistas minoritários o direito de ambos elegerem em separado seus respectivos representantes para o conselho fiscal e posteriormente esses membros dependerem do colegiado para exercer uma fiscalização efetiva sobre a administração da companhia (LOBO, 2005, p. 4).

Ainda, o art. 164 da LSA estabelece que ao menos um membro do conselho se apresente em assembleia-geral para responder aos eventuais questionamentos formulados pelos acionistas, bem como o parágrafo único determina que os pareceres e representações tanto do conselho fiscal quanto de qualquer de seus membros poderão ser lidos e apresentados em assembleia-geral, confirmando, mais uma vez, a possibilidade que cada membro, individualmente, tem de atuar de forma a fundamentar sua convicção a respeito daquilo que se está a fiscalizar pois, para que se faça eventual parecer ou determinada representação, o membro devera ter a possibilidade de acessar as informações necessárias à elaboração destes documentos (LOBO, 2005, p. 5).

A fiscalização que é realizada pelos conselheiros é feita mediante a aquisição das informações referentes à atividade que é fiscalizada, sendo, para tanto, feita de três maneiras: inspeção, solicitação de informações, e solicitação de esclarecimentos (LOBO, 2005, p. 5).

Quando a análise referente ao objeto ocorre de forma direta, tem-se a inspeção, de modo que se faz essencial o amplo acesso, podendo, inclusive, se tratar de alguma atividade já efetuada ao qual se vai incidir a atividade fiscalizatória (LOBO, 2005, p. 5).

Na solicitação de informações, busca-se compreender o objeto sujeito a fiscalização de forma que não seja por meio do processo dedutivo oriundo da inspeção, mas de forma direta, pela entrega das informações por aquele que as tem prontamente (LOBO, 2005, p. 5-6).

Por outro lado, a solicitação de esclarecimentos, em tese complementar, ocorre posteriormente à inspeção, bem como após ao recebimento das informações, tendo em vista que aquele que esclarece necessariamente o faz após o acesso do objeto ao qual é questionado (LOBO, 2005, p. 6).

Em linha com as ideias até aqui expostas, acrescente-se que, nos termos do art. 163, § 2º da LSA, o conselho fiscal poderá, por meio de pedido de qualquer um de seus membros, efetuar solicitação esclarecimentos ou informações aos órgãos de administração, contanto que sejam referentes à sua função fiscalizadora, podendo também solicitar a elaboração dos demonstrativos financeiros ou contábeis especiais.

Acrescente-se, ainda, segundo os ensinamentos de Modesto Carvalhosa sobre o tema, que “não depende da deliberação do Conselho a eficácia do pedido de informações individualmente feito por qualquer de seus membros aos órgãos da administração, aos auditores e peritos” (CARVALHOSA *apud* LOBO, 2005, p. 8).

Segundo ele, podem os conselheiros solicitar quaisquer informações aos órgãos da alta administração, sobretudo aquelas relacionadas à gestão financeira da companhia, tratando-se, pois, de prerrogativa individualizada assegurada legalmente (CARVALHOSA *apud* LOBO, 2005, p. 8).

Por fim, Carlos Augusto cita decisão proferida pela 6ª Câmara Cível do TJSP, ocorrida em 23/09/1982 (AgIn 28.123-1), que entendeu que a mera aprovação das contas e demonstrações financeiras da SA não impede a análise futura de eventuais erros, sejam eles culposos ou mesmo intencionais (LOBO, 2005, p. 10).

Ainda, faz referência também à Apelação Cível 439.135-1, de 24/08/2004, em que mesmo que se trate de solicitação de documentos referentes a exercícios

anteriores ao qual o membro do conselho fiscal atua, a ele é garantido o acesso a tais dados informativos, a fim de que possa cumprir com sua atuação fiscalizadora (LOBO, 2005, p. 11).

## CONCLUSÃO

Conclui-se, portanto, pelo presente estudo, que os detentores do poder de controle das companhias de capital aberto, quando da direção das atividades empresariais ao qual estão inseridos, estão estritamente vinculados aos limites estabelecidos pela Lei 6.404, de 1976, cabendo à CVM “desenvolver, regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, como instrumento de captação de recursos para as empresas, protegendo os interesses dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações” (BRASIL, 2020, p. 1), ou seja, atuando, em certa medida, como uma verdadeira espécie de controle externo, embora tal forma de controle não seja formalmente reconhecida no Brasil.

Dentre os limites ao qual estão sujeitos, tem-se, na recompra de ações, por exemplo, a preservação da reserva de lucros, a qual é de fundamental importância na manutenção do capital social da companhia, objetivando impedir a canibalização dos ativos da anônima.

Quanto à postura dos gestores, a nomeação de administradores técnicos, muito embora a atuação deles seja, em parte, limitada pelos órgãos societários, tem contribuído fortemente para que estes profissionais exerçam suas atribuições da maneira mais independente possível e livre de interferências excessivas dos controladores, de modo a aproveitar, ao máximo, o alto conhecimento especializado que eles possuem, a fim de preservar os interesses da companhia na busca de seu objeto e do cumprimento de sua função social.

Constatou-se, também, a possibilidade de responsabilização do acionista pelo exercício abusivo do direito de voto, mesmo que seu posicionamento não seja vitorioso quando da deliberação, nos termos do art. 115, § 3º da LSA, pois o referido abuso resta configurado quando o acionista o exerce sem a devida moderação, de modo contrário aos interesses da companhia e dos demais integrantes do corpo societário, com a finalidade de causar danos, sejam eles patrimoniais ou políticos, ou de buscar enriquecimento ou qualquer tipo de vantagem (CARVALHOSA, 2008, p. 462).

De igual modo, foi verificado que o direito de retirada — direito de recesso —, conforme estabelecido no art. 137 da LSA, constitui-se como um instrumento fundamental a que o acionista minoritário pode fazer uso quando se tratar de determinadas deliberações ocorridas nas reuniões da assembleia-geral, como nos



casos de fusão ou incorporação, permitindo ao dissidente o direito de reembolso das ações até então possuídas na mesma data em que ocorreu a reunião, ainda que não tenha marcado presença na assembleia, e mesmo que seja detentor de ações preferenciais.

Restou evidente, também, outra norma protetiva na legislação acionária, que é um tanto quanto eficaz na limitação do poder de controle: o direito de voto múltiplo para a eleição dos membros do Conselho de Administração. Com isso, o art. 141, da LSA assegura tal direito aos acionistas possuidores de, no mínimo, 10% das ações com direito a voto, sendo possível, inclusive, a cumulação dos votos em um único candidato, ou a distribuição em vários deles.

Seguindo a mesma linha, verificou-se a possibilidade, em assembleia-geral, de pedido de instalação do conselho fiscal quando este não tiver seu funcionamento permanente. Para tanto, os acionistas que representem, ao menos, 10% das ações votantes, ou 5% das ações sem direito a voto, terão direito de efetuar o referido pedido, nos termos do art. 161, § 2º, da lei das anônimas, de modo que, somado a isso, é também garantido, pelo § 4º do mesmo dispositivo legal, aos acionistas preferencialistas sem direito a voto ou que possuam voto restrito, bem como aos minoritários que possuam, em conjunto, 10% ou mais das ações votantes, o direito de votar em separado quando da escolha dos membros do referido conselho, garantindo, assim, maior representatividade aos investidores e, conseqüentemente, maior proteção na gestão de seus recursos, impedindo, representativamente, a presença exclusiva apenas daqueles acionistas do bloco de controle da SA.

No entanto, por toda a análise que foi feita na presente pesquisa, restou evidente que o maior instrumento que tem sido utilizado na proteção dos acionistas minoritários, bem como do mercado de capitais, de um modo geral, é quanto a obrigatoriedade de realização da oferta pública de aquisição — OPA quando da mudança de controle da companhia, nos termos do art. 254-A, da legislação acionária.

Ou seja, no caso de alienação de controle, o preço negociado pelas ações do bloco controlador serão extensíveis aos demais acionistas em, no mínimo, 80% do que for proposto aos controladores, frisando-se que tal proteção é garantida apenas aos que possuem ações ordinárias, não estando a companhia obrigada a

lançar a mesma oferta aos preferencialistas, fato que ainda deixa muitos investidores receosos em direcionar seus recursos ao mercado de valores.

Apesar disso, algumas companhias, a exemplo do Banco do Brasil Seguridade, têm adotado o mais alto padrão de governança corporativa, confirmado pela adesão ao Novo Mercado da B3, que possui como uma de suas exigências a existência apenas de ações ordinárias (SEGURIDADE, 2020).

Outras companhias, embora não adotem o segmento do Novo Mercado da B3, têm ampliado o direito ao *tag along* em 100% do valor ofertado às ações do bloco de controle em casos de eventuais alienações de controle, como é o caso da Klabin, que garante, em seu Estatuto Social, o direito de *tag along* aos acionistas preferencialistas, “com direito de preço igual a 100% do valor pago por ação ordinária integrante do bloco de controle” (KLABIN, 2020).

No que tange ao acesso representativo dos investidores minoritários nos assentos dos conselhos das companhias, verificou-se que, apesar da LSA reservar cadeiras executivas aos representantes desses acionistas, na prática o que se observa é que, na maioria das vezes, os minoritários estão tão pulverizados que não conseguem se organizar para unir forças suficientes para eleger seus representantes, seja por simplesmente não exercer tal direito, ou mesmo por barreiras impostas pela própria companhia, como no caso da Apelação nº 1003589-80.2017.8.26.0650, do TJSP, em que a assembleia-geral ordinária da Ecotech foi anulada por impedir que um de seus acionistas minoritários tivesse acesso aos demonstrativos financeiros da companhia:

**AÇÃO DE NULIDADE DE ASSEMBLEIA CUMULADA COM AFASTAMENTO DE ADMINISTRADORES.** Acionista minoritário que pretende a declaração de invalidade da Assembleia Geral Ordinária da ECOTECH, de 21/08/2017, bem como o afastamento de seus administradores. Quanto à anulação da Assembleia Geral Ordinária, a pretensão recursal é de ser acolhida. Todo e qualquer acionista (ainda que minoritário) tem o direito básico e essencial de participar dos lucros sociais e de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, direito que nem o Estatuto Social, muito menos a Assembleia Geral podem suprimir (art. 109, LSA) - É direito do acionista saber o real valor de sua participação acionária no exato momento da resolução da sociedade, de acordo com o balanço especial que reflita a verdadeira posição financeira da Companhia - Autor que há muito tempo vem solicitando a apresentação de relatório da administração sobre os negócios sociais, das demonstrações financeiras e do parecer dos auditores independentes (art. 133, LSA), no que sempre lhe foi sonegado. Na Assembleia Geral Ordinária de 21/08/2017, a maioria aprovou todas as contas, o balanço e demais demonstrações financeiras da Companhia, prejudicando o direito do acionista

minoritário Vício que gera a nulidade da Assembleia Geral Ordinária - O vício, conquanto seja forma, impacta diretamente o conteúdo da Assembleia Geral Ordinária e, pois, os direitos do acionista (art. 166, Código Civil) - Ausência na Assembleia Geral Ordinária dos administradores e do auditor independente, fato que gera a nulidade da Assembleia, por violação expressa do disposto no art. 134, § 1º, LSA, por subtrair do acionista SERGIO o direito de obter os devidos esclarecimentos diretamente dos gestores da Companhia, documentos e informações que há muito já vinham lhe sendo negados. RECURSO PROVIDO NESSA PARTE (BRASIL, 2019).

Por fim, entende-se que a adoção de boas práticas de governança, como a adesão ao segmento do Novo Mercado ou, ao menos, o Nível II da B3, na qual amplia o direito de *tag along* aos acionistas minoritários, quer possuam ações ordinárias ou preferenciais, é fundamental para o desenvolvimento de um mercado de capitais cada vez mais forte e equilibrado, a fim de proporcionar maior segurança e confiabilidade a todos aqueles que desejarem direcionar seus recursos para a formação de um portfólio acionário, contribuindo, assim, para a geração e distribuição da riqueza.

## REFERÊNCIAS

AES TIETÊ. AES Tietê Energia S.A.. **Estrutura Acionária**. Disponível em: <https://ri.aestiete.com.br/show.aspx?idCanal=LqWEnUe9WKiqPODckvbaqw==>. Acesso em: 2 nov. 2020.

ALVES, Pedro José Fernandes. **Da Competência da Assembleia Geral Ordinária para Eleger os Membros do Conselho de Administração**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 12 | p. 271 | Abr / 2001 DTR\2011\2811.

BALCÃO, BRASIL BOLSA. **Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na B3**. Abril de 2020. Disponível em: [http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo\\_PF-final.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo_PF-final.pdf). Acesso em: 2 ago. 2020.

BANCO INTER. **Programa de Recompra de Ações**. Fato relevante. Disponível em: <https://ri.bancointer.com.br/ListaBusca.aspx?busca=fato%20relevante>. Acesso em: 8. nov. 2020.

BARRETO FILHO, Oscar. **Estrutura Administrativa das Sociedades Anônimas**. Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 3 | p. 443 - 454 | Dez / 2010 DTR\2012\1456.

BERGER-STEINKE, Dora. **Conceito e Direitos dos Acionistas não Controladores na Legislação Alemã e na Brasileira**. Revista dos Tribunais | vol. 750/1998 | p. 46 - 68 | Abr / 1998 DTR\1998\222.

BITTAR, Carlos Alberto. **Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Doutrinas Essenciais de Responsabilidade Civil | vol. 3 | p. 153 - 173 | Out / 2011 DTR\2012\921.

BLOK, Marcella. **Abuso do Poder de Controle do Acionista Controlador nas Sociedades Anônimas**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 56/2012 | p. 94 - 168 | Abr - Jun / 2012. DTR\2012\44746

BOTTOSELLI, Ettore. **Assembleia Geral Eletrônica**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 75/2017 | p. 161 - 184 | Jan - Mar/2017, DTR\2017\481.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 480 de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 4. nov. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **O que é a CVM? 2020**. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/servidores/](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/servidores/)

[estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf](#). Acesso em: 11. nov. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo nº RJ2007/7230**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0004/5533-0.pdf>. Acesso em: 15. out. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo nº RJ2007/11086**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0004/5633-0.pdf>. Acesso em: 17. out. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo nº RJ2008/4587 e Processo Administrativo nº RJ2008/2535**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0004/5975-0.pdf>. Acesso em: 10. out. 2020.

BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em 13. nov. 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Revista do Superior Tribunal de Justiça**. a. 4, n. 30, fev. 1992. REsp 15.247-RJ, 3.a Turma, j. 10.12.91, p. Revista do Superior Tribunal de Justiça, no 30, fev. 1992, pp. 533-542. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/docs\\_internet/revista/eletronica/stj-revista-eletronica-1992\\_30.pdf](https://ww2.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-eletronica-1992_30.pdf). Acesso em: 20. out. 2020.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 1003589-80.2017.8.26.0650**. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo. Relator: Sérgio Shimura. Data de julgamento: 24/09/2019. Disponível em: <https://www.soutocorrea.com.br/wp-content/uploads/2019/11/Tribunal-de-Justi%C3%A7a-de-S%C3%A3o-Paulo-decide-ser-nula-Assembleia-Geral-Ordin%C3%A1ria-que-impediu-acionista-minorit%C3%A1rio-de-acessar-documentos-e-obter-esclarecimentos.pdf>. Acesso em: 13. nov. 2020.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das Sociedades Anônimas. Com as Novas Alterações da Lei nº 6.404, de 15-12-1976, pela Lei nº 9.457, de 5-5-1997, e as Modificações pela Medida Provisória nº 1.958-35, de 21-9-2000**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico de Proteção às Minorias nas S/A.: de acordo com a reforma da Lei nº 6.404 de 1976**. Rio de Janeiro: Renovar. 1998. ISBN: 8571470774.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Alienação e Aquisição de Controle**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 34/2006 | p. 330 - 344 | Out -Dez/ 2006. Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 8 | p. 793 - 809 | Dez / 2010 DTR\2006\600.

CARDOSO, Ana Carolina Dau. et al. **Responsabilidade dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimentos**. Vbso Advogados. R2 Produção Gráfica. 2017. Disponível em: <http://www.vbso.com.br/wp-content/uploads/2017/05/Responsabilidade-dos-Administradores-e-Gestores-de-Fundos-de-Investimento.pdf>. Acesso em 22. out. 2020.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Volume II. Artigos 75 a 137. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei nº 9.457 de 5 de maio de 1997 e Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. 4ª Ed. rev. e atual. 2008.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de Controle: Limitação do Poder do Controlador como Mecanismo de Proteção dos Acionistas Minoritários de Companhias Fechadas**. Tese apresentada à Comissão Julgadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutora em Direito Comercial, sob a orientação da Professora Doutora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, SP, 2013.

CIRRI, Pedro Racy. **Recompra de Ações: Aspectos Legais e Incentivos Econômicos**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 68/2015 | p. 81 - 98 | Abr - Jun / 2015. DTR\2015\10798.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Novo Manual de Direito Comercial: Direito de Empresa**. - 29. ed. rev., atual. e ampl. - São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2017. ISBN: 978-85-203-7306-4.

COMPARATO, **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. - 6. ed. rev. e atual. - Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. ISBN 978-85-309-5130-6. E-book.

CUNHA, Caetano Penna Franco Altafin Rodrigues da. **Uma Proposta de Leitura Funcional do Direito Societário: Limites, Objetivos e a Tutela da Informação no Mercado de Capitais**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 45/2009 | p. 79 - 120 | Jul - Set / 2009. DTR\2009\386

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Manual de Direito Comercial**. - 16. ed. - São Paulo: Atlas, 2015. ISBN 978-85-224-9405-7 e ISBN: 978-85-224-9406-4.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 17ª ed. rev. e atual. - Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008. 864p. ISBN 978-85-7303-754-8.

GALLO, Giovanna Mazetto. **Decisões da Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Interpretação do art. 161, § 4º, da Lei das Sociedades por Ações. Processo Administrativo RJ-2007-11086**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 41 | p. 301 | Jul / 2008 DTR\2011\2692.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Sociedade Anônima. Reorganização Societária. Alienação de Ações. Alienação de Controle Direta e Indireta: Incoerência. Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 45/2009 | p. 207 - 223 | Jul - Set / 2009. Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 3 | p. 1201 - 1206 | Dez / 2010 DTR\2009\382.

GREBLER, Eduardo. **A Responsabilidade do Acionista Controlador Frente ao Acionista Minoritário na Sociedade Anônima Brasileira.** Revista dos Tribunais | vol. 694/1993 | p. 35 - 42 | Ago / 1993 DTR\1993\402.

KLABIN, SA. **Governança Corporativa: visão geral.** 2020. Disponível em: <https://ri.klabin.com.br/governanca-corporativa/visao-geral/>. Acesso em 1 nov. 2020.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Notas sobre o Poder de Controle Compartilhado.** Revista de Direito Empresarial | vol. 0/2013 | p. 103 - 113 | Nov - Dez / 2013 DTR\2013\12554.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Conselho Fiscal de Sociedade Anônima: Atuação Individual e Autônoma de seus Membros.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 29/2005 | p. 165 - 182 | Jul - Set / 2005. Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 3 | p. 357 - 378 | Dez / 2010 DTR\2005\422.

LOPES, José Reinaldo de Lima. **O Acionista Controlador na Lei das Sociedades por Ações.** Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 3 | p. 761 - 772 | Dez / 2010 DTR\2012\1354.

LORIA, Eli. **A Formação Histórica da Sociedade Anônima e sua Contribuição para o Desenvolvimento Econômico.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 56/2012 / p. 247 - 275 / Abr - Jun / 2012 DTR/2012/44738.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial / Atual.** Carlos Henrique Abrão - 38. ed. Rev., atual. E ampl. - Rio de Janeiro: Forense, 2015.

MARTINS, Pedro A Batista. **Responsabilidade de Acionista Controlador: Considerações Doutrinária e Jurisprudencial.** Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 3 | p. 905 - 930 | Dez / 2010, DTR\2011\1534.

MORAES, Luiza Rangel de. **O Abuso de Poder na Transferência de Controle Acionário.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 24/2004 | p. 54 - 76 | Abr - Jun / 2004; Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 3 | p. 829 - 854 | Dez / 2010 DTR\2004\218.

MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Poder de Controle, Conflito de Interesses e Proteção aos Minoritários e Stakeholders.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 28/2005 | p. 70 - 94 | Abr - Jun / 2005 DTR\2005\246.

NELSON, Eizirik. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005. ISBN: 8571475164.

OLIVEIRA, Karina Cardozo de. **Fechamento do Capital Social: Estudo de Casos**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 55/2012 | p. 193 - 236 | Jan -Mar/2012 DTR\2012\2474.

PAPINI, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**. 5ª Ed. Editora Del Rey: Belo Horizonte. 2017. ISBN 9788538404781.

PENNA, Paulo Eduardo. **O Papel da Comissão de Valores Mobiliários na Alienação de Controle de Companhia Aberta**. Artigo publicado na obra coletiva LIMA, Felipe Herdem (Coord.). Sistema Financeiro Nacional Contemporâneo - Regulação e Desafios. Curitiba: Juruá Editora, 2019.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Notas Sobre a Nomeação dos Administradores nas Sociedades Anônimas**. Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 3 | p. 425 - 442 | Dez / 2010 DTR\2012\1842.

PRADO, Maria da Glória Ferraz de Almeida. **Admissibilidade e a Conveniência da Exclusão do Controlador em S.A.**. Tese de Doutorado. Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação da Professora Doutora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito. SP, 2015.

RAMALHO, Carolina Cardoso. **Companhias com Controle Difuso e Pulverizado e o Conflito de Agência à Luz do Direito Brasileiro**. Revista de Direito Privado | vol. 59/2014 | p. 153 - 176 | Jul - Set / 2014. DTR\2014\9648.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito Empresarial Esquemático**. - 4 ed. rev. atual. e ampl. - Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2014, versão digital. ISBN: 978-85-309-5337-9. E-book.

REQUIÃO, Rubens. **As Tendências Atuais da Responsabilidade dos Sócios nas Sociedades Comerciais**. Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 2 | p. 279 - 293 | Dez / 2010 DTR\2012\1350.

ROVAL, Armando Luiz. **Responsabilização de Diretores na Administração da Sociedade Anônima**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 72/2016 | p. 159 - 189 | Abr - Jun/2016 DTR\2016\22437.

SEGURIDADE, Banco do Brasil. **Governança Corporativa**. 2020. Disponível em: <http://www.bbseguridaderi.com.br/pt/governanca-corporativa/visao-geral>. Acesso em: 13. nov. 2020.



SILVA, José Anchieta da. **Conselho Fiscal nas Sociedades Anônimas Brasileiras: O Conselho Fiscal à Luz da Lei de Sociedades Anônimas em Vigor**. Belo Horizonte: Del Rey. 2000. ISBN: 8573084146.

SILVA, Mauro Santos. **Governança Corporativa de Empresas Estatais: notas sobre o novo modelo adotado no Brasil (Lei nº 13.303/2016)**. Boletim de Análise Político Institucional | n. 15| Jul. - Dez. 2018.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário**, volume 1 /Marlon Tomazette. - 5. ed. - São Paulo : Atlas, 2013. ISBN: 978-85-224-7625-1 e ISBN: 978-85-224-7689-3.

WALD, Alexandre. **A Proteção dos Acionistas Minoritários na Alienação do Controle de Companhias Abertas**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 34/2006 | p. 345 - 367 | Out -Dez/2006; Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 8 | p. 43 - 69 | Dez / 2010 DTR\2006\777.

WALD, Arnaldo. **Exame do Conceito de “Ações em Circulação” para os fins do Procedimento de Fechamento de Capital**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 57/2012 | p. 317 - 340 | Jul - Set / 2012. DTR\2012\450610.