

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS**  
**FACULDADE DE DIREITO – PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO**

Alberto de Campos Cordeiro Neto

**DISPERSÃO ACIONÁRIA E CONTROLE MINORITÁRIO**  
**NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Belo Horizonte

2014

ALBERTO DE CAMPOS CORDEIRO NETO

**DISPERSÃO ACIONÁRIA E CONTROLE MINORITÁRIO  
NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito. Linha de pesquisa: A expressão da liberdade em face da pessoa e da empresa. Projeto estruturante: Novos desafios da organização empresarial. Área de concentração: Direito e Justiça. Orientador: Professor Doutor Osmar Brina Corrêa-Lima.

Belo Horizonte

2014



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS**  
**FACULDADE DE DIREITO – PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO**

Dissertação intitulada “Dispersão Acionária e Controle Minoritário no Mercado de Capitais Brasileiro”, de autoria do mestrando Alberto de Campos Cordeiro Neto, defendida e \_\_\_\_\_ pela banca examinadora constituída pelos seguintes professores:

---

Professor Doutor Osmar Brina Corrêa-Lima (Orientador) – UFMG

---

Prof. – Instituição

---

Prof. – Instituição

---

Prof. – Instituição

Belo Horizonte, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2014.

Dedico este trabalho à minha esposa, Gisely Moura Radael, pelo companheirismo e incentivo do início ao fim. Sem ela, nada disso seria possível. É ela quem torce, comemora e brinda comigo.

Também dedico aos meus pais, Alberto de Campos Cordeiro e Maria Vivalda Assis de Campos Cordeiro, que desde os primeiros anos me ensinaram o valor da educação e fizeram o possível e o impossível para que eu tivesse uma educação de qualidade.

## **AGRADECIMENTO**

Antes de tudo, agradeço a Deus por me acompanhar durante a jornada.

Agradeço ao meu orientador, Professor Doutor Osmar Brina Corrêa-Lima, pela introdução ao mundo do direito empresarial nos idos de 2005 e pelo apoio e constantes ensinamentos, não só acadêmicos, mas principalmente aqueles que duram para uma vida toda.

Agradeço ao Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa Lima e à Prof. Dra. Moema Augusta Soares de Castro, pelos ensinamentos durante a graduação e a pós-graduação.

Agradeço aos funcionários das bibliotecas da Universidade de Northwestern e da Universidade de Chicago pela ajuda na pesquisa a textos e artigos durante o segundo semestre de 2012 e o primeiro semestre de 2013.

Agradeço ao professor David Ruder, ex-presidente da Securities and Exchange Commission, e ao professor David Weiss, ambos da Universidade de Northwestern, pelas discussões a respeito do ativismo acionário e da dicotomia entre dispersão e concentração acionária.

Agradeço ao meu irmão, Andrei Augusto Assis de Campos Cordeiro, e a toda a minha família pelo apoio e amizade irrestritos, e pela compreensão nos momentos de ausência e estresse.

Muitíssimo obrigado a todos!

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é o estudo do fenômeno da dispersão acionária e do controle minoritário no mercado de capitais brasileiro, tendo por base o exercício do poder de controle no âmbito das companhias abertas. O Brasil é notoriamente conhecido por ser um país com companhias de controle concentrado e familiar, em que o controlador majoritário, detentor de mais da metade das ações representativas do capital votante, utiliza-se desta titularidade para eleger a maioria dos administradores, dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Todavia, após a criação do Novo Mercado, deu-se início a um processo de dispersão da propriedade acionária das companhias abertas, que vem mudando o até então consolidado cenário do mercado de capitais brasileiro. Com isso, ganha relevância o instituto do controle minoritário, exercido por acionista ou grupo de acionistas titular de menos da metade das ações representativas do capital social votante. O controle minoritário só é possível quando o grau de dispersão acionária ainda não é alto o suficiente para dissociar a propriedade acionária do poder de controle por completo, como aparenta ser o caso do mercado de capitais brasileiro, posicionando-se como intermediário entre um cenário de concentração acionária, marcado pelo controlador majoritário, e um cenário de alta dispersão acionária, marcado pela transferência do poder de controle da companhia das mãos dos acionistas para os administradores (controle gerencial). Ao debater o controle minoritário, a dissertação não busca analisar todas as consequências para a legislação societária brasileira da presença do acionista controlador minoritário, mas sim discutir a caracterização, a disciplina jurídica do controle minoritário e as suas formas de manifestação no ordenamento jurídico brasileiro, à luz do ativismo acionário e dos pedidos públicos de procuração.

**PALAVRAS-CHAVE:** dispersão acionária, poder de controle, controle minoritário.

## **ABSTRACT**

The objective of this work is the study of the phenomenon of dispersed ownership and minority control in the Brazilian capital markets, based on the exercise of control in publicly-held companies. Brazil is famously known for being a country with concentrated ownership and family-owned companies, in which the majority shareholder, who owns more than half of the voting shares, elects the majority of the company's directors and officers, directs the corporate activities and guides the operation of the company's departments. However, after the creation of Novo Mercado in 2000, Brazil initiated a process of ownership dispersion in publicly-held companies, which has been changing the consolidated scenario of the Brazilian capital markets. As a result, the minority control, exercised by a shareholder or group of shareholders who own less than half of the voting shares, gained importance in the corporate scenario. The minority control is only possible when the level of ownership dispersion is not high enough to completely dissociate ownership and control, as it seems to be the case in the Brazilian capital markets. The minority control is positioned in-between a scenario of concentrated ownership, characterized by the majority shareholder, and a scenario of highly dispersed ownership, characterized by the transfer of the company's control from the hands of the shareholders to the directors and officers (management control). When discussing the minority control, this work does not seek to analyze all the consequences of the presence of a controlling minority shareholder for the Brazilian Corporate Law, but rather discuss the categorization, the legal discipline of the minority control and its manifestation in the Brazilian law, in light of shareholder activism and public proxy solicitations.

**KEYWORDS:** dispersion of ownership, control, minority control.

## LISTA DE FIGURAS E TABELAS

<b>Figura 1:</b> Dispersão Acionária vs. Concentração Acionária .....	26
<b>Tabela 1:</b> Resumo comparativo dos dados levantados pelas pesquisas de Silvia Mourthé Valadares (“SMV”) e Ricardo Pereira Câmara Leal (“RPCL”), com dados de 1996, de um lado, e André Carvalhal da Silva (“ACS”) e RPCL, com dados de 2000, de outro .....	29
<b>Tabela 2:</b> Resumo comparativo dos dados levantados pelas pesquisas de Érica Gorga (“EG”), com dados de 2007, de um lado, e Marina Gelman (“MG”), com dados de 2012, de outro .....	34
<b>Figura 2:</b> Identifica o percentual de companhias que possuem capital com controle majoritário ou compartilhado, nos anos de 2012 e 2013, segundo o estudo da KPMG (2013-2014).....	36
<b>Tabela 3:</b> Resumo comparativo dos dados levantados por Gorga (Coluna 2, “2007”), Gelman (Coluna 3, “2012 (maio)”) e KPMG (Coluna 4, “2012”, e Coluna 5 “2013”), acerca do percentual de companhias do Novo Mercado e do Nível 2 com controle majoritário individual ou compartilhado.....	37
<b>Tabela 4:</b> Comparação entre Capital Disperso vs. Capital Concentrado .....	68
<b>Figura 3:</b> Reprodução da Figura 2 do estudo de Holderness (2007), contendo gráfico da distribuição dos países conforme a proporção de companhias e contêm blocos de controle vs. a média do percentual agregado do bloco de controle .....	75
<b>Figura 4:</b> Estrutura societária da operação discutida no âmbito do Processo Administrativo RJ2009/1956 da CVM .....	103
<b>Tabela 5:</b> Questões do Índice de Ativismo de Acionistas do estudo de VARGAS (2013)	125
<b>Figura 5:</b> Reprodução da composição do Conselho de Administração das companhias do Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Tradicional, nos anos de 2012 e 2013, segundo estudo da KPMG (2013-2014).....	127
<b>Tabela 6:</b> Anexo 24 - Conteúdo do Formulário de Referência, da Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009, item 15.....	Anexo



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB – Banco Central do Brasil

BM&FBOVESPA – BM&FBOVESPA S.A.

Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo

CEO – *Chief Executive Officer*

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DGCL – Delaware General Corporate Law

Dodd-Frank – *The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*

EIRELI – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IPO – *Initial Public Offering*

JOBS Act – *Jumpstart Our Business Startups Act*

SAS – Sociedade Anônima Simplificada

SEC – *Securities and Exchange Commission*

## SUMÁRIO

AGRADECIMENTO.....	5
RESUMO.....	6
ABSTRACT.....	7
LISTA DE FIGURAS E TABELAS .....	8
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	9
INTRODUÇÃO .....	12
Parte 1 – DISPERSÃO ACIONÁRIA E PODER DE CONTROLE NO BRASIL.....	20
Capítulo 1: A PROPRIEDADE ACIONÁRIA NO BRASIL.....	20
1. Concentração Acionária <i>versus</i> Dispersão Acionária.....	20
2. Os Estudos Empíricos sobre a Estrutura da Propriedade Acionária nas Companhias Brasileiras .....	27
3. O Novo Mercado .....	37
Capítulo 2: PODER DE CONTROLE NO BRASIL.....	43
1. Definição de Acionista Controlador.....	43
2. Tipos de Controle.....	48
(I) <i>Controle Totalitário</i> .....	50
(II) <i>Controle Majoritário</i> .....	51
(III) <i>Controle Minoritário</i> .....	52
(IV) <i>Controle Gerencial</i> .....	52
(V) <i>Controle Definido</i> .....	53
(VI) <i>Controle Difuso</i> .....	53
(VII) <i>Controle Disperso ou Pulverizado</i> .....	54
(VIII) <i>Controle Compartilhado</i> .....	55
Parte 2 – A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO MUNDO.....	58
Capítulo 1: A ORIGEM DA DISPERSÃO ACIONÁRIA .....	58
1. O Conflito de Agência .....	59
2. Teorias da Dispersão Acionária sob a Ótica Norte-Americana e Críticas.....	62
3. Rompendo Paradigmas .....	72

Capítulo 2: O CONTROLE ACIONÁRIO NO DIREITO NORTE-AMERICANO E A CRISE DE 2008 .....	80
1. A Crise Mundial de 2008.....	80
2. As Mudanças Propostas pela Lei Dodd-Frank .....	83
3. A Regra de Acesso por meio da Procuração.....	85
4. O Caso <i>Business Roundtable</i> de 2011 .....	90
5. Super Ações: A Estrutura de Duas Classes de Ações.....	94
Parte 3 – O CONTROLE MINORITÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO .....	98
Capítulo 1: EXERCÍCIO DO CONTROLE MINORITÁRIO .....	98
1. Disciplina do Controle Minoritário.....	98
2. Pedido Público de Procuração .....	107
Capítulo 2: ATIVISMO ACIONÁRIO .....	112
CONCLUSÃO .....	129
1. Síntese final.....	129
2. Conclusões finais .....	132
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	136
LEGISLAÇÃO.....	147
ANEXO.....	148

## INTRODUÇÃO

Durante a primeira década deste milênio, apostava-se que o mercado de capitais brasileiro, após intensas fases de crescimento e maturação, iria se tornar gradualmente mais atraente e acessível aos investidores nacionais e internacionais, solidificando-se como uma importante forma de captação de recursos financeiros.

As principais razões econômicas para o intenso crescimento experimentado naquele período possuíam caráter interno e externo: liquidez internacional e expansão da oferta de crédito, controle da inflação, queda da taxa de juros e aceleração da evolução da máquina produtiva. Seria razoável, portanto, afirmarmos que o mercado de capitais brasileiro alcançaria um patamar relevante no rol de investimentos da classe investidora brasileira.

Todavia, o esperado crescimento significativo do mercado de capitais brasileiro, seja no número de companhias listadas, montantes envolvidos nas emissões de valores mobiliários e maior participação de investidores individuais não ocorreu como esperado.

Passado o ápice ocorrido em 2007, com número recorde de emissões primárias de ações e volumes negociados, a crise econômica de 2008 abalou significativamente o mercado de valores mobiliários e, de certa forma, atrasou a evolução do mercado de capitais brasileiro, diminuindo o apetite de investidores e colocando em xeque diversas ofertas primárias de ações (IPO, do inglês *Initial Public Offering*). Como resultado deste novo cenário, nos últimos anos, diversas companhias desistiram de suas ofertas primárias de ações devido às condições desfavoráveis de mercado: a WTorre Properties S.A. desistiu do IPO em setembro de 2010; a Vale Fertilizantes S.A. desistiu do IPO em junho de 2011; a Copersucar S.A., maior companhia brasileira exportadora de açúcar e etanol, desistiu do IPO em agosto de 2011; a Brasil Travel Turismo e Participações S.A. desistiu do IPO em fevereiro de 2012; a CPFL Energias Renováveis S.A. desistiu do IPO em outubro de 2012 (realizando-o posteriormente em julho de 2013); a Pague Menos S.A., terceira maior bandeira de drogaria do Brasil em receita e única com presença em todos os Estados, desistiu do IPO em outubro de 2012; a Nova Cedae, empresa estatal de saneamento do Rio de Janeiro, desistiu do IPO em janeiro de 2013; a Azul – Linhas Aéreas

Brasileiras S.A., terceira maior empresa do setor aéreo no Brasil, desistiu do IPO em agosto de 2013; a Votorantim Cimentos S.A. também desistiu do IPO em agosto de 2013; e a Sascar, empresa de rastreamento de veículos, desistiu do IPO em outubro de 2013. Outras companhias também seguiram o mesmo caminho.

O mercado de valores mobiliários brasileiro, portanto, não se tornou uma forma viável de financiamento para as pequenas e médias empresas, nem mesmo tornou-se conhecido a ponto de incentivar esta visão. Exemplo deste cenário é facilmente observado na comparação entre Brasil e Índia, por exemplo. Em boletim publicado na revista Capital Aberto, o escritório Lehmann, Warde Advogados explica que o tíquete médio (ou seja, o valor médio captado) dos IPOs no Brasil, reflete que somente as grandes companhias se valem do pregão. Em 2011, companhias brasileiras arrecadaram 4 bilhões de dólares norte-americanos com 11 IPOs realizados no Brasil, enquanto na Índia as companhias indianas levantaram 2,2 bilhões de dólares norte-americanos com 33 IPOs. Apesar do valor em dólar ser mais alto no Brasil, apenas 11 companhias tiveram acesso ao mercado de valores mobiliários, enquanto na Índia o montante arrecadado beneficiou 33 companhias.

Apesar deste cenário de aparente baixa dispersão no mercado de valores mobiliários brasileiro, o controle gerencial tornou-se o assunto da moda em nosso direito societário. Todavia, a própria ideia de controle gerencial é calcada em um esperado desenvolvimento do mercado de valores mobiliários que, por ora, acabou não se concretizando.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem feito a sua parte no sentido de incentivar a retomada do desenvolvimento do mercado de capitais. Se uma crise, por um lado, diminui a atratividade momentânea do mercado de capitais, por outro lado, ela tende a intensificar, exponencialmente, a já crescente regulação e a fiscalização exercidas pela CVM no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Provavelmente inspirada pela ideologia que embasou o Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), cuja principal finalidade propagada seria favorecer o financiamento de micro e pequenas empresas via mercado de capitais, a CVM tem analisado a possibilidade de permitir o financiamento coletivo das companhias, o chamado *crowdfunding*. Desse modo, micro e pequenas empresas poderiam, em princípio, se beneficiar de uma forma mais simples de

captação de recursos. Ademais, a autarquia também parece ter a intenção de incluir as ações no rol de valores mobiliários aptos a utilizar a Instrução 476, que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Neste tocante de facilitação do acesso das companhias ao mercado de capitais, os advogados Walfrido Jorge Warde Júnior e Rodrigo Monteiro de Castro também elaboraram o Projeto de Lei 4.303/2012, que propõe alterar a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei de S.A.”), para criar e disciplinar a Sociedade Anônima Simplificada (SAS).

Todavia, em que pesem os esforços empreendidos pela CVM e pelo mercado, o controle gerencial ainda não é uma realidade brasileira. Mas isso não impediu que o mercado de capitais brasileiro, fortalecido pela observância aos critérios cada vez mais rígidos e transparentes de governança corporativa com foco direto nos investidores, abrisse um novo leque de discussões e possibilidades de estudo sobre o tema. O poder de controle e as discussões dele derivadas, especialmente as referentes à necessidade de realização da oferta pública, representam temas deveras comentados e discutidos em livros, artigos, teses e dissertações.

Historicamente, o Brasil é um país marcado pelo controle majoritário, caracterizado pela elevada concentração acionária. Estados Unidos e Inglaterra são os países mais conhecidos em termos de dispersão acionária. Na maioria dos outros países, as sociedades de capital aberto são caracterizadas por terem um acionista (ou bloco de acionistas) com efetivo poder de controle<sup>1</sup>. De modo geral, fora dos Estados Unidos, os acionistas controladores são a governança corporativa<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> COFFEE, John C. *Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’* (February 2, 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 363; ECGI - Law Working Paper No. 144/2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1532922> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1532922>. Acesso em 01 mar. 2013.

<sup>2</sup> “Controlling shareholders, long no more than shadowy characters in the background of the corporate governance debate, now figure prominently. Outside the United States, controlling shareholders are corporate governance.” GILSON, Ronald J.; SCHWARTZ, Alan. *Contracting About Private Benefits of Control* (July 1, 2013). Columbia Law and Economics Research Paper No. 436; Stanford Law and Economics Olin Research Paper No. 438; Yale Law & Economics Research Paper No. 461; ECGI - Law Working Paper No. 216, p.2. Acesso em 01 mar. 2013.

Quando iniciava as pesquisas condutoras desta dissertação me deparei com o livro intitulado *Controle Gerencial*, escrito por Rodrigo Monteiro de Castro como resultado da dissertação defendida pelo autor para a obtenção do título de Mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Nessa obra, o autor analisa os meandros do controle gerencial. Esse livro chamou a minha atenção e passei a indagar se o mercado de valores mobiliários brasileiro estava realmente se aproximando de um cenário de controle gerencial ou se, tendo em vista o passo da evolução, estaríamos ainda caminhando para um cenário intermediário entre o controle majoritário e o controle gerencial. Isso porque, quanto maior a pulverização do capital, maior fica a distância entre a propriedade das ações e o poder de controle da companhia. Qual seria este nível de dispersão? Ainda, qual o tamanho da distância?

Até porque, considerando-se eventual absenteísmo dos acionistas das companhias brasileiras, poderíamos chegar a uma estrutura de controle tanto gerencial como minoritário, a depender da atuação dos acionistas. De fato, o próprio autor afirma que o controle minoritário só é possível quando o alto grau de dispersão acionária ainda não é alto o suficiente para dissociar a propriedade acionária do poder de controle por completo<sup>3</sup>. O controle minoritário é ainda beneficiado pelo aumento de acionistas capitalistas no mercado de valores mobiliários, que podem se valer de seu ativismo acionário para conduzir a companhia com um número proporcionalmente pequeno de ações.

De fato, o Brasil iniciou o caminho rumo à dispersão; contudo, para caminharmos a um cenário de controle gerencial seriam necessárias mudanças legislativas significativas que, a exemplo do que acontece nos Estados Unidos, conferissem ao conselho de administração e diretores das companhias um poder de decisão superior ao detido pelos acionistas. Isso porque, ao contrário da legislação norte-americana – e quando aqui for mencionada a legislação norte-americana estarei me referindo especificamente à legislação de Delaware – em nosso país os acionistas possuem uma gama variada de poderes. De que forma a dispersão acionária seria capaz de limitar ou de alguma forma impedir o exercício desses poderes?

Ademais, ao iniciar a pesquisa sobre o cenário de dispersão acionária nos Estados Unidos, deparei-me com a informação de que 10% das companhias norte-americanas constantes

---

<sup>3</sup> CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. *Controle Gerencial*. v.2. São Paulo Quartier Latin, 2010, p. 111.

do índice S&P1500 possuem controlador majoritário<sup>4</sup>. Aprofundando-me na questão, foi possível observar que, ao mesmo tempo em que se discute no Brasil, um país notadamente marcado pelo controle concentrado, a recente pulverização da propriedade acionária e os consequentes questionamentos oriundos desta mudança, discute-se nos Estados Unidos exatamente o oposto, ou seja, se as mudanças implementadas pela lei Dodd-Frank de Reforma do Wall Street e de Proteção a Consumidores – The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (“Lei Dodd-Frank”)<sup>5</sup>, promulgada em resposta à crise econômica de 2008, não teria proporcionado demasiados poderes para a classe dos acionistas de companhias norte-americanas, em um país notadamente marcado pelo controle gerencial.

Uma crise sempre provoca mudanças, principalmente uma crise econômica nas proporções que estão sendo vivenciadas até hoje, desde 2008. Das diversas mudanças implementadas pela Lei Dodd-Frank, muitas se provaram acertadas, mas algumas estão sendo rediscutidas neste momento. Numa estrutura de constatada dispersão acionária, os investidores precisam acreditar na administração. A governança corporativa nos Estados Unidos foi abalada pela crise de tal forma que os acionistas passaram a deter e a exercer mais poderes<sup>6</sup>. Portanto, discute-se se, em resposta à crise, a gama de poderes concedidos aos acionistas não alterou de forma exacerbada o equilíbrio de poderes com a administração, e também se os acionistas

---

<sup>4</sup> Investor Responsibility Research Center (IRRC) Institute. *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review*. October 2012. Disponível em: <http://irrcinstitute.org/pdf/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report.pdf>. Acesso em 01 mar. 2013.

<sup>5</sup> Securities and Exchange Commission. *Dodd Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Pub. L. No. 111-203, § 971, 124 Stat. 1376, 1915 (2010) (codified as amended at 15 U.S.C. § 78n(a)(2) (Supp. IV 2010)). Disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>. Acesso em 05 mar. 2013

<sup>6</sup> “A primeira década do novo milênio tem visto repetidos esforços dos ativistas da governança corporativa para estender a franquia do acionista (...). A crise financeira de 2008, a eleição de Barack Obama como presidente dos Estados Unidos, a expansão da maioria democrata em ambas as casas do Congresso, e a instalação de uma maioria democrata na Comissão de Valores Mobiliários americana deu a esses esforços um renovado impulso para que os acionistas tomem um papel ativo de governança.” (BAINBRIDGE, Stephen M. *Shareholder Activism in the Obama Era*. (July 22, 2009). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 09-14, p. 3, tradução nossa) Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1437791> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1437791>. Acesso em 01 mar. 2013.



realmente deveriam ter mais poderes para supervisionar os administradores e responsabilizar conselheiros e diretores por suas condutas fora do seu escopo original de atuação<sup>7</sup>.

No Brasil, a criação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, em 2001, em muito contribuiu para a crescente pulverização acionária, exigindo 25% de *free float*, ou seja, ações em circulação<sup>8</sup>. Para se ter uma ideia, em 2003, apenas sete companhias estavam listadas no Novo Mercado, número que cresceu para 100 em 2008 e 133 em 2013. Importante salientar que a criação do Novo Mercado, por si só, não foi capaz de garantir a pulverização acionária no Brasil, tendo em vista que, inicialmente, os acionistas originais das companhias alienaram ações, mas mantiveram o controle<sup>9</sup>. Em 2006, 26 companhias abriram seu capital. Este número saltou para extraordinárias 64 companhias em 2007, um aumento substancial de mais de 100%. A partir daí, os números oscilaram bastante, acompanhando os efeitos da crise econômica, mas não mais chegaram perto do patamar de 2007.

A discussão acerca do poder de controle se intensificou recentemente nos Estados Unidos após as emissões primárias de ações do LinkedIn Corp., da Zynga Inc., do Groupon Inc. e do Facebook. Tais companhias adotaram em seus estatutos a regra do que ficou conhecido como “super ações”. Esse conceito adotado envolve uma estrutura de capital especialmente desenhada para que os fundadores das companhias permaneçam com o controle majoritário de tais companhias.

E, como tudo que acontece por lá reverbera por aqui, recentemente, em outubro de 2013, a Comissão de Valores Mobiliários indeferiu o IPO da Azul – Linhas Aéreas Brasileiras S.A. sob o argumento de que a estrutura de capital proposta pela companhia, com “super ações

---

<sup>7</sup> “Lucian Bebchuk advoga pelo ‘reajuste do equilíbrio de poder entre os acionistas e o conselho de administração em algumas áreas-chave da legislação societária americana, incluindo o processo de eleição.’” (BAINBRIDGE, Stephen M., *Director Primacy* (May 25, 2010), UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-06, p. 4, tradução livre). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1615838>. Acesso em 01 mar. 2013.

<sup>8</sup> BM&F BOVESPA. *Novo Mercado*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 01 mar. 2013.

<sup>9</sup> AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle ns Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 228.

preferenciais”, não atendia o artigo 15 da Lei de S.A.<sup>10</sup> O estatuto social da companhia previa (ou tentava prever) a criação de uma super ação preferencial para garantir que o controle da companhia permanecesse nas mãos de seu fundador, tal qual as super ações americanas.

Neste ponto é necessária uma observação. As grandes discussões societárias, no âmbito da governança corporativa principalmente, são muitas vezes travadas nos Estados Unidos e na Europa antes de chegar a terras brasileiras. Se antes do advento da internet podia-se afirmar que se tratavam de dois mundos jurídicos separados por um grande abismo, a verdade é que a disseminação dinâmica da informação reduziu significativamente a distância entre os debates jurídicos realizados em terras estrangeiras e brasileiras.

Em termos societários, é uma tradição que se importem conceitos e definições utilizados e aplicados no direito norte-americano, tendo em vista o avanço econômico daquele país em relação ao restante do mundo, o que leva, algumas vezes de forma acertada, à ideia de avanço legislativo sobre os temas de direito societário. Um dos principais pontos deste trabalho, que será constantemente lembrado ao longo da dissertação, consiste em comparar e identificar as diferenças entre as realidades do Brasil e dos Estados Unidos, que tornam inviável a mera importação de conceitos norte-americanos para o nosso direito.

Além da introdução e da conclusão, este trabalho está estruturado em três partes distintas. A Parte 1 tem o foco no fenômeno da dispersão acionária no Brasil, englobando uma análise da evolução da estrutura de propriedade no Brasil e os fundamentos do poder de controle de acordo com a legislação pátria. Ademais, são analisadas as definições de controle, de forma a dar sustentação teórica às discussões travadas nas Partes 2 e 3.

A Parte 2 analisa a origem da dispersão acionária nos Estados Unidos, considerando que a estrutura de controle das companhias seja um dos fatores mais importantes a influenciar a governança corporativa em diferentes países. Analisam-se as teorias por lá estudadas e suas

---

<sup>10</sup> “O artigo 15 trata das classes de ações e o parágrafo citado diz que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas.” RAGAZZI, Ana Paula. CVM barra registro para Azul por conta de estrutura com super PN. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/3307036/cvm-barra-registro-para-azul-por-conta-de-estrutura-com-super-pn>. Acesso em 01 dez. 2013.

respectivas críticas, o conflito de agência e um estudo inovador sobre mercado de ações norte-americano, que busca verificar se o mercado de capitais americano é realmente tão mais disperso do que os outros ao redor do mundo. Ademais, procura-se expor o novo paradigma da estrutura de propriedade acionária nos Estados Unidos, em um cenário pós-crise de 2008. Salienta-se a fluidez da propriedade acionária e a interseção das discussões realizadas a este respeito por diferentes jurisdições.

A Parte 3 trata da disciplina jurídica do controle minoritário em nosso país, a partir da análise da Lei de S.A., procurando identificar o que efetivamente seria o controle minoritário, e se ele é mesmo possível de ocorrer no Brasil, estabelecendo como base de sustentação o ativismo acionário e os pedidos públicos de procuração. Mais do que discutir o controle minoritário, este trabalho pretende demonstrar que o poder de controle e a propriedade acionária não são conceitos estáticos.

As dúvidas e questionamentos a respeito das consequências da evolução da dispersão acionária e do controle minoritário no Brasil são muitas. O que se pretende neste trabalho é proporcionar uma compreensão abrangente acerca do fenômeno da dispersão acionária e do controle minoritário e iniciar uma discussão sobre o posicionamento do Brasil quanto à estrutura de controle de suas principais companhias.

Busca-se, assim, apresentar uma análise sistematizada da dispersão acionária e do controle minoritário, verificando-se que, apesar de o poder de controle sempre despertar a curiosidade dos autores nacionais e internacionais, ainda são necessários novos estudos e investigações de caráter empírico acerca do funcionamento do mercado de valores mobiliários no Brasil e no mundo, para que se cheguem a fatos e conclusões mais concretas, nesta seara do direito societário em que ainda é incipiente a compreensão acerca dos impactos e das consequências jurídicas, econômicas e sociais.

## Parte 1 – DISPERSÃO ACIONÁRIA E PODER DE CONTROLE NO BRASIL

### Capítulo 1: A PROPRIEDADE ACIONÁRIA NO BRASIL

#### 1. Concentração Acionária versus Dispersão Acionária

Mariana Pargendler, professora da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, em artigo intitulado “Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil”<sup>11</sup>, se propõe a “identificar os mitos e resgatar os fatos” acerca das narrativas correntes sobre as origens das sociedades anônimas em nosso país. Um dos pontos levantados pela autora diz respeito exatamente ao controle concentrado das companhias brasileiras. Segundo a autora, apresentando este tópico como um dos cinco mitos acerca das companhias brasileiras, ao contrário do senso comum, nem sempre as companhias brasileiras apresentaram controle concentrado e familiar.

Ela afirma que em boa parte do século 19, especialmente antes da Lei 3.150, de 1882, as sociedades anônimas brasileiras não possuíam controlador definido. De fato, “as cláusulas estatutárias exigidas pelo Conselho de Estado quanto ao mecanismo de voto acionário dificultavam e até mesmo impediam que as companhias oitocentistas tivessem um acionista controlador”<sup>12</sup>. Para corroborar este argumento, a autora cita os estatutos sociais do Banco Santos, da Companhia de Seguros Marítimos e Terrestres, e de outras companhias, que estabeleciam um teto ao número máximo de votos para cada acionista. Enquanto o estatuto do Banco Santos contava um voto para cada grupo de cinco ações – assim como o da Companhia de Iluminação a Gás, empreendimento liderado pelo Barão de Mauá, que ainda limitava em dez o

---

<sup>11</sup> PARGENDLER, Mariana. *Cinco Mitos Sobre a História das Sociedades Anônimas no Brasil*. In: Luiz Fernando Martins Kuyven. (Org.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012. Disponível em: [http://direitogv.fgv.br/sites/direitogv.fgv.br/files/arquivos/anexos/pargendler\\_cinco\\_mitos\\_sobre\\_a\\_historia\\_das\\_sa\\_homenagem\\_a\\_modesto\\_carvalhosa.pdf](http://direitogv.fgv.br/sites/direitogv.fgv.br/files/arquivos/anexos/pargendler_cinco_mitos_sobre_a_historia_das_sa_homenagem_a_modesto_carvalhosa.pdf). Acesso em 20 mai. 2013.

<sup>12</sup> *Ibid.*, p. 7.

número de votos por acionista –, o da Companhia de Seguros Marítimos e Terrestres contava um voto para cada vinte ações<sup>13</sup>.

Segundo a autora, citando manuscrito preliminar escrito por ela em conjunto com Henry Hannsmann, professor da Universidade de Yale<sup>14</sup>, das 494 sociedades anônimas constituídas entre 1850 e 1882, apenas 27 companhias, representativas de 5,5% da amostra, davam aos acionistas direito de voto compatíveis com a respectiva participação acionária. Essa situação só começaria a mudar após a lei de 1882, acima mencionada, que acabou por eliminar parcialmente a autorização governamental específica. Tampouco as companhias brasileiras eram familiares. Apesar de comuns em 1930 e 1940, quando do Anteprojeto de Lei de Sociedades Anônimas que originou o Decreto-Lei 2.627 de 1940, as companhias familiares não eram comuns durante o século 19<sup>15</sup>.

A contribuição do artigo de Pargendler, mais do que trazer à tona um estudo detalhado sobre uma realidade desconhecida por muitos sobre as companhias brasileiras no século 19, é a reafirmação do conceito que esta dissertação busca propagar acerca da fluidez da propriedade acionária, que varia de acordo com os países, épocas, políticas e economias, conforme cada caso concreto.

---

<sup>13</sup> Cf. Decretos 3.121, de 1863, e 4.920, de 1872. Disponíveis, respectivamente, em: [http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-3121-9-julho-1863-555137-publicação\\_original-74263-pe.html](http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-3121-9-julho-1863-555137-publicação_original-74263-pe.html) e <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-4920-30-marco-1872-551034-norma-pe.html> Acesso em 13 jun. 2013.

<sup>14</sup> HANNSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Voting Restrictions in 19th Century Corporations: Investor Protection or Consumer Protection*. Maio 2010. Preparado para a conferência “Direito na História” na Universidade de Tel-Aviv, 13-15 de Junho de 2010. Disponível em [http://www.law.tau.ac.il/Eng/\\_Uploads/dbsAttachedFiles/Hansman-Mariana-paper.pdf](http://www.law.tau.ac.il/Eng/_Uploads/dbsAttachedFiles/Hansman-Mariana-paper.pdf). Acesso em 27 jul. 2013.

<sup>15</sup> “Durante boa parte do século XIX, ‘nenhum rapaz de boa família pensava em ser comerciante,’ já que ‘era profissão inferior, só procurada por portugueses e nacionais analfabetos.’ O Visconde de Mauá, notável empreendedor e *self-made man* tupiniquim, era órfão de pai de origens humildes e, tendo falido ao final da vida, não deu continuidade ao seu império. Mesmo com o gradual abandono das restrições ao direito de voto que dificultavam a concentração acionária, o controle familiar não foi imediatamente acolhido, mas, pelo contrário, visto com suspeição. Expressiva parcela das sociedades anônimas paulistas constituídas após 1882 continham cláusulas estatutárias que vedavam que parentes de até o segundo grau, sogros, genros e cunhados servissem simultaneamente como diretores de uma dada companhia. Restrição semelhante subsiste em nosso ordenamento jurídico tão somente com relação aos membros do Conselho Fiscal.” HANNSMANN e PARGENDLER, 2012, p. 9.

Segundo Salomão Filho, a Lei de S.A. centrou-se na estrutura de concentração acionária, focando no poder do acionista controlador, tendo em vista a realidade experimentada à época da elaboração e promulgação da lei:

O sistema de repartição de poderes levou em conta a realidade extremamente concentrada das sociedades por ações no Brasil. Não tentou criar uma contra tendência, mas sim regulamentar a realidade existente. Com isso sem dúvida aprofundou, nesses 30 anos de vigência da Lei 6.404, a dependência do próprio modelo concentracionista. Pode-se criticar o legislador brasileiro por falta de idealismo, mas não pela ausência de realismo. O sistema foi elaborado em torno da figura do acionista controlador, verdadeiro centro decisório na sociedade.<sup>16</sup>

Todavia, a pulverização da participação acionária nas companhias brasileiras na última década acendeu o debate em nosso país acerca do tema da propriedade acionária, em virtude da gradual mudança do status de controlador majoritário e do perfil do acionista de nossas companhias.

A classificação comumente utilizada na doutrina nacional e internacional acerca da propriedade de ações no mercado de capitais é a dicotomia da concentração *versus* dispersão. A definição de dispersão acionária também é encontrada na Lei de S.A., precisamente no artigo 137, que apresenta definição de “dispersão” ao estabelecer as matérias que dão ao acionista dissidente o direito de retirada. Conforme inciso II, b, há dispersão quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação:

Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

(...)

II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

---

<sup>16</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. O novo direito societário. São Paulo. Malheiros, 2011, p. 99.

**b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação.”(grifo nosso)<sup>17</sup>**

Ou seja, definiu o artigo 137 da Lei de S.A. que há dispersão quando não há controlador majoritário (detentor de mais de 50% das ações) na companhia<sup>18</sup>. Assim, havendo liquidez e dispersão, é no mercado que o acionista deve se desfazer de suas ações nas hipóteses de fusão da companhia ou sua incorporação em outra, participação em grupo de sociedades, incorporação de ações<sup>19</sup> e aprovação ou ratificação da aquisição do controle de outra sociedade mercantil<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> Lei de S.A., art. 137, inciso II.

<sup>18</sup> Apesar de que, conforme explicitado por Erik Oioli, no artigo 136, §2º, da Lei de S.A., o legislador “parece ter deixado se levar pela tentação da ideia de dispersão como a distribuição do capital entre um número variado de acionistas”. (OIOLI, Erik F. *A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas*. 2013. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 79). Isso porque o artigo 136, §2º, da Lei de S.A. estabelece que “A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quorum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembléias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto.”

<sup>19</sup> “Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

§ 1º A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 2º A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembléia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta.”

<sup>20</sup> “Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:  
I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou  
II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:  
a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação;

Conforme bem salientado por Erik Oioli<sup>21</sup>, o referido dispositivo legal não se refere unicamente a ações ordinárias. Neste sentido, explica o autor:

Em uma companhia que possua ações preferenciais, as quais não são detidas em sua maior parte ou pelo menos metade pelo controlador, para efeitos do artigo 137, II, “b” da LSA, haverá dispersão das ações preferenciais. Mas caso as ações ordinárias sejam detidas por um controlador totalitário ou majoritário, deve-se dizer que, no máximo, a companhia tem seu capital parcialmente disperso.<sup>22</sup>

A dispersão acionária muitas vezes ocorre como uma forma de desenvolver a expansão, capitalização e investimentos das companhias familiares<sup>23</sup>, sendo portanto uma estratégia de

b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);

c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

§ 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembleia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação.

§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do *caput*, o acionista dissidente da deliberação da assembleia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II.” (Ibid., art. 256)

<sup>21</sup> OIOLI, Erik F. 2013, p. 78.

<sup>22</sup> Idem.

<sup>23</sup> “Uma característica única das companhias é que não há qualquer limite para quem pode deter suas ações. Isso significa que o proprietário de uma companhia não precisa ter qualquer expertise ou qualificação específica. Essa característica permite o livre comércio das ações da companhia e provê uma das mais importantes vantagens de se estabelecer uma companhia ao invés de empresas individuais, sociedades simples ou limitadas. As companhias podem levantar valores substanciais de capital, porque elas podem vender ações para investidores externos anônimos.

A disponibilidade de financiamento externo possibilitou às companhias o domínio da economia (...). [Nos Estados Unidos, as companhias representam 19% das empresas em atividade e são responsáveis por gerar 84% das receitas empresariais]. De fato, as receitas de vendas somadas das cinco maiores companhias americanas (Exxon Mobil, Wal-Mart, Chevron, ConocoPhillips e General Electric) excedeu a quantia de US\$ 1,5 trilhão, um montante que pode ser equiparado às receitas de vendas de mais de 22 milhões de empresários individuais americanos em 2008.” (BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. *Corporate Finance*. 2ª edição, Prentice Hall, 2010, p.6, tradução livre)

Um exemplo prático é o do médico Caio Auriemo, fundador da Diagnósticos da América S.A. (Dasa): “Ele sabe, há anos, que o setor de medicina diagnóstica passa por um processo acelerado de concentração e que nas principais economias existem apenas uma ou duas grandes empresas nesse setor. Por outro lado, ele também sabe, há tempos, que só tem chances nesse mercado quem se capitaliza e obtém capacidade de investir, pesadamente e ao mesmo tempo, em informática e robótica. A opção, vislumbrada durante um curso rápido na Universidade de Chicago, feito na década de 1990, era assumir que o caminho passava por um processo de diluição da propriedade. A seu ver, era essa a única forma de atingir as condições ideais para se tornar uma empresa inovadora e, ao mesmo tempo, com



financiamento das companhias. Erik Frederico Oioli e Marcelo Godke Veiga dividem em três as condições para o surgimento de mercados de capitais desenvolvidos e, por consequência, o surgimento do fenômeno da dispersão acionária:

Tais condições seriam resumidamente três: (i) criação de um sistema legal ou autorregulatório de proteção aos acionistas minoritários; (ii) ausência de incentivos legais para a manutenção do controle acionário; e (iii) liberdade mínima de atuação dos agentes privados no mercado de capitais. A combinação dessas três condições, em maior ou menor grau, a par de condições político-econômicas favoráveis, terá impacto determinante sobre o desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, sobre a dispersão acionária.<sup>24</sup>

As condições para o desenvolvimento da dispersão acionária serão analisadas em maior detalhe na Parte 2 deste trabalho, quando da análise das origens da dispersão acionária no mundo. Mas antes mesmo de entendermos como a dispersão acionária evolui nos mercados de capitais, é preciso entender o que caracteriza o mercado como disperso.

Já vimos que, para a Lei de S.A., o critério é estático, chamando-se de dispersão o cenário em que se verifica a ausência de controle majoritário (acima de 50% do capital votante). No entanto, esse critério, de cunho e fim legislativo, não esgota o fenômeno da dispersão. Esclarece Walfrido Jorge Warde Jr.:

O termo “dispersão acionária” é multifário, especialmente no contexto brasileiro. Caracteriza-se, em que pese uma pluralidade de significados possíveis, como fenômeno da tendente desconcentração de poder no âmbito de companhias com controlador majoritário, com controlador minoritário e sem controlador.<sup>25</sup>

Num cenário de 0% a 100% da propriedade acionária, poderíamos representar a dicotomia da concentração acionária (zona preta) *versus* dispersão acionária (zona branca) conforme a Figura 1, sendo que dedicaremos a última parte deste trabalho à discussão do que se

---

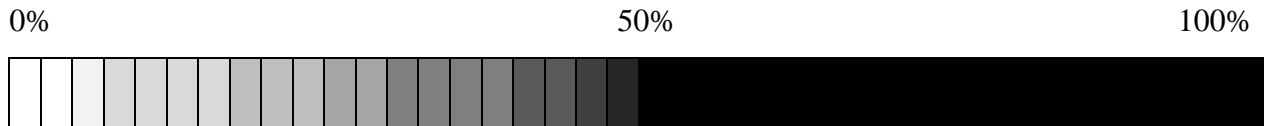
bom desempenho econômico-financeiro”. (MESA Corporate Governance. *Estudo Empresarial. As Empresas Familiares. Surpresa: O fundador, hoje minoritário, e o private equity pensam igual*. Dezembro de 2008. Disponível em: <http://corporategovernance.com.br/4estudo.pdf>. Acesso em 20 abr. 2013.

<sup>24</sup> OIOLI, Erik F.; VEIGA, M. G. . Convergência e Divergência em Sistemas de Mercado de Capitais: o Caso Brasileiro. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, v. 1, p. 340.

<sup>25</sup> JORGE WARDE JR., Walfrido. *A Nova S.A. – Admirável mundo novo*. Capital Aberto. Edição 108. Agosto de 2012.

passa nesta zona cinzenta – terreno fértil para a ocorrência do controle minoritário – e que chamaremos de caminho rumo à total dispersão:

**Figura 1:** Dispersão Acionária vs. Concentração Acionária



O que veremos ao longo dessa dissertação é que os conceitos de concentração e dispersão acionárias não são estáticos, tampouco esgotam todos os cenários intermediários, ou zonas cinzentas, que podem ocorrer entre a efetiva concentração – na qual há claramente a figura de um controlador majoritário – e a completa dispersão – na qual os acionistas pulverizados são distantes e desinteressados, não exercendo qualquer controle ou influência sobre a companhia.

Prova disso é a famosa obra de Nelson Eizirik, intitulada “O Mito do Controle Gerencial”<sup>26</sup>, que mostrou o resultado de pesquisa empírica realizada pela Superintendência de Projetos e Estudos Econômicos da Comissão de Valores Mobiliários em 1985. Ele argumentava que não seria aplicável ao Brasil a teoria da separação do poder e controle, tal como exposta por Adolf Berle e Gardiner Means, no clássico “The Modern Corporation and Private Property”, de 1932<sup>27</sup>. Nesta obra, Eizirik sustenta que “no caso das companhias brasileiras, [seria] absolutamente incorreto cogitar-se da existência de ‘controle gerencial’”, considerando-se que, à época, após análise de 456 companhias, foi constatada a inexistência de companhias abertas no Brasil com acionista que detivesse menos que 10% do capital votante. Atualmente, esta obra é citada pela doutrina para demonstrar a evolução do mercado de capitais brasileiro<sup>28</sup>.

<sup>26</sup> EIZIRIK, Nelson. *O mito do controle gerencial*. Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico e Financeiro. São Paulo, ano XXVI, n. 66, Abr/Jun. 1987, p. 103-106.

<sup>27</sup> Berle, Adolf; Means, Gardiner. *The modern corporation and private property*. New York, Harcourt, Brace & World, 1932.

<sup>28</sup> Cf. OLIVEIRA, Flávia Jardim de; CARVALHO, Gabriela Cerqueira de. *O controle gerencial e a responsabilização do administrador em caso de conflito de interesses*. In Revista RED-GV, Ano 02, Vol. 01, n. 03, julho-2013, p.47: “A significativa dispersão acionária ocorrida no mercado de capitais brasileiro a partir de 2006 alterou por completo a noção de controle societário que até então prevalecia e, sem dúvida, a noção de controle

Por ora, ao analisarmos a dicotomia entre concentração *versus* dispersão acionária, mais do que repetir conceitos enraizados no ensino do direito societário, devemos cada vez mais assumir uma postura ativa perante certas situações deveras repetidas. Por exemplo, ao falarmos da estrutura de controle das companhias abertas brasileiras, não há que se falar que os conselhos de administração são compostos totalmente, ou quase totalmente, por integrantes da família ou do controlador, ou mesmo que a existência do conselheiro independente ainda não é a regra, sob o risco de se repetir ideias que não necessariamente correspondem à realidade atual.

## 2. Os Estudos Empíricos sobre a Estrutura da Propriedade Acionária nas Companhias Brasileiras

Os primeiros autores a estudarem de forma mais aprofundada a estrutura de propriedade acionária das companhias brasileiras foram Sílvia Mourthé Valadares e Ricardo Pereira Câmara Leal, economista do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, e professor da Faculdade de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, respectivamente, com o trabalho “Ownership and control structure of Brazilian companies”<sup>29</sup>.

Neste trabalho, os autores analisaram a estrutura de propriedade acionária das companhias brasileiras que não eram controladas pelo Estado, em um cenário pré-Novo

---

existente à época da publicação do artigo de Eizirik. A partir do momento em que nenhum acionista detém mais, em caráter permanente, a maioria do capital votante, ou seja, deixa de ser cumprido o requisito de permanência que caracteriza o acionista como controlador, constante do art. 116 da Lei das S.A., e, na medida em que se verifica acentuada passividade dos acionistas de companhias abertas com base pulverizada, é possível que se venha a verificar o desaparecimento da figura do acionista controlador, sendo entregue a condução dessas companhias aos administradores.” (Apud RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 54: “as regras e a disseminação da cultura de governança corporativa, em especial no tocante à totalidade de ações com direito a voto e dispersão acionária, podem facilitar o controle gerencial, se persistir o absenteísmo dos acionistas. Até o momento a dinâmica capitalista foi estruturada para que pequenos acionistas não tenham ou não possam influir no controle das companhias. E a governança corporativa, apesar de seus benefícios, pode servir para legitimar o atual quadro do capitalismo.”

<sup>29</sup> VALADARES, Silvia Mourthe; LEAL, Ricardo P.C. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies* (Sem data), p. 2. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=213409> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.213409>. Acesso em 27 jul. 2013.

Mercado, e também avaliaram o grau de concentração acionária (dois níveis acima da companhia analisada) e as formas de separação entre controle e propriedade acionária.

O estudo foi realizado com dados referentes ao ano de 1996, sendo que os autores analisaram 325 companhias listadas na até então Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Dessas companhias, 203, representativas de 62,5% do total analisado, possuíam acionista individual que detinha mais de 50% do capital votante<sup>30</sup>. Os acionistas individuais com maiores participações acionárias detinham, em média, aproximadamente 74% das ações votantes das companhias. Dentre as 122 companhias fora do escopo desta primeira amostra, ou seja, sem um único acionista com mais de 50%, os maiores acionistas individuais detinham, em média, aproximadamente, 32% do capital votante. Analisando a amostra como um todo, em média, o maior acionista, os três maiores acionistas e os cinco maiores acionistas detinham, respectivamente, 58%, 78% e 82% das ações representativas do capital votante<sup>31</sup>.

Em 2003, André Carvalhal da Silva e Ricardo Pereira Câmara Leal publicaram trabalho em que atualizaram os dados da pesquisa anterior, também realizada por Ricardo Leal<sup>32</sup>. Os autores dessa vez analisaram companhias listadas na Bovespa em 2000 e a amostra consistiu de 225 companhias, representativas de 45% do número total de companhias e 70% da capitalização total da Bovespa. A amostra dos autores não incluiu instituições financeiras, companhias com informação incompleta ou indisponível e companhias cujas ações não eram comercializadas na Bovespa durante o mês de dezembro do ano 2000.

Das 225 companhias analisadas, 203, representativas de 90% do total analisado, possuíam acionista individual que detinha mais de 50% do capital votante. Os acionistas

---

<sup>30</sup> Ibid., p. 8.

<sup>31</sup> Para fins de comparação, em estudo realizado em 1985 por Demsetz e Lehn (Demsetz, H. and Lehn, K.; 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, p. 1155-1177), e em 1986 por Scheifer e Vishny (Shleifer, A and Vishny, W.; 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Politican Economy*, 95, p. 461-488), os autores identificaram que os cinco maiores acionistas das companhias norte-americanas listadas na Fortune 500 detinham aproximadamente 28% do capital votante, e 23% das companhias não possuíam acionistas com mais de 5% do capital votante. (Ibid., p. 9)

<sup>32</sup> DA SILVA, André Carvalhal; LEAL, Ricardo P.C. *Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil* (November 2003). Coppead Working Paper Series No. 390. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=477302> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.477302>. Acesso em 28 jul. 2013.

individuais com maiores participações acionárias detinham, em média, aproximadamente, 76% das ações votantes das companhias. Dentre as 22 companhias fora do escopo dessa primeira amostra, ou seja, sem um único acionista com mais de 50%, os maiores acionistas individuais detinham, em média, aproximadamente, 37% do capital votante. Analisando a amostra como um todo, em média, o maior acionista, os três maiores acionistas e os cinco maiores acionistas detinham, respectivamente, 72%, 85% e 87% das ações representativas do capital votante.

Ambos os estudos, apesar de conduzidos por um pesquisador em comum, chegaram a conclusões diversas. No entanto, não é possível extrair maiores conclusões por riscos metodológicos, especialmente por não se saber o critério adotado na coleta de amostras. É curioso notar que o número de 203 companhias com acionista majoritário se repete em ambos os estudos, sendo que no primeiro caso esse número representa uma parcela de 62,5% do todo e, no segundo caso, representa 90% das companhias analisadas.

Por isso, apesar de compartilharem a ideia de ausência de evento de dispersão até o ano 2000<sup>33</sup>, a segunda pesquisa publicou resultados que evidenciam um cenário de concentração acionária consideravelmente maior que o da primeira pesquisa, mas deixou dúvidas acerca da contaminação da amostra.

Os dois estudos podem ser sintetizados na Tabela 1 abaixo:

**Tabela 1.** Resumo comparativo dos dados levantados pelas pesquisas de Silvia Mourthé Valadares (“SMV”) e Ricardo Pereira Câmara Leal (“RPCL”), com dados de 1996, de um lado, e André Carvalho da Silva (“ACS”) e RPCL, com dados de 2000, de outro.

<b>Bovespa</b>	<b>SMV e RPCL (1996)</b>	<b>ACS e RPCL (2000)</b>
Companhias	589*	495*
Companhias analisadas	325 (55,2%)	225 (45,5%)
Companhias que detinham acionista majoritário (>50%)	203 (62,5%)	203 (90,2%)
Capital votante detido, em média, pelo maior acionista, dentre as companhias com controle majoritário	74%	76%
Capital votante detido, em média, pelo maior acionista, dentre as companhias sem controle	32%	37%

<sup>33</sup> GELMAN, Marina Oehling. *O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA*. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. 2012. Disponível em <http://www.capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2013/09/Marina-Gelman-Disserta%C3%A7%C3%A3o-de-Mestrado.pdf> Acesso em 01 ago. 2013.

majoritário		
Capital votante detido, em média, pelo maior acionista individual	58%	72%
Capital votante detido, em média, pelos três maiores acionistas em conjunto	78%	85%
Capital votante detido, em média, pelos cinco maiores acionistas em conjunto	82%	87%

\* Informação não apresentada no estudo e indisponível no site da BM&FBOVESPA. Por isso, usou-se como fonte: WOILER, João. *O mercado de capitais no Brasil*. Disponível em <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI616,71043-O+Mercado+de+Capitais+no+Brasil>. Acesso em 01 jul. 2013.

Quando esses estudos foram realizados, a Lei de S.A. ainda previa que, do número total de ações detidas pelas companhias, até dois terços poderiam ser preferenciais<sup>34</sup>, como forma de permitir a captação de recursos sem afetar o controle das companhias. Portanto, poderia um acionista ser majoritário com apenas um sexto do número total de ações da companhia, mais especificamente 16,67% das ações. Todavia, este cenário não mais persiste.

A partir de 2001, com a promulgação da Lei 10.303, as ações preferenciais não podem mais ultrapassar 50% do total das ações emitidas pela companhia<sup>35</sup>. De qualquer forma, concluíram os autores das pesquisas acima expostas que, em 90% das companhias que emitiram ações preferenciais, o principal acionista detinha mais de 50% do capital votante.

Outro estudo relevante sobre o tema foi realizado mais recentemente por Érica Gorga, professora da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, em trabalho intitulado “Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries”<sup>36</sup>. Nesse trabalho de alto teor teórico e

<sup>34</sup> Lei de S.A.: “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. (...)”

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas.”

<sup>35</sup> Idem.

<sup>36</sup> GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, *Northwestern Journal of International Law & Business*. Vol. 29, Spring-2009, p. 439-554. Disponível em <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1689&context=njilb> Acesso em 30 jul. 2013.

empírico, a autora expõe a dinâmica da transformação do controle concentrado em controle disperso, e de que forma esta mudança estaria ocorrendo na prática.

Atualmente, acredita-se haver dois países que já sofreram esta transformação, quais sejam, Estados Unidos e Inglaterra. Gorga salienta que esses países completaram a transformação antes que pudessem ser objeto de discussão doutrinária<sup>37</sup>, de forma que, ao se debruçar sobre eles, o pesquisador sabe que ali estão espécies comprovadas do gênero. Todavia, pelo fato de a transformação já estar consolidada, o debate acerca dos motivos que levaram a tal fenômeno continua intenso (Cf. Parte 2).

Portanto, em seu trabalho, Gorga investiga a pulverização da propriedade acionária no Brasil, analisando informações obtidas em 2006 e 2007. O fato de o estudo ter analisado os dados de 2006 e 2007 permitiu que se revelasse a situação do mercado de capitais brasileiro após as emissões de ações realizadas no país nessa época, de forma a demonstrar porque e como a propriedade acionária e o perfil dos acionistas se modificaram, a partir dos níveis de negociação da Bovespa: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Nível Tradicional. Para tanto, o trabalho ainda analisa os estudos realizados entre 1996 e 2002.

Gorga analisou 92 companhias do Novo Mercado, constatando que 27 delas possuíam acionista individual majoritário, contra 65 que não possuíam. Ao incorporar à análise os acordos de acionistas em que acionistas minoritários se articulavam para formar bloco de controle majoritário, Gorga identificou 20 acordos de controle, de modo que o número de companhias com controle majoritário, individual ou por bloco, aumentou para 47 (51,09%).

Dentre as companhias do Nível 2, Gorga analisou 20 companhias, verificando que 14 delas possuíam acionista individual majoritário, enquanto seis não possuíam. Novamente, ao incorporar os acordos de acionistas em que se formavam blocos de controle majoritário, 18 companhias, ou 90%, apresentavam controle majoritário individual ou em bloco.

---

<sup>37</sup> Ibid., p. 443.

No segmento do Nível 1, foram 44 companhias analisadas, sendo que 31 apresentaram acionista individual majoritário e 13 não. E, por fim, no segmento Tradicional, Gorga analisou 183 companhias, das quais 133 possuíam acionista individual majoritário e 50 não tinham.

A pesquisa desenvolvida por Érica Gorga permitiu demonstrar que os resultados obtidos nos estudos anteriores, acima citados, pouco haviam se alterado. De fato, o mercado de capitais brasileiro permanecia majoritariamente de capital concentrado, ao contrário do que talvez se pudesse imaginar à época.<sup>38</sup>

Vale ainda ressaltar que o estudo de Érica Gorga utiliza como divisor de águas entre concentração *versus* dispersão acionária o critério de acionista majoritário ou bloco de controle majoritário, ou seja, acionista ou bloco detentor de mais de 50% das ações da companhia, critério utilizado pela Lei de S.A. No entanto, ao analisarmos os estudos internacionais conduzidos sobre o tema da dispersão, veremos que os critérios de análise da prevalência da dispersão acionária são bastante distintos do critério que apenas constata a ausência de controlador majoritário. Os mercados estudados internacionalmente foram classificados como possivelmente dispersos com base na não prevalência de companhias com acionistas individualmente detentores de 20%, 10% ou até 5% ações (Cf. Parte 2), a partir de quando consideraram os autores dessas pesquisas haver uma dispersão muito alta a ponto de inibir também a existência de acionistas controladores minoritários ou de fato.

Em 2012, Marina Gelman desenvolveu sua dissertação de mestrado sob orientação da Professora Gorga e atualizou o estudo empírico anteriormente conduzido por esta em 2009. Gelman focou sua pesquisa empírica nas companhias do Novo Mercado e Nível 2, tendo em vista a obrigatoriedade da presença de conselheiro independente nestes segmentos do mercado de valores mobiliários. Os dados por ela coletados também serão úteis na nossa análise de dispersão acionária no Brasil.

---

<sup>38</sup> Marina Gelman afirma que “embora o entusiasmo com uma possível mudança de paradigma já estivesse bastante evidenciado na mídia brasileira, que vinha publicando diversas notícias neste sentido (...) comparação dos dados de 2007 com os dados levantados pelos estudos anteriores (1996 e 2000) indicaram que, diferentemente do que se esperava, não teria ocorrido nenhuma mudança significativa no perfil de propriedade acionária no Brasil, considerando-se a existência dos acordos de acionistas que disciplinam o controle.” (GELMAN, Marina Oehling. 2012, p. 60).



Gelman analisou os formulários de referência de 128 companhias do Novo Mercado e de 20 companhias do Nível 2. Tais formulários continham informações relativas a dezembro de 2011 e foram atualizados pela pesquisadora, que contactou as companhias para confirmar ou atualizar os dados, de modo que ficassem com data-base de maio de 2012. Neste processo, uma companhia do Novo Mercado não respondeu ao pedido da pesquisadora e foi excluída da pesquisa. Ao todo, portanto, Gelman analisou 127 companhias do Novo Mercado e 20 do Nível 2. Em seguida, analisou os acordos de acionistas das companhias, tendo encontrado 60 acordos de acionistas no Novo Mercado e 16 no Nível 2.

Nesse ponto, o objetivo da pesquisa foi identificar, dentre os 76 acordos de acionistas, quais possuíam acordos de controle, utilizando-se, para tanto, o mesmo critério numérico adotado por Gorga:

[A]cordos de controle [são] aqueles acordos firmados por acionistas não detentores individualmente de mais de 50% do capital (votante no caso do Nível 2 e total no caso do Novo Mercado) e que pelas disposições contratuais de combinação de voto, bem como pela soma de suas participações individuais resultante em mais de 50% do capital, tem como resultado o restabelecimento do controle acionário da respectiva companhia.<sup>39</sup>

Feita a análise dos acordos de acionistas, Gelman encontrou 23 acordos de controle no Novo Mercado e seis no Nível 2.

Em relação ao Novo Mercado, a pesquisadora identificou que 39 das 127 companhias possuíam acionista majoritário, ou seja, individualmente detentor de mais de 50% das ações representativas do capital votante. Assim, somando-se as companhias com acordos de controle no Novo Mercado às companhias que já possuíam acionistas majoritários, tem-se que os acionistas de 62 das 127 companhias, ou seja, 48,82% das companhias do Novo Mercado têm acionistas controladores, agindo individualmente ou em bloco de controle<sup>40</sup>.

Em relação ao Nível 2, a pesquisadora identificou que 10 das 20 companhias possuíam acionistas majoritários, com mais de 50% do capital votante. Considerando que seis companhias

---

<sup>39</sup> Ibid, p. 62.

<sup>40</sup> Idem.

do Nível 2 possuíam acordos de controle, ao todo 16 das 20 companhias, ou seja, 80% possuíam acionistas controladores, agindo individualmente ou em bloco de controle<sup>41</sup>.

Abaixo, apresentamos a Tabela 2, que resume e compara os dados apresentados pelas pesquisadoras Gorga e Gelman:

**Tabela 2.** Resumo comparativo dos dados levantados pelas pesquisas de Érica Gorga (“EG”), com dados de 2007, de um lado, e Marina Gelman (“MG”), com dados de 2012, de outro.

<b>Novo Mercado</b>	<b>EG (2007)</b>	<b>MG (2012)</b>
Companhias listadas	92	128
Companhias pesquisadas	92 (100%)	127 (99,22%)
Companhias que detinham acionista majoritário (>50%)	27 (29,35%)	39 (30,71%)
Companhias que detinham acordo de controle	20 (21,74%)	23 (18,11%)
Companhias controladas individualmente ou por bloco	47 (51,09%)	62 (48,82%)
<b>Nível 2</b>	<b>EG (2007)</b>	<b>MG (2012)</b>
Companhias listadas	20	20
Companhias pesquisadas	20 (100%)	20 (100%)
Companhias que detinham acionista majoritário (>50%)	14 (70%)	10 (50%)
Companhias que detinham acordo de controle	4 (20%)	6 (30%)
Companhias controladas individualmente ou por bloco	18 (90%)	16 (80%)
<b>Novo Mercado e Nível 2</b>	<b>EG (2007)</b>	<b>MG (2012)</b>
Total de companhias com acionista majoritário (>50%)	41 (36,61%)	49 (33,33%)
Total de companhias que detinham acordo de controle	24 (21,43%)	29 (19,73%)
Total de companhias controladas individualmente ou por bloco	65 (58,04%)	78 (53,06%)

<sup>41</sup> Ibid., p. 63.

Entre os trabalhos que analisaram dados dos anos 1996 e 2000, e os trabalhos mais recentes, com dados de 2007 e 2012, o cenário de propriedade acionária brasileiro parece ter se modificado, com a redução da figura do acionista majoritário. No entanto, essa análise não é conclusiva, pois as duas primeiras pesquisas analisaram, respectivamente, os dados de cerca de 55% e 45% da totalidade das companhias listadas na Bovespa. A análise foi feita com base nos dados que estavam, segundo os autores, disponíveis e completos. Assim, não se pode considerar que foi utilizado um critério metodológico de seleção de amostragem representativa do todo, de modo que não é possível saber o perfil das companhias que ficaram de fora da análise. Além disso, novamente, a coincidência do número exato de 203 companhias com acionista majoritário sugere que a seleção da amostragem pode ter sido viciada, pelo menos na segunda pesquisa.

Além disso, as pesquisas de 1996 e 2000 não analisaram os acordos de acionistas para formação de bloco de controle majoritário. Por isso, focaremos nossas conclusões nos dados coletados por Gorga e Gelman, face à consistência da metodologia por elas apresentada. Dessa forma, o que se verificou entre 2007 e 2012, de acordo com os estudos de Gorga e Gelman, foi a redução na presença de companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2 com controle majoritário, de 58,04% para 53,06%.

Por fim, trazemos o recente estudo realizado pela auditoria KPMG<sup>42</sup>, denominado “A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais Brasileiro (2013-2014)”, que analisa os Formulários de Referência das companhias listadas na BM&FBOVESPA. Os resultados, apesar de próximos, demonstram um cenário um pouco mais concentrado do que aquele constatado por Gelman em 2012. Nesse estudo, no entanto, não foi possível identificar a metodologia adotada pela KPMG para apresentar seus resultados<sup>43</sup>, sabendo-se apenas que todos os dados foram extraídos das informações prestadas pelas companhias nos Formulários de Referência.

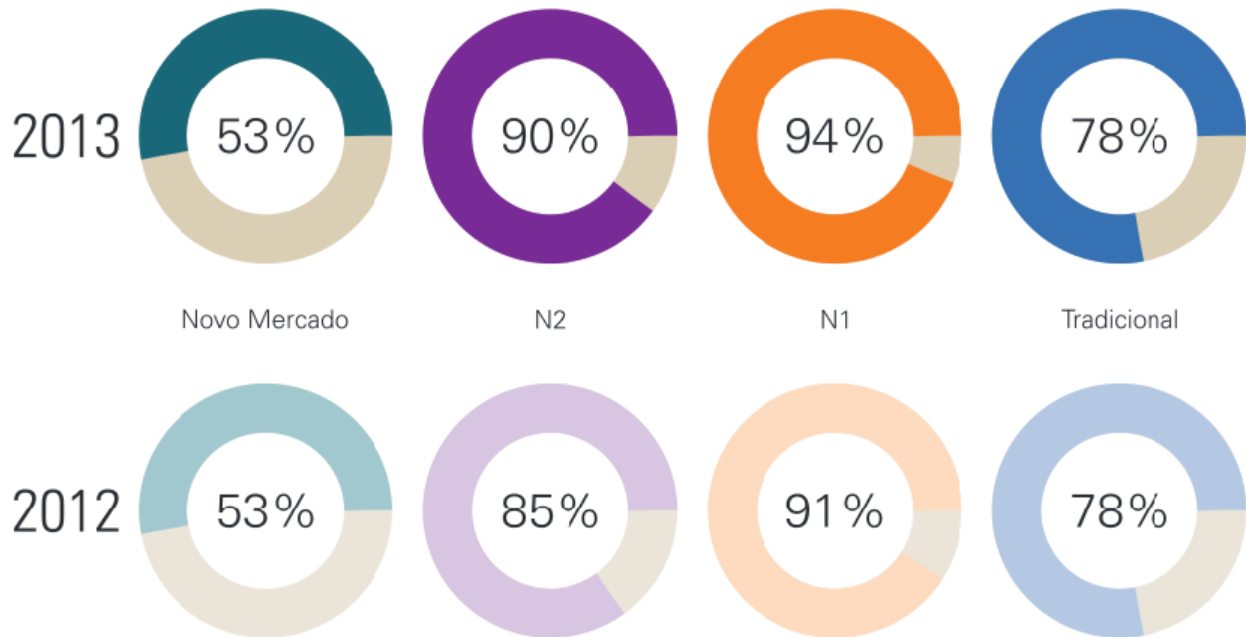
---

<sup>42</sup> KPMG. *A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais Brasileiro (2013-2014)*. Disponível em [http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos\\_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Risk-Consulting/A-Governanca-Corporativa-e-o-Mercado-de-Capitais-13-14.pdf](http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Risk-Consulting/A-Governanca-Corporativa-e-o-Mercado-de-Capitais-13-14.pdf). Acesso em 06 dez. 2013.

<sup>43</sup> A principal dúvida que pode ser apresentada é acerca do conceito de controle compartilhado. Não está claro se, neste caso, foi considerado controle compartilhado apenas a formação de bloco de controle majoritário, ou se por acaso teriam sido identificados e incluídos aí eventuais blocos de controle minoritário, para justificar a diferença a mais em relação ao estudo de Gelman. No entanto, nota-se que a diferença apresentada pode ser também decorrente das datas de corte dos estudos feitos, as quais, aparentemente, não são coincidentes.

**Figura 2:** Identifica o percentual de companhias que possuem capital com controle majoritário ou compartilhado, nos anos de 2012 e 2013, segundo o estudo da KPMG (2013-2014).

### Percentual de empresas que possuem controle majoritário ou compartilhado



Buscamos no estudo da KPMG os conceitos de controle majoritário e de controle compartilhado, para tentar compreender se a intenção, neste caso, foi identificar respectivamente o controle majoritário individual e o controle majoritário exercido por meio de acordo de acionistas (bloco de controle). No entanto, não foram encontradas definições que nos permitissem essa conclusão de forma definitiva. Em análise de outras partes do estudo, também não ficou clara a definição atribuída a controle compartilhado, se abarcaria bloco de controle majoritário e minoritário ou apenas majoritário. Por outro lado, considerando-se a redação do item 15 do Formulário de Referência<sup>44</sup>, verifica-se que há uma certa ambiguidade no uso do termo “controlador”, que, à luz do artigo 116 da Lei de S.A., poderia abarcar tanto o controlador majoritário como o controlador de fato (Cf. Capítulo 2 desta Parte 1). Assim, é *possível* que, no estudo da KPMG, controle compartilhado tenha abrangido o bloco de controle majoritário e

<sup>44</sup> Cf. Tabela 6 do Anexo.

minoritário, enquanto que, nos estudos de Gorga e Gelman, somente se consideraram “controladores” os blocos de controle majoritário.

Feitas essas considerações sobre uma possível discrepância nos conceitos utilizados, temos, em suma, a seguinte evolução:

**Tabela 3.** Resumo comparativo dos dados levantados por Gorga (Coluna 2, “2007”), Gelman (Coluna 3, “2012 (maio)”) e KPMG (Coluna 4, “2012”, e Coluna 5 “2013”), acerca do percentual de companhias do Novo Mercado e do Nível 2 com controle individual ou compartilhado.

	2007	2012 (maio)	2012	2013
Companhias do Novo Mercado com controlador individual ou compartilhado	51,09%	48.82%	53%	53%
Companhias do Nível 2 com controlador individual ou compartilhado	90%	80%	85%	90%

A variação percentual verificada entre 2007 e 2013 parece não ser significativa, de modo que não se consegue identificar uma tendência pró-concentração ou dispersão em relação às companhias do Novo Mercado. As companhias do Nível 2 são majoritariamente de controle concentrado.

### 3. O Novo Mercado

Durante a primeira década do ano 2000, o mercado de capitais brasileiro foi marcado pela criação de três segmentos especiais de negociação de valores mobiliários, quais sejam, o Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado<sup>45</sup>, na então Bolsa de Valores de São Paulo.

Dentre eles, destacou-se o Novo Mercado, que se destina a companhias que atendam certos requisitos mínimos, estabelecidos em seu regulamento<sup>46</sup>, e que desejam se submeter a

<sup>45</sup> Sobre a importância do Novo Mercado, Cf. OIOLI, Erik F. Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 38.

práticas de governança corporativa diferenciadas, com mais garantias aos investidores. Uma de suas principais características é o fato de somente poderem fazer parte deste segmento de negociação as companhias que tiverem o capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias:

3.1 Autorização para Negociação de Valores Mobiliários no Novo Mercado. A BM&FBOVESPA poderá conceder autorização para negociação de valores mobiliários no Novo Mercado para a Companhia que preencher as seguintes condições mínimas:

(...)

(vii) tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, quando se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela BM&FBOVESPA.<sup>47</sup>

O Novo Mercado trouxe diversas outras inovações para o mercado de capitais brasileiro, dentre as quais citamos (1) o fato de que, na venda de controle, os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço, (2) o conselho de administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, com mandato de dois anos, permitida a reeleição, e apresentar 20% de conselheiros independentes<sup>48</sup>, (3) a companhia deve manter 25% de suas ações em circulação, sendo pelo menos 10% distribuídas a pessoas físicas ou investidores não institucionais<sup>49</sup>, (4)

---

<sup>46</sup> “A adesão de uma empresa ao Novo Mercado é voluntária e concretiza-se com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a BM&FBOVESPA. Pelo contrato, as partes acordam em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que consolida todos os requisitos adicionais desse segmento; e também adotam a arbitragem para a solução de eventuais conflitos societários que possam surgir. Por isso, foi constituída pela Bolsa a Câmara de Arbitragem do Mercado, oficialmente instalada em 27/7/2001.” (BM&FBOVESPA. *Novo Mercado. Governança Corporativa*. Impresso em maio/2009). Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf). Acesso em: 22 ago. 2013.

<sup>47</sup> BM&FBOVESPA. *Regulamento de Listagem do Novo Mercado*. Em vigor a partir de 10/05/2011. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>. Acesso em 10 jul. 2013.

<sup>48</sup> Regulamento do Novo Mercado (2011). Seção IV. Conselho de Administração da Companhia:

“4.3 Composição. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros, eleitos pela assembleia geral, dos quais, no mínimo, 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes.

(...)

4.6 Mandato. Os membros do conselho de administração da Companhia terão mandato unificado de, no máximo, 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição.”

<sup>49</sup> Regulamento do Novo Mercado (2011). Seção II. Definições:

“‘Percentual Mínimo de Ações em Circulação’ significa as Ações em Circulação que a Companhia deve ter para ser admitida no Novo Mercado, percentual esse que deve ser mantido durante todo o período em que os valores

divulgação das negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores<sup>50</sup>, e (5) divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo demonstrações financeiras e informações trimestrais, dentre outros<sup>51</sup>.

Ademais, o próprio regulamento do Novo Mercado determina que as companhias envidem “melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária”<sup>52</sup>. Para tanto, as companhias devem adotar procedimentos especiais, tais como garantir o acesso a todos os investidores interessados ou a distribuição de ao menos 10% das ações a pessoas físicas ou

---

mobiliários por ela emitidos permaneçam registrados para negociação no Novo Mercado, as quais devem totalizar pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) do total do capital social da Companhia.

(...)

Seção III. Autorização para Negociação de Valores Mobiliários no Novo Mercado:

3.1 Autorização para Negociação de Valores Mobiliários no Novo Mercado. A BM&FBOVESPA poderá conceder autorização para negociação de valores mobiliários no Novo Mercado para a Companhia que preencher as seguintes condições mínimas:

(...)

(vi) mantenha o Percentual Mínimo de Ações em Circulação, observando, ademais, o disposto nos itens 7.3 e 8.5.”

<sup>50</sup> Regulamento do Novo Mercado (2011). Seção IX. Negociação de Valores Mobiliários e Seus Derivativos por Acionistas Controladores:

“9.1 Dever de Informar. O Acionista Controlador e as pessoas vinculadas ficam obrigados a comunicar à Companhia a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia de que sejam titulares direta ou indiretamente, inclusive Derivativos a eles referenciados. Tal comunicação deverá ser feita imediatamente após a aquisição do Poder de Controle.

9.1.1 Quaisquer negociações que vierem a ser efetuadas ou quaisquer modificações que vierem a ocorrer na titularidade dos valores mobiliários e seus Derivativos de que trata esta Seção, deverão ser comunicadas em detalhe à Companhia, informando-se inclusive o preço, se houver.

9.1.2 A obrigação tratada neste item estende-se aos valores mobiliários e respectivos Derivativos de que sejam titulares, direta ou indiretamente, o cônjuge, o(a) companheiro(a) e os dependentes incluídos na declaração anual de imposto de renda do Acionista Controlador.”

<sup>51</sup> Regulamento do Novo Mercado (2011). Seção VI. Informações periódicas e eventuais que devem ser prestadas:

6.1 Informações Periódicas. A Companhia deverá apresentar as seguintes informações periódicas, observando as condições e prazos previstos na regulamentação vigente:

- (i) Demonstrações financeiras;
- (ii) Formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP;
- (iii) Formulário de informações trimestrais – ITR; e
- (iv) Formulário de referência.

<sup>52</sup> Regulamento do Novo Mercado (2011). Seção VII. Distribuições Públicas:

“7.1 Dispersão Acionária em Distribuição Pública. Em toda e qualquer oferta pública de distribuição de ações, a Companhia deverá envidar melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária, com adoção de procedimentos especiais, os quais constarão no respectivo prospecto, como por exemplo, os abaixo indicados:

- (i) garantia de acesso a todos os investidores interessados; ou
- (ii) distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total a ser distribuído.”

investidores não institucionais. Todavia, importante ressaltar que os procedimentos especiais detalhados pelo regulamento, apesar de exemplificativos à primeira vista, constituem de fato um “parâmetro consolidado de comprovação do cumprimento da obrigação de dispersão”<sup>53</sup>. Portanto, “qualquer outro procedimento especial a ser adotado apenas constituirá um efetivo meio de obtenção de dispersão acionária quando respeitar o limite [de 10%] indicado anteriormente”<sup>54</sup>.

Todavia, o Novo Mercado, por si só, não pode ser considerado a única força motriz da dispersão acionária no mercado de capitais brasileiro<sup>55</sup>. A instituição do Novo Mercado impulsionou uma série de eventos que contribuíram para a dispersão acionária em nosso país, dentre eles o aparelhamento da CVM, a ampliação do conceito de valor mobiliário e o crescimento da autorregulação<sup>56</sup>.

Além disso, em 2002, por exemplo, conforme bem salienta o Professor Rafael Rocha de Macedo<sup>57</sup>, a Secretaria de Previdência Complementar determinou a compra de papéis em

---

<sup>53</sup> “É evidente que outros procedimentos especiais podem ser utilizados para fins de cumprimento da obrigação [de dispersão acionária]. Entretanto, os exemplos indicados constituem um parâmetro consolidado de comprovação do cumprimento da obrigação de dispersão prevista nos Regulamentos, que vai desde a garantia de acesso a todos os investidores (que representaria o máximo da tentativa de se obter dispersão acionária) até a distribuição a Investidores de Varejo [definidos como pessoas físicas ou investidores não institucionais] de, no mínimo, 10% do total da Oferta (que representaria o mínimo da tentativa de se obter dispersão acionária). Assim, apesar da natureza exemplificativa dos mecanismos especiais apresentados nos Regulamentos, qualquer outro procedimento especial a ser adotado apenas constituirá um efetivo meio de obtenção de dispersão acionária quando respeitar o limite mínimo indicado anteriormente. Nesse sentido, a BM&FBOVESPA não considerará como melhores esforços para obtenção de dispersão acionária qualquer procedimento especial em que a parcela a ser distribuída aos Investidores de Varejo seja inferior a 10% do total da Oferta.” BM&FBOVESPA. Ofício Circular 040/2012-DP de 20 de julho de 2012.

<sup>54</sup> Idem.

<sup>55</sup> “Seria ingênuo concluir que a dispersão acionária é fruto unicamente da criação do Novo Mercado. Fatores econômicos, como redução da inflação, queda das taxas de juros, estabilidade monetária, aumento de liquidez, bem como fatores políticos, entre outros, também contribuíram decisivamente para o desenvolvimento do mercado de capitais. Contudo, como aponta Munhoz, é indubitável que o Novo Mercado foi fundamental para tal desenvolvimento, ao criar um quadro normativo de maior proteção às minorias e que oferece maior confiança e credibilidade para os investimentos.” (OIOLI, Erik F. 2013, p. 67)

<sup>56</sup> Ibid., p. 68.

<sup>57</sup> MACEDO, Rafael Rocha de. *A Companhia Aberta no Novo Mercado: Rumo à Dispersão de Capital?* Artigo eletrônico disponível no site da Coordenação de Pós-Graduação Lato Sensu. Disponível em <http://www.cpgls.ucg.br/8mostra/Artigos/SOCIAIS%20APLICADAS/A%20COMPANHIA%20ABERTA%20NO%20NOVO%20MERCADO-RBDM.pdf>. Acesso em 10 jul. 2013.



emissões primárias de ações às companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2 da então Bovespa<sup>58</sup>.

A primeira oferta pública de ações no Novo Mercado foi realizada pela CCR – Companhia de Concessões Rodoviárias, uma concessionária de serviço público, em fevereiro de 2002. Logo em seguida, a Sabesp tornou-se a primeira companhia aberta a migrar para o segmento de listagem.

Em 26 de maio de 2004 foi a vez da Natura Cosméticos S/A, companhia fundada em 1969 e com caráter historicamente multifamiliar<sup>59</sup>, realizar a sua oferta pública de ações. A terceira no Novo Mercado, após CCR e Sabesp. A oferta pública de ações da Natura dividiu-se em duas frentes: a oferta pública inicial primária de ações, caracterizada pela emissão de novas ações no mercado, e a oferta pública secundária de ações, caracterizada pela oferta de ações de titularidade de seus controladores, já emitidas pela companhia. O sucesso do IPO da Natura chamou a atenção do mercado e incentivou o acesso ao mercado de capitais brasileiro e a abertura de capital de outras companhias no Novo Mercado.

Em 2005, a Lojas Renner S/A acessou o Novo Mercado, em um contexto um tanto quanto diferente. Antes de ser considerada a primeira companhia brasileira de capital pulverizado, a Renner sofreu um revés importante quando sua controladora norte-americana, a companhia J. C. Penney, tentou fechar o capital da companhia logo após se tornar sua controladora. Por não ter encontrado investidores estratégicos aptos a pagar o preço justo pela companhia, a J. C. Penney tomou a decisão de alienar o controle da Renner de forma pulverizada

---

<sup>58</sup> Resolução do Banco Central do Brasil n. 003121, de 29 de Setembro de 2003 que altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=103134234> Acesso em 12 ago. 2013.

<sup>59</sup> PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capital brasileiro. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coordenação). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pág. 385.

no mercado<sup>60</sup>. Deste modo, a Renner se tornou a primeira companhia com o capital pulverizado no país, com 90% de suas ações dispersas no mercado.

O Novo Mercado e essas ofertas públicas de ações permitiram o rápido desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, de forma que em 2007 foram realizados 64 IPOs. Todavia, a crise de 2008 e o enfraquecimento do mercado internacional fez com que o número de ofertas primárias de ações (IPOs) realizadas na BM&F Bovespa nos anos de 2008, 2009, 2010 e 2012 somados correspondesse a pouco mais da metade dos IPOs realizados no ano de 2007. Ao todo, foram 35 contra 64 IPOs. Como se não bastasse, apesar de o ano de 2013 estar sendo significativamente melhor que o de 2012 – o Brasil pulou de simbólicos três IPOs em 2012 para sete nos nove primeiros meses de 2013 –, a verdade é que ainda estamos muito distantes de alcançar o cenário pré-crise de 2008, e ainda não temos evidências de quando retornaremos a ele.

Assim, as informações disponíveis até o momento não nos permitem concluir, de forma concreta, se a dispersão acionária irá progredir ou retroceder.

---

<sup>60</sup> Ibid., p. 391.

## Capítulo 2: PODER DE CONTROLE NO BRASIL

### 1. Definição de Acionista Controlador

A Lei de S.A. foi elaborada em uma época em que a presença de acionista majoritário, detentor de mais de metade do capital social, era marcante, tendo sido estruturada com base em um paradigma concentrador (Cf. Parte 1, Capítulo 1). À época, as companhias brasileiras eram governadas por um controle concentrado, mediante a figura do acionista majoritário.

Nosso legislador optou por realizar na lei a definição de “acionista controlador”, e não de “controle”. Dessa forma, dispõe o artigo 116 da Lei de S.A.:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

A Instrução CVM 361, de 5 de março de 2002, que dispõe, dentre outros temas<sup>61</sup>, sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, apresenta disposição semelhante:

---

<sup>61</sup> A Instrução CVM 361 também dispõe sobre “o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários”.

Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

(...)

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

(...)

§1º Salvo para o efeito de alienação de controle, a qual considerar-se-á caracterizada segundo as regras específicas aplicáveis, equipara-se ao acionista controlador, para os efeitos desta Instrução, o detentor de títulos conversíveis em ações ou de títulos que confirmem o direito à subscrição de ações, desde que tais ações, por si só ou somadas às já detidas pelo titular e pessoas a ele vinculadas, confirmem-lhe o controle acionário.

Portanto, para que seja caracterizado como acionista controlador, pela Lei de S.A., o detentor de participação acionária deve, ao mesmo tempo (a) ser titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente (a.1) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e (a.2) ter o poder de eleger a maioria dos administradores, e (b) usar efetivamente seu poder de controle para comandar as atividades sociais e o funcionamento dos órgãos da companhia.<sup>62</sup>

Não é, portanto, um requisito expresso da Lei de S.A. que o acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos, para ser caracterizado como “acionista controlador”, deva deter mais de 50% do capital votante da companhia. Ao contrário, muitos doutrinadores entendem que a Lei de S.A., por meio da definição de “acionista controlador”, admitiu e abarcou neste conceito o controlador minoritário<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo e Bulhões, Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2ª ed., vol. 2, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 197.

<sup>63</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coordenação). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 3-4:

“O poder de controle, portanto, não foi definido pelo legislador a partir da ideia da titularidade de percentual mínimo do capital votante, mas sim de ‘efetivo exercício da direção das atividades sociais’. (...) O fato de o artigo 116 não exigir um percentual mínimo de ações para permitir a identificação do acionista controlador, bem como subordiná-la

Os artigos 243, e 265, da Lei de S.A. também remetem à ideia de acionista controlador tal qual definido no artigo 116:

Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

(...)

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Art. 265. A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste Capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção pela qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou a participar de atividades ou empreendimentos comuns.

§ 1º A sociedade controladora, ou de comando do grupo, deve ser brasileira, e exercer, direta ou indiretamente, e de modo permanente, o controle das sociedades filiadas, como titular de direitos de sócio ou acionista, ou mediante acordo com outros sócios ou acionistas.

Um exemplo de que a Lei de S.A. favorece o exercício do controle minoritário está no fato de que seus artigos 125 e 135 permitem que a segunda convocação para a instalação de assembleia geral ordinária e extraordinária, respectivamente, seja feita com qualquer quórum. No caso do artigo 135, fica ainda mais evidente que a lei pretende conferir ao acionista não majoritário a possibilidade de exercício desse direito, tendo em vista que o quórum para convocação de Assembleia Geral Extraordinária é de dois terços do capital votante, o que dificilmente seria alcançado em um cenário de dispersão acionária e controle minoritário.

Fábio Konder Comparato e Salomão Filho vão mais além:

Apesar de o primeiro requisito [detenção da maioria de votos em assembleia] aparentemente indicar no sentido da exigência de controle majoritário, o segundo [uso efetivo do poder] claramente é aplicável só a casos de controle minoritário. Em caso de controle majoritário, é irrelevante o uso efetivo do poder: o acionista terá status de controlador e as responsabilidades dele decorrentes, seja por ação ou omissão.<sup>64</sup>

---

ao efetivo exercício do poder de dominação, evidencia que a Lei das S.A. admitiu implicitamente a existência do controle minoritário.”

<sup>64</sup> COMPARATO, 2005, p. 67.

Aparentemente, a versão de 2008 do Regulamento do Novo Mercado<sup>65</sup> apresentou uma definição ainda mais ampla do conceito de acionista controlador. Isso porque (i) o referido regulamento trazia a definição de “controle difuso”, que significaria o exercício de poder de controle por acionista detentor de menos de 50% das ações da companhia, e (ii) ao definir poder de controle, o regulamento estabelecia uma presunção relativa de titularidade do controle mediante exercício da “maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes”<sup>66</sup>, nas três últimas assembleias, atentando-se, de forma mais direta, para o cenário de dispersão acionária e a possibilidade de exercício de controle minoritário:

2.1. Termos Definidos. Neste Regulamento, os termos abaixo, em sua forma plural ou singular, terão os seguintes significados:

“Acionista Controlador” significa o(s) acionista(s) ou o Grupo de Acionistas que exerça(m) o Poder de Controle da Companhia.

(...)

“Ações de Controle” significa o bloco de ações que assegura, de forma direta ou indireta, ao(s) seu(s) titular(es), o exercício individual e/ou compartilhado do Poder de Controle da Companhia.

(...)

“Controle Difuso” significa o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum.

(...)

“Poder de Controle” significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, **de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.**<sup>67</sup> (grifo nosso)

<sup>65</sup> BM&FBOVESPA. *Regulamento de Listagem do Novo Mercado*. Atualizado em fevereiro de 2008. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>. Acesso em 18 mar. 2013.

<sup>66</sup> Faz-se aqui uma observação de que a expressão “maioria *absoluta* dos votos dos acionistas presentes” somente poderia significar, na prática, a maioria simples, e não maioria absoluta. Essa interpretação é amparada no restante da própria definição do poder de controle, que segue dizendo que haveria presunção relativa de titularidade de controle, “ainda que [o acionista] não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante”. Além disso, a definição de “controle difuso” não faria qualquer sentido se o conceito de poder de controle não abarcasse o controlador minoritário, ao qual não é assegurada a maioria absoluta de do capital votante, mas que exerce o controle porque tem assegurada a maioria dos votos dos acionistas presentes (*i.e.*, maioria simples).

<sup>67</sup> Regulamento do Novo Mercado (2008). Seção II. Definições, p. 5, 6 e 7.

A última versão do regulamento do Novo Mercado, em vigor desde 10 de maio de 2011, manteve a presunção relativa de titularidade do controle mediante exercício da “maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais”. Todavia, o novo regulamento excluiu a definição de controle difuso. A última versão do regulamento do Nível 2 traz disposição idêntica a do regulamento de 2011 do Novo Mercado<sup>68</sup>.

Conforme bem nos lembra Letícia Simonetti Garcia<sup>69</sup>, a ideia de controle refletida nos regulamentos do Novo Mercado teve inspiração na Resolução 401 do Banco Central do Brasil (BCB), de 22 de dezembro de 1976, a qual dispunha que:

IV - Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia.<sup>70</sup>

A definição acima acabou se dissipando com a revogação da Resolução 401 pela Resolução 2.927 do Banco Central do Brasil, de 17 de janeiro de 2002. No entanto, o conceito foi claramente retomado nas duas últimas versões do regulamento do Novo Mercado, constituindo-se uma presunção relativa de exercício de poder de controle caso o mesmo acionista, ou grupo de acionistas, detenha a maioria dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias.

---

<sup>68</sup> Regulamento de Listagem do Nível 2 (2011). Seção II. Definições, p. 6. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>. Acesso em: 2 de outubro de 2013. “‘Poder de Controle’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.”

<sup>69</sup> GARCIA, Letícia Simonetti. *O controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado*. Tese de Doutorado defendida em 2008 na Universidade de São Paulo.

<sup>70</sup> Resolução 401 do Banco Central do Brasil (BCB), de 22 de dezembro de 1976. Note-se que a definição também menciona “maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes”, sendo que, neste caso, faltava a ressalva da parte final, inserida no regulamento do Novo Mercado, de que isso não significa exigir a “maioria absoluta do capital votante.” No caso da Resolução 401, portanto, poderia haver dúvidas sobre se o significado da norma abrangia o controle minoritário, o que não dificilmente acontece no caso do regulamento do Novo Mercado.

Em conclusão, o conceito e a compreensão acerca do que é “controle” no direito societário brasileiro derivam da definição de “acionista controlador”, que abarca o controlador que detém mais de 50% das ações e o controlador de fato. No entanto, veremos que o controle da companhia é um fenômeno muito dinâmico para se reduzir ao enquadramento do conceito de acionista controlador.

## 2. Tipos de Controle

Na obra “The Modern Corporation and Private Property”, Berle e Means dividiram o controle acionário em cinco tipos distintos: com quase todas as ações (*control through almost complete ownership*), majoritário (*majority control*), mediante expedientes legais (*through a legal device without majority ownership*), minoritário (*minority control*) e administrativo ou gerencial (*management control*)<sup>71</sup>.

A partir da divisão realizada por Berle e Means, Fábio Konder Comparato sugeriu uma nova divisão aplicável ao contexto brasileiro, dessa vez calcada em quatro tipos distintos: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial<sup>72</sup>.

Rodrigo Monteiro de Castro, na esteira de Walfrido Jorge Warde Júnior<sup>73</sup>, divide o controle da companhia em controle societário, situação privativa do acionista da companhia, e

---

<sup>71</sup> BERLE; MEANS, Edição de 1991, p. 67.

<sup>72</sup> Fábio Ulhoa também aponta os controles totalitário, majoritário, minoritário e gerencial. Cf. COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. 5ª ed. Rev. E atual. De acordo com o novo Código Civil e alterações da LSA. São Paulo: Saraiva, 2002, v.2, p. 277.

<sup>73</sup> “O poder de controle societário não se confunde, conceitualmente, com o poder de controle da empresa. Este último é exercido pelo empresário, i.e., pelo protagonista da atividade empresarial, pelo organizador dos meios de produção dedicados à empresa econômica. O primeiro é, ordinariamente, um poder de sócio, que – nas sociedades de capitais – permite-lhe influenciar a vontade social, apenas para adotar estratégias e para definir ações que maximizem a possibilidade de satisfação de seu direito de crédito. Serão, de qualquer forma, ações e estratégias da sociedade e não do sócio. A sociedade é, nesses casos, a única titular da empresa.” (JORGE WARDE JR., Walfrido. Responsabilidade dos sócios: a crise da limitação e a teoria da desconsideração da personalidade jurídica. VILLELA, João Baptista. (coord.). Belo Horizonte: Del Rey, 2007. p. 278-279. In CASTRO, R. R. M. de, 2010, p. 74).



controle empresarial. Segundo esses últimos juristas, o controle societário se manifestaria de três formas – totalitária, majoritária e minoritária – e poderia se fazer representado pela titularidade das ações ou também pelo vínculo contratual<sup>74</sup>. O controle gerencial, apenas uma entre as formas de controle empresarial, seria, na verdade, não uma forma de manifestação do poder societário, mas sim uma manifestação da “dominação de relações intrassocietárias, de natureza empresarial”<sup>75</sup>.

Se considerarmos que a Lei de S.A. não define “controle” e sim “acionista controlador”, poderíamos ser levados a concordar com a argumentação acima, especialmente considerando que o controle gerencial não emana do acionista e sim do administrador. Para fins deste trabalho, todavia, a análise será centrada na definição de Comparato, por ser mais completa e abrangente das situações que, de fato, podem ser verificadas na governança corporativa. Ademais, o fato de a Lei de S.A. definir apenas “acionista controlador” não exclui a possibilidade de se verificar o controle gerencial. No entanto, a estrutura da Lei de S.A., como um todo, impõe barreiras à ocorrência dessa forma de controle da companhia, pois, como já dito, foi elaborada para um paradigma de concentração acionária no Brasil.

Por fim, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”) traz em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa três conceitos de controle aparentemente distintos dos conceitos apresentados anteriormente. São eles os controles: (i) definido, (ii) difuso e (iii) disperso ou pulverizado.

Em seguida, descrevemos os tipos de controle mais discutidos no direito brasileiro, com ênfase em suas características específicas, utilizando para tanto os critérios de classificação de Comparato e do IBGC.

---

No plano internacional, Tomasic, Bottomley e McQueen afirmaram que os controles totalitário, majoritário e por meio de expedientes legais dependem do exercício legal do poder de controle por meio dos direitos de voto, enquanto os controles minoritários e gerencial dependem controle de fato da composição do conselho de administração das companhias. (TOMASIC, Roman, BOTTOMLEY, Stephen, MCQUEEN, Rob. *Corporations Law in Australia*, 2a. ed., Sydney: The Federation Press, 2002).

<sup>74</sup> CASTRO, R. R. M. de, 2010, p. 73.

<sup>75</sup> O autor também aponta o controle diretivo, o controle por conselheiros e o controle compartilhado por diretores e conselheiros, considerando que nos dois primeiros tipos o controle pode ser exercido individualmente ou por acordo que implique a participação de ao menos dois administradores. (Ibid, p. 74).

*(I) Controle Totalitário*

O controle totalitário é exercido por acionista titular de todas as ações emitidas pela companhia. Berle e Means, ao tratar do controle totalitário, afirmaram ser este o controle exercido por um ou poucos acionistas, que detenham todas ou quase todas as ações de uma companhia.

O conceito trazido por Comparato se difere do conceito dos autores americanos. Bem lembra o autor brasileiro que, para alguns casos, por exemplo, a transformação de tipo societário, a legislação societária exige deliberação unânime, razão pela qual o conceito de controle totalitário deveria abarcar tão somente as companhias em que um sócio detenha a totalidade das ações votantes.

Conforme bem salienta Rodrigo Monteiro de Castro, a sociedade unipessoal também é admitida no ordenamento jurídico brasileiro em situações específicas. Uma delas é a sociedade unipessoal “superveniente e transitória”, conforme previsão disposta nos artigos 206, I, d da Lei de S.A.<sup>76</sup> e artigo 1.033 do Código Civil<sup>77</sup>. Ambos diplomas legais determinam a dissolução da sociedade em virtude da ausência da pluralidade de sócios. Enquanto o Código Civil exige a reconstituição no prazo de 180 dias, a Lei de S.A. exige a reconstituição até a assembleia do ano seguinte, após a constatação da existência de um acionista em assembleia geral ordinária.

A própria Lei de S.A. também nos dá o caminho para as hipóteses admitidas de constituição de sociedade com apenas um acionista. O artigo 206, acima citado, menciona a subsidiária integral, que pode ser constituída mediante escritura pública tendo como único acionista sociedade brasileira, conforme o artigo 251 da Lei de S.A.<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> “Art. 206. Dissolve-se a companhia:

I – de pleno direito:

(...)

d) pela existência de 1 (um) único acionista, verificada em assembléia-geral ordinária, se o mínimo de 2 (dois) não for reconstituído até à do ano seguinte, ressalvado o disposto no artigo 251.” (Lei de S.A.)

<sup>77</sup> “Art. 1.033. Dissolve-se a sociedade quando ocorrer:

(...)

IV - a falta de pluralidade de sócios, não reconstituída no prazo de cento e oitenta dias.” (Código Civil)

<sup>78</sup> “Art. 251. A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como único acionista sociedade brasileira.

Neste sentido, em 12 de julho de 2011, foi publicada a Lei 12.441, que alterou alguns dispositivos da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (“Código Civil”)<sup>79</sup>. Em virtude da modificação, foi acrescentado o artigo 980-A no Livro II (Direito de Empresa), Título I (Do Empresário), Capítulo II (Da Capacidade), que dispõe acerca da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada, a EIRELI. A EIRELI deve ser constituída por uma única pessoa como titular da totalidade do capital social. A EIRELI é, hoje, o exemplo cabal da existência de controle totalitário no direito brasileiro<sup>80</sup>.

### *(II) Controle Majoritário*

O controle majoritário é exercido por acionista, ou acionistas (quando exercido de forma conjunta), titular(es) da maioria do capital votante da companhia. Segundo Berle e Means, é o primeiro passo para a separação da propriedade e do controle, envolvendo a titularidade da maioria das ações votantes<sup>81</sup>.

Segundo Rodrigo Monteiro de Castro, o controle majoritário resulta “não de uma relação com o capital total, melhor dizendo, de uma relação com a totalidade das ações representativas do capital, mas da totalidade das ações, representativas deste capital, que confirmam ao seu titular direito de voto”<sup>82</sup>.

O controle majoritário é, portanto, aquele exercido por acionista detentor de mais de 50% do capital votante da companhia.

---

§ 1º A sociedade que subscrever em bens o capital de subsidiária integral deverá aprovar o laudo de avaliação de que trata o artigo 8º, respondendo nos termos do § 6º do artigo 8º e do artigo 10 e seu parágrafo único.

§ 2º A companhia pode ser convertida em subsidiária integral mediante aquisição, por sociedade brasileira, de todas as suas ações, ou nos termos do artigo 252.” (Lei de S.A.)

<sup>79</sup> Lei 12.441, de 11 de julho de 2011. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/12441.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/12441.htm). Acesso em 17 jul. 2013.

<sup>80</sup> Não entraremos aqui na discussão doutrinária acerca da conceituação da EIRELI como sociedade ou não, pelo fato de uma sociedade requerer a participação de mais de uma pessoa, conforme artigo 981 do Código Civil, segundo o qual “[c]elebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.”

<sup>81</sup> BERLE; MEANS. Edição de 1991, p. 67.

<sup>82</sup> CASTRO, R. R. M. de, 2010, p. 85.

### *(III) Controle Minoritário*

O controle minoritário, nas palavras de Comparato, é o controle “fundado em número de ações inferior à metade do capital votante e que os autores norte-americanos denominam *working control*”<sup>83</sup>. Segundo o autor, “a rigor, um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário”<sup>84</sup>.

Fábio Ulhoa Coelho afirma que o controle minoritário é evidenciado pelo “acionista que, embora possuindo menos da metade das ações com direito de voto, dirige os negócios sociais e elege a maioria dos administradores”<sup>85</sup>.

Assim, verifica-se o controle minoritário quando, na ausência de acionista ou bloco de controle majoritário na sociedade, o acionista, detentor de parcela inferior a 50% do capital votante, é capaz de exercer o controle de fato da companhia, em face aos demais acionistas pulverizados ou descoordenados. Este conceito será melhor detalhado na Parte 3, Capítulo 1 deste trabalho.

### *(IV) Controle Gerencial*

O controle gerencial é caracterizado pela “ausência de acionista, ou grupo de acionistas, que detenha direitos de sócio que lhe permitam prevalecer em conchaves sociais (inclusive elegendo administradores) e, daí, influenciar as decisões empresariais”<sup>86</sup>. Mais do que isso, o controle gerencial representa os administradores da companhia como o centro do poder decisório, em face de acionistas distantes e desinteressados ou incapazes de influenciar o controle da companhia<sup>87</sup>.

---

<sup>83</sup> COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005, p. 64.

<sup>84</sup> *Ibid.*, p. 67.

<sup>85</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. 2002, vol. 2, p. 277.

<sup>86</sup> CASTRO, R. R. M. de, 2010, p. 124

<sup>87</sup> BERLE; MEANS, 1932.

Ao contrário do que alguns acreditam, a dispersão acionária, por si só, não garante o controle gerencial. Pelo contrário. A dispersão acionária é, de fato, apenas a mola propulsora rumo ao controle gerencial. Ou seja, não há controle gerencial sem dispersão acionária, mas há dispersão acionária sem controle gerencial<sup>88</sup>.

Afirma Rodrigo Monteiro de Castro:

Num cenário de instabilidade (...) cuja dominação é fundamentada não apenas na dispersão, mas, sobretudo, no absentismo, motivo pelo qual o controlador domina as relações empresariais com a minoria de títulos representativos do capital, o controle gerencial pode surgir pelo fato de o administrador lograr convencer a maioria dispersa e passiva a outorgar-lhe poderes para que a represente em conclaves, levando à modificação do centro do poder.<sup>89</sup>

#### *(V) Controle Definido*

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, controle definido é aquele:

(...) exercido por um acionista ou grupo de acionistas, vinculado por acordo de sócios ou sob controle comum, que possui formalmente mais de 50% das ações ou quotas com direito a voto da organização. (...).<sup>90</sup>

De acordo com esta definição, é possível concluir que os controles totalitário e majoritário estariam abrangidos pelo conceito de controle definido.

#### *(VI) Controle Difuso*

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, controle difuso<sup>91</sup> é aquele:

---

<sup>88</sup> EIZIRIK, Nelson. 1987.

<sup>89</sup> CASTRO, R. R. M. de, 2010, p. 125.

<sup>90</sup> Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, p. 17.

<sup>91</sup> Erik Oioli não concorda com a expressão adotada. Segundo o autor “Aqui, mais uma vez não parece que a expressão adotada seja a mais feliz. ‘Difuso’ significa ‘espalhado, disseminado, generalizado (...)’ (cf. Grande Dicionário, cit., p. 323). Ora, o referido controle não é ‘espalhado’ ou ‘disseminado’. Muitas vezes ocorre o contrário, o controle dito ‘minoritário’ é concentrado em um único acionista cuja vontade prevalece nas assembleias, ainda que seja apenas titular de pequena parcela do capital social com direito a voto.” (OIOLI, Erik F. 2013, p. 17).

(...) exercido por acionista ou grupo de acionistas que não esteja vinculado por acordo de sócios nem sob controle ou representando interesse comum, detentor de parcela relevante do capital votante da organização, porém inferior a 50% do capital social. (...).<sup>92</sup>

Conforme acima mencionado, o regulamento de 2008 do Novo Mercado da BM&FBOVESPA caminhava no mesmo sentido, ao definir controle difuso da seguinte forma:

“Controle Difuso” significa o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum.<sup>93</sup>

O controle difuso pode, em alguns casos, se confundir com o controle minoritário. No entanto, a definição de controle difuso apresentada pela versão de 2008 do regulamento do Novo Mercado exclui a possibilidade de coordenação de pequenos acionistas por meio de acordo de votos, a fim de exercerem o controle minoritário, o que não condiz com a definição de controle minoritário. Portanto, o controle minoritário poderia, em alguns casos, ser caracterizado como controle difuso, mas nem sempre isso seria verdadeiro, caso os minoritários estivessem vinculados por meio de acordo ou agindo sob controle ou interesse comum. Todavia, o conceito de controle difuso foi retirado da nova versão do regulamento do Novo Mercado e a definição do IBGC abarca o exercício do controle difuso por acionista ou grupo de acionista.

#### *(VII) Controle Disperso ou Pulverizado*

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, controle disperso ou pulverizado é aquele em que:

A composição acionária está dispersa entre um grande número de acionistas, de tal forma que não exista um acionista ou grupo de acionistas capaz de exercer o controle de forma permanente.<sup>94</sup>

Essa definição de controle disperso ou pulverizado deixa de mencionar de onde emanaria o controle da companhia. Na realidade, a definição apenas afasta a possibilidade de controle

---

<sup>92</sup> Idem.

<sup>93</sup> Regulamento do Novo Mercado (2008). Seção II. Definições, p. 7.

<sup>94</sup> Ibid., p. 18.

emanado dos acionistas, face ao nível de pulverização, nos levando a concluir que somente restaria aos gestores da companhia a capacidade de geri-la. Dessa forma, o controle disperso ou pulverizado confundir-se-ia com o controle gerencial.

*(VIII) Controle Compartilhado*

O conceito de controle compartilhado, que pode também ser referido como controle conjunto, não representa exatamente uma nova categoria de controle, mas sim o exercício do controle organizado por meio de acordo de votos de acionistas. Isso porque a definição de acionista controlador da Lei de S.A. abrange não só o acionista individual mas também o “grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum”<sup>95</sup>.

Portanto, o acionista controlador – principal definição legal da qual deriva o conceito de controle – também pode ser, na verdade, um grupo de acionistas controladores, que exercem um controle compartilhado da companhia.

A expressão “compartilhado” pode ser vista também na definição de “ações de controle” do regulamento de 2008 do Novo Mercado, da qual tratamos na seção 1 deste capítulo, e ressaltamos novamente a seguir:

“Ações de Controle” significa o bloco de ações que assegura, de forma direta ou indireta, ao(s) seu(s) titular(es), o exercício individual e/ou compartilhado do Poder de Controle da Companhia.<sup>96</sup>

Ou seja, se o controle é exercido individualmente pelo acionista, ele poderá ser um controlador totalitário, majoritário ou minoritário. Todavia, se o controle for exercido por mais de uma acionista, ele poderá ser um controle majoritário compartilhado ou minoritário compartilhado<sup>97</sup>.

---

<sup>95</sup> Art. 116, caput, Lei de S.A.

<sup>96</sup> Regulamento do Novo Mercado (2008). Seção II. Definições, p. 5.

<sup>97</sup> Vimos no item de Controle Totalitário que, segundo Comparato, não há controle totalitário compartilhado no direito brasileiro. Cf Supra-Nota 64.

Note-se, ainda, que o controle compartilhado faz mais sentido e parece ser mais comum quando inexistente na companhia um acionista que, agindo de maneira individual, seja capaz de controlar a companhia. Assim, a associação a outros acionistas, por meio de acordo de votos, torna-se uma medida estratégica para um fim maior, que é o exercício do controle. No entanto, nada impede que haja um controle compartilhado entre acionistas vinculados por acordo de votos, em que um acionista, membro do acordo, poderia de certa forma exercer individualmente o poder de controle. As razões disso variarão conforme o caso concreto, mas poderão decorrer, por exemplo, das circunstâncias da aquisição do controle por tal acionista, em que o minoritário-alienante, por exemplo, exige o acordo de votos para manter para si algumas prerrogativas, como poder de veto em relação a determinadas matérias, direito de eleger um ou mais membros do conselho de administração, dentre outros.

Cabe ainda ressaltar os aspectos relacionados ao controle compartilhado nas sociedades de economia mista. A análise detida do artigo 5º do Decreto-lei 200, de 25 de fevereiro de 1967, combinado com o artigo 116 da Lei de S.A. permite concluir que, para a configuração da sociedade de economia mista, o Estado deve não só ser titular de mais da metade das ações com direito a voto, mas também assegurar a maioria de votos nas assembleias gerais, nos órgãos de decisão colegiada da companhia, ter o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e usar efetivamente este poder para dirigir as atividades sociais e a orientação do funcionamento dos órgãos da companhia<sup>98</sup>. Senão vejamos:

Art. 5º Para os fins desta lei, considera-se:

(...)

III - Sociedade de Economia Mista - a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta.

Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.

---

<sup>98</sup> SIQUEIRA, Izes Augusta da Silva. *Acordos de acionistas das sociedades de economia mista de capital aberto*. Dissertação Mestrado. 2012. Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Disponível em: [http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUOS-8XTNDF/final\\_izes.pdf?sequence=1](http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUOS-8XTNDF/final_izes.pdf?sequence=1). Acesso em 20 set. 2013.



Portanto, a celebração de acordo de acionistas com o acionista privado pode, a depender dos seus termos, retirar das mãos do Estado o poder de controle sobre a sociedade de economia mista, transferindo-o ao grupo de acionistas vinculado pelo acordo. A ausência de controle absoluto das decisões empresariais e da definição das atividades sociais da companhia pelo Estado desnatura a condição de sociedade economista mista e, portanto, não é com ela compatível<sup>99</sup>.

Neste estudo, portanto, as referências a controle acionário majoritário e minoritário ou de fato deverão ser compreendidas como abrangentes do controle compartilhado, posto que tais controles podem ser exercidos de maneira individual ou conjunta.

---

<sup>99</sup> Este entendimento foi reafirmado pelas decisões proferidas pelo Superior Tribunal de Justiça e Supremo Tribunal Federal nos autos da ação anulatória nº 0024.99.120901-6, distribuída à 1ª Vara de Fazenda Pública do Tribunal de Justiça de Minas Gerais, pelo Estado de Minas Gerais, para anulação do acordo de acionistas da CEMIG Centrais Elétricas de Minas Gerais celebrado entre o Estado de Minas Gerais e a Southern Electric Brasil Participações Ltda.

## Parte 2 – A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO MUNDO

### Capítulo 1: A ORIGEM DA DISPERSÃO ACIONÁRIA

Abordaremos neste capítulo as principais teorias e estudos internacionais acerca das origens da dispersão acionária, buscando sempre identificar as preocupações e os impactos práticos por trás das análises deste fenômeno. Dessa forma, começaremos pelo estudo do conflito de agência, cuja origem se confunde com o início dos estudos de governança corporativa e das consequências do fenômeno da dispersão acionária, considerada uma realidade no mercado de capitais norte-americano desde o final do século 19 e início do século 20<sup>100</sup>.

---

<sup>100</sup> No texto “Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’”, o Professor John Coffee Jr. apresenta a seguinte análise histórica:

“Ao contrário da London Stock Exchange (“LSE”), a New York Stock Exchange (“NYSE”) enfrentou severa concorrência ao longo do final do século 19 (de fato, mais companhias estavam listadas na Boston Stock Exchange em 1900). Em resposta, a NYSE buscou desenvolver sua marca como bolsa de alta qualidade, que listava apenas companhias seguras e de baixo risco. Razões econômicas estariam por trás das diferenças no comportamento entre as duas bolsas de valores: a NYSE era uma bolsa fechada, que não admitia novos membros, mas, em vez disso, os membros podiam vender seus lugares para novos entrantes. Por outro lado, a LSE era uma bolsa aberta, sempre pronta a admitir novos corretores e a lista praticamente qualquer ação que pudesse ser comercializada. Essa diferença criou um forte desejo na NYSE de aumentar o valor de seus assentos através do fortalecimento da reputação de seu capital. (...) a NYSE adotou uma estratégia mais ativista em relação aos padrões de listagem da bolsa e a questões de governança corporativa do que a LSE. Ao rejeitar frequentemente certas listagens e insistir numa adequada comprovação de rendimentos das companhias antes de aprovar sua listagem, a NYSE começou a se distinguir de seus competidores e a se promover como guardião dos direitos dos acionistas. O papel de guardião manifestou-se de duas formas concretas: (1) a NYSE, no início de 1900, insistiu que as companhias listadas publicassem anualmente declarações financeiras auditadas, e (2) a NYSE protegeu o direito de voto dos acionistas ao resistir a tentativas dos emissores de se desviar da norma ‘uma ação, um voto’. Esses passos foram dados por um órgão privado, como uma questão de autorregulação e não de cumprimento de regras mandatórias, mas o resultado foi a atração de acionistas a investir nas ações da NYSE, por serem mais seguras e mais bem monitoradas.

O ponto aqui não é se a NYSE foi altruísta ou se preocupou com o interesse público, mas que ela foi pioneira na promoção da dispersão acionária, por inspirar confiança do público em geral (algo que depois foi explorado por outras). Apesar de a NYSE ser menor e mais nova do que a LSE, muitas das companhias listadas na NYSE se tornaram de capital pulverizado logo após 1900. Em 1913, a Pennsylvania Railroad tinha 86.804 acionistas; a AT&T tinha 53.737 acionistas e a U.S. Steel, fundada em 1901 apenas, tinha 44.398 acionistas comuns e 77.420 acionistas preferenciais. Este nível de dispersão acionária estava consideravelmente a frente de companhias similares do Reino Unido e poucas desses três companhias tinham claramente algum acionista controlador.” (COFFEE JR., John C.,

## 1. O Conflito de Agência

Muitos autores tentaram, ao longo do tempo, explicar as origens da dispersão acionária, a partir da composição acionária das então grandes companhias. Nesse sentido, não há como se falar em dispersão acionária sem mencionar o grandioso estudo de Adolf Berle e Gardiner Means, “The Modern Corporation and Private Property”<sup>101</sup>, de 1932, ao qual geralmente é atribuído o marco inicial das discussões sobre governança corporativa<sup>102</sup>. Os autores verificaram uma inevitável separação entre a propriedade acionária e o controle societário das companhias, conforme o nível de dispersão acionária fosse sendo elevado. Nesta obra, Berle e Means dividiram o controle acionário em cinco tipos distintos: com quase todas as ações, majoritário, obtido por meio de expedientes legais, minoritário e administrativo ou gerencial.

Apesar de não utilizarem o termo “conflito de agência”, Berle e Means já apontavam os problemas dessa teoria moderna, que predominam nos estudos de direito societário e finanças, conforme aponta Murray L. Weidenbaum na introdução à edição de 1991, ao enfatizar que já em 1932, Berle e Means identificaram que os interesses dos conselheiros e diretores podem divergir dos interesses dos donos das companhias, e eles normalmente divergem<sup>103</sup>. Weidenbaum também enfatiza a contribuição de Berle e Means ao tratar da separação entre a propriedade das ações e o controle da companhia, mas considera que pode ter havido um superdimensionamento dessa separação, que, na perspectiva de Berle e Means, deixaria os acionistas sem qualquer poder, enquanto que os administradores passariam a ter total controle da companhia e a agir visando satisfazer interesses próprios<sup>104</sup>.

A estrutura de propriedade das companhias e os conflitos dela decorrentes também foram discutidos por Jensen e Meckling, Stulz e Bebchuk, despontando este último como um dos

---

*Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 144/2010, p. 39-41, tradução livre).*

<sup>101</sup> BERLE; MEANS, 1932.

<sup>102</sup> Fabio Konder Comparato aponta que Karl Marx já havia se manifestado sobre a questão. COMPARATO, Fabio Konder. *Aspectos jurídicos da micro-empresa*. Ed. RT. São Paulo, 1970, pp. 71-72.

<sup>103</sup> BERLE; MEANS, Edição de 1991, Introduction to the Transaction Edition, p. ix.

<sup>104</sup> Ibid. p. xi.

principais autores na área. No artigo “Executive Compensation as an Agency Problem”<sup>105</sup>, os autores Lucian Bebchuk e Jesse Fried listam os problemas mais debatidos na doutrina decorrentes do conflito de agência: a construção de impérios ou conglomerados<sup>106</sup>; a não distribuição de dividendos mesmo quando a companhia tem dinheiro em caixa e não tem novos projetos para investi-lo<sup>107</sup>; o enraizamento de administradores em suas posições na companhia, tornando difícil a substituição mesmo quando têm um desempenho ruim<sup>108</sup>. Segundo Bebchuk e Fried, a doutrina dominante acredita que a forma de se corrigir ou remediar essas situações de conflito de interesses entre administradores e acionistas seja por meio de contratos e planos de pagamento salarial aos administradores, buscando-se alinhar os interesses dos acionistas ou da companhia aos interesses de seus administradores por meio de planos estruturados de incentivo (teoria ou abordagem da “contratação ideal”)<sup>109</sup>.

No entanto, os autores apontam uma importante falha nessa tentativa de correção do problema do conflito de interesses por meio dos planos de incentivo salarial dos diretores: não só os diretores das companhias como também os conselheiros sofrem com o problema do conflito de agência, e são os conselheiros que nomeiam e negociam a contratação de diretores, incluindo

---

<sup>105</sup> BEBCHUK, Lucian Arye e FRIED, Jesse M. *Executive Compensation and Agency Problem*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, Number 3, Summer 2003, p. 71–92. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.Bebchuk-Fried.Executive.Compensation.pdf>. Acesso em 10 jul. 2013.

<sup>106</sup> Em finanças, a construção de impérios ou conglomerados como estratégia de crescimento ou mesmo de administração do risco das companhias é vista como uma estratégia ruim: apesar de reduzir sim o risco da companhia em virtude da diversificação dos negócios, é uma estratégia que dá segurança para o administrador, mas é contraproducente para o acionista, pois este pode sozinho administrar seu risco por meio da diversificação de seu portfólio de investimentos.

<sup>107</sup> Veja-se o exemplo da Apple, que adotou uma estratégia de não distribuir dividendos entre 1995 e 2012, para investir em novas tecnologias, acumulando em 2013 uma pilha de US\$137 bilhões em caixa, pois o retorno de suas operações era maior do que a necessidade de capital para novos investimentos. Essa situação gerou pressões dos acionistas e do mercado para que a companhia começasse imediatamente um plano de distribuição de dividendos e fizesse com que o valor da ação voltasse a subir. Mais informações em: RUSSOLILLO, Steven. *Wall Street Journal. How and When Apple May Return More Cash to Shareholders*. 14 de abril de 2013. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/04/16/how-and-when-apple-may-return-more-cash-to-shareholders/>. Acesso em 10 jul. 2013.

<sup>108</sup> BEBCHUCK e FRIED, 2003, p. 72.

<sup>109</sup> *Ibid.*, p. 72 e 73.

os planos salariais<sup>110</sup>. O que faz alguém pensar que os conselheiros, ao contratar com os diretores, estarão agindo no melhor interesse dos acionistas? Veremos no Capítulo 2 desta Parte 2 um caso importante para a governança corporativa norte-americana, que discute o fato de a nomeação dos conselheiros das companhias nos Estados Unidos não se dar diretamente pelos acionistas. Os acionistas normalmente votam nos conselheiros indicados pelo próprio conselho de administração, o que reduz o incentivo dos conselheiros de agradar ou favorecer os interesses dos acionistas. Além disso, os diretores das companhias têm um importante papel no processo de eleição dos conselheiros, pois o CEO (*Chief Executive Officer*) ou Diretor-Presidente se encarrega de obter as procurações dos acionistas e de promover os candidatos ao conselho perante os acionistas. Assim, na opinião de Bebchuck, como os conselheiros tendem a querer ser reeleitos para o cargo, eles têm um incentivo para se relacionarem bem com os diretores, que futuramente os ajudarão na campanha de reeleição, favorecendo mais a diretoria em detrimento dos interesses dos acionistas.<sup>111</sup>

Essa visão crítica leva Bebchuck a sugerir a seguinte abordagem para o tema: constatando-se que não é possível corrigir o problema do conflito de interesses por meio de contratações ideais que alinhem os interesses de acionistas e administradores, é necessário enfrentá-lo por meio da abordagem do “poder administrativo”. Essa abordagem não só reconhece que os administradores têm um grande poder no desenho e estruturação de seus próprios planos de pagamento, como também insere a contratação de diretores na esfera do problema do conflito de agência.<sup>112</sup> Ou seja, os planos de pagamento ideais não são a solução do conflito de agência, são apenas uma parte do problema em virtude da influência do poder administrativo de conselheiros e diretores neste processo. Na opinião do autor, os planos de pagamento e incentivo podem ser usados idealmente, quando o poder administrativo de conselheiros e diretores é menor, ou pode reforçar ainda mais o conflito de interesses, seja estabelecendo pagamentos excessivos ou, ainda, distorcendo incentivos e objetivos.

---

<sup>110</sup> Idem.

<sup>111</sup> Idem.

<sup>112</sup> Ibid, p. 72.

Curiosamente, nota-se que Bebchuck e Fried expuseram essas ideias em 2003 e sugeriram que o problema poderia ser remediado pela difusão da ideia de que os planos de incentivo de performance e pagamento salarial dos diretores das companhias estavam sendo usados para reforçar os conflitos de agência, e não para remediá-los. Segundo os autores, a experiência demonstrava que conselheiros e diretores não gostavam de assumir planos de pagamento que não fossem do gosto do mercado, de modo que bastava que agentes do mercado, como os investidores institucionais, começassem a discutir o problema para que os abusos começassem a ser contidos. Além disso, concluíram que os economistas também poderiam ter um papel importante caso começassem a estudar os atuais contratos e planos de incentivo e pagamento de diretores e conselheiros para apontar o quão longe do ideal eles estão<sup>113</sup>.

Veremos no Capítulo 2 desta Parte 2 o importante papel desses planos de incentivo de performance e pagamento de salários de diretores para a eclosão da crise financeira de 2008.

## 2. Teorias da Dispersão Acionária sob a Ótica Norte-Americana e Críticas

Em 1998, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (“La Porta *et al*”)<sup>114</sup> publicaram estudo apresentando dados de 27 países acerca da estrutura societária de controle de grandes companhias. Os autores do estudo concluíram que, exceto nos mercados que possuem bases regulatórias muito boas de proteção dos acionistas, poucas companhias têm capital disperso. Na verdade, a grande maioria das companhias era controlada, afinal, por famílias e pelo Estado, e não por instituições financeiras ou outras sociedades de capital acionário disperso.

Ademais, os autores concluíram que acionistas controladores normalmente têm um poder sobre as sociedades controladas que vai além do direito de receber dividendos, poder este que é exercido por meio do uso de pirâmides e pela participação na administração. A pesquisa feita por La Porta *et al* parte da consagrada imagem da companhia moderna, delineada por Berle e Means.

---

<sup>113</sup> Ibid., p. 89.

<sup>114</sup> LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio and SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership Around the World* (August 1998). Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=103130> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.103130> Acesso em 17 jul. 2013.

Essa imagem vislumbrava companhias modernas como sendo de capital acionário disperso e tendo administradores que não seriam responsáveis perante os acionistas. Durante décadas e décadas, esta foi, e de certa forma ainda é, pelo menos nos Estados Unidos, a imagem de companhia moderna usada como referência nas áreas jurídica, comercial, financeira, econômica, dentre outras.

Os autores demonstraram que a imagem da companhia moderna de Berle e Means começou a ser questionada por falta de embasamento empírico. E a pesquisa conduzida pelos autores visou justamente a encontrar os fundamentos empíricos que poderiam embasar ou contestar a imagem da companhia moderna de Berle e Means, analisando a estrutura de controle das 20 maiores companhias de cada um dos 27 países investigados (sendo estes as 27 maiores economias do mundo). Segundo os autores, o foco nas maiores sociedades das maiores economias do mundo foi justamente para se tentar achar as companhias com capital acionário disperso, o que não se espera que ocorra em sociedades menores e de economias menos desenvolvidas<sup>115</sup>.

Por meio desta análise, os autores conseguiram responder a quatro questões gerais: primeiro, quão comum é a dispersão acionária em diferentes países; segundo, em relação a sociedades com capital concentrado, quem são os acionistas controladores (famílias, governos, instituições financeiras, sociedades com capital disperso) e com qual frequência bancos controlam sociedades<sup>116</sup>; terceiro, como tais acionistas controladores mantêm seu poder (se eles fazem uso de participações cruzadas complexas, se detêm direitos de voto superiores, sem que necessariamente precisem deter a maioria do capital, ou se constroem pirâmides); quarto, o que explica os diferentes padrões de dispersão acionária entre os países<sup>117</sup>.

---

<sup>115</sup> Ibid., p. 2.

<sup>116</sup> No trabalho de La Porta *et al*, os autores investigaram o modelo alemão de governança corporativa e, por isso, dedicaram-se a encontrar o papel de bancos como controladores de sociedades. No presente trabalho, este tema não se faz relevante, de modo que não abordaremos este aspecto da análise de La Porta *et al*.

<sup>117</sup> Ibid., p.3.

Já na análise na primeira questão, os pesquisadores trazem conclusões que podem ser úteis no âmbito desta dissertação, conforme resumido na Tabela 1 da pesquisa, a seguir traduzida:

Tabela 1: Alguns fatos acerca da titularidade do capital de companhias pelo mundo

- 1- As companhias têm donos. O modelo de dispersão acionária de Berle-Means está longe de ser universal.
- 2- As companhias de capital acionário disperso são mais comuns em países com boa proteção ao acionista.
- 3- Muitas das maiores companhias são controladas por famílias.
- 4- O controle familiar é mais comum em países com baixa proteção ao acionista.
- 5- O controle de companhias pelo Estado é comum, especialmente em países com baixa proteção ao acionista.
- 6- O controle de companhias por bancos de capital acionário disperso ou sociedades de capital disperso é incomum. Mesmo fora da rede de controle acionário, é incomum que bancos tenham participação societária significativa.
- 7- Dentre as companhias maiores, são poucos os desvios da regra de que uma ação equivale a um voto, mas pirâmides são comuns. Participação cruzada é raro.
- 8- Pirâmides e desvios da regra de que uma ação equivale a um voto são mais comuns em países com baixa proteção ao acionista.
- 9- Em companhias controladas por famílias, há pouca separação entre o controle acionário e a administração da companhia.
- 10- Companhias com acionistas controladores raramente têm outro grande acionista.<sup>118</sup>

Os resultados obtidos a partir da pesquisa levaram os autores a entender que o modelo de Berle e Means, apesar de amplamente aceito na literatura de finanças, só era comum para as maiores companhias dos países de *common law* mais ricos, como é o caso dos Estados Unidos. Fora desse país e em locais onde a proteção do acionista é baixa, até mesmo as maiores companhias tendem a ter um acionista controlador, que normalmente vem a ser o Estado ou a família que fundou a companhia, seus descendentes ou sucessores.

---

<sup>118</sup> Ibid., Table 1.



Ao contrário do que concluiu Berle e Means, para La Porta *et al*, o problema da administração das companhias não seria o fato de que elas são administradas por diretores que não possuem participação acionária e, portanto, não assumem responsabilidades perante os acionistas e não se curvam aos interesses destes. O problema residiria no fato de que os administradores são os acionistas controladores e, portanto, as companhias são geridas visando a satisfazer os interesses dos acionistas majoritários, possivelmente em detrimento dos minoritários, pois têm o poder e os meios para tal. Segundo os autores, a participação nos dividendos da companhia por parte do acionista controlador minimiza os impactos negativos do poder do acionista controlador em relação ao minoritário, mas não os elimina, razão pela qual o mercado de capitais é mais forte em países com maior proteção aos acionistas minoritários. Nessa linha, concluem os pesquisadores que o verdadeiro desafio deve ser encontrar meios de se restringir a exploração de acionistas minoritários pelos acionistas controladores.

Esse estudo deu origem à teoria “Law Matters”, segundo a qual a estrutura legislativa de um país terá um papel fundamental no desenvolvimento da dispersão acionária, verificando-se a predominância desta apenas nos países onde há proteção legal do acionista minoritário pelo controlador.

Outro trabalho que ganhou notoriedade foi Mark Roe, em 1994, com o livro intitulado “Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance”<sup>119</sup>. Em suma, o trabalho buscou explicar a origem da dispersão acionária e do modelo de financiamento das companhias norte-americanas em razões políticas, apontando a aversão do sistema político americano ao poder financeiro concentrado como principal razão para o desenvolvimento da dispersão acionária naquele país. Esta teoria ficou conhecida como “Politics Matters”.

John C. Coffee Jr., professor da Faculdade de Direito da Universidade de Columbia<sup>120</sup>, foi outro grande autor que se propôs a debruçar sobre o tema da dispersão acionária<sup>121</sup>. Em “The

---

<sup>119</sup> ROE, Mark. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press. 1994.

<sup>120</sup> John C. Coffee Jr. é professor com a honraria Adolf Berle.

<sup>121</sup> COFFEE, John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control* (December 2000). Columbia Law and Economics Working Paper No. 182. Acesso em 15 mar. 2013.

Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control”, o autor analisa a origem da dispersão acionária, levando em consideração os estudos anteriores realizados por outros renomados autores, como La Porta e Lucian Bebchuk, dentre outros.

Segundo o autor, o século 20 consolidou a polarização da estrutura de propriedade das companhias em dois sistemas distintos: de um lado, um sistema de controle disperso, caracterizado por um mercado de capitais bem desenvolvido, regras rigorosas de divulgação de informações e alta transparência no mercado; de outro, um sistema de controle concentrado, caracterizado por blocos de controle, um mercado de capitais pouco desenvolvido, benefícios privados de controle, baixa divulgação de informações e baixa transparência das informações divulgadas. Em uma metáfora darwiniana, o autor sugere, neste artigo publicado no ano 2000, que, em virtude da alta competição e dinamismo das relações comerciais, um dos dois sistemas haveria de prevalecer<sup>122</sup>.

Coffee aponta falhas nas premissas adotadas por La Porta *et al.* Segundo o autor, os Estados Unidos do século 19 eram marcados por corrupção no sistema judiciário, vulnerabilidade à arbitragem regulatória e ausência de leis federais no âmbito do mercado de capitais, de forma que os benefícios privados de controle eram significativos e a proteção efetiva aos minoritários era fraca. Portanto, se adotarmos a teoria de La Porta *et al.*, não deveria haver dispersão acionária nos Estados Unidos no século 19. Mas o fato é que, na realidade, havia sim dispersão acionária nos Estados Unidos no século 19, conforme observado pelo autor.

A dispersão acionária certamente se deu de forma mais desenvolvida nos Estados Unidos e na Inglaterra. Coffee sugere que a principal variável para esse acontecimento seria a separação adiantada entre o setor privado e o setor público, especificamente a supervisão. Na falta de supervisão estatal, sistemas fortes de autorregulação, administrados por entes privados, se desenvolveram para regular os interesses mútuos dos agentes privados.

---

<sup>122</sup> O autor cita H. Hansmann and R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, Yale Law School Law and Economics Working Paper No. 235 (January 2000), segundo o qual esta dicotomia acarretaria o fim da história para o direito empresarial. Este artigo foi estudado em sala de aula com o Professor Osmar Brina na pós-graduação.

Outros autores<sup>123</sup> argumentaram que dispersão acionária e mercado de capitais líquido não poderiam surgir em um ambiente já caracterizado por um controle concentrado por diferentes razões. Primeiro, sistemas de *common law* confeririam maior proteção aos acionistas minoritários, de forma que acionistas majoritários teriam pouco incentivo para compartilhar o controle e a estrutura de propriedade se manteria estável. Segundo, um mercado de capitais desenvolvido seria inconsistente com a forte tradição política europeia de democracia. O controle concentrado das companhias e a baixa transparência das informações seriam parte de uma tática defensiva utilizada pelos investidores em países em que os governos privilegiam os empregados frente aos acionistas. Terceiro, quando os benefícios privados de controle são altos, o controle concentrado irá dominar o controle disperso.

Em outra análise, Coffee apresenta o texto “Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’”<sup>124</sup>, do ano de 2010, portanto uma década mais tarde da publicação do texto “The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control”, do mesmo autor, acima analisado.

Neste novo artigo, Coffee explica as teorias existentes sobre o fenômeno da dispersão acionária e propõe uma nova abordagem do tema. Primeiramente, o autor explica a teoria de que a lei importa para que a dispersão acionária aconteça ou não (teoria “Law Matters”, de La Porta *et al*). Depois, o autor aborda a teoria de que o sistema político seria importante para que se verifique a dispersão acionária (teoria “Politics Matters”, de Mark Roe). Por fim, o autor reforça a proposta de uma nova abordagem e conclui que as teorias anteriores não explicam o fenômeno da dispersão, devendo-se focar mais na conduta de agentes privados, como os intermediários e investidores, do que no ambiente legal ou político.

Para Coffee, a separação entre a titularidade das ações e o controle da companhia seria verificada apenas onde há dispersão acionária, pois numa estrutura concentrada os donos de uma parcela significativa das ações – suficiente para que haja controle majoritário ou de fato – sempre

---

<sup>123</sup> Cf. ROE, Mark. *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*. Columbia Law Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 155 (January, 2000), e BEBCHUK, Lucian, A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, NBER Working Paper 7203 (July, 1999).

<sup>124</sup> COFFEE, 2010.

exerceriam o controle da sociedade<sup>125</sup>. Outras características comuns apenas ao sistema de dispersão acionária incluiriam um conselho de administração totalmente independente e uma relativa passividade dos investidores. Assim, o autor identifica o impacto dessas estruturas (concentrada vs. dispersa) na administração das companhias e no custo de agência, apontando as seguintes diferenças<sup>126</sup>:

**Tabela 4:** Comparação entre Capital Disperso vs. Capital Concentrado

<b>Capital Disperso</b>	<b>Capital Concentrado</b>
1. Gestores têm grande discricionariedade	1. É improvável que haja um Conselho de Administração independente
2. Gestores podem agir oportunisticamente	2. O monitoramento de gestores é feito pelo acionista controlador
3. Gestores precisam ser monitorados e restringidos pelo Conselho de Administração, que é independente	3. Formas alternativas de proteção da companhia, que não dependam do Conselho, precisam ser encontradas

O autor também aponta que a dicotomia entre sistema concentrado e sistema disperso, apesar de ser preciso na maioria das vezes, pode levar a equívocos em pelo menos duas situações: 1) não se pode considerar que o sistema disperso seja apenas comum ao, ou encontre todas as suas explicações no, sistema Anglo-Saxão, pois países como Canadá e Austrália são de origem Anglo-Saxônica e suas companhias têm estrutura de capital acionário mais concentrado do que disperso, enquanto que o terceiro país com maior dispersão acionária seria o Japão, sem nenhuma tradição ou influência Anglo-Saxônica, atrás dos Estados Unidos e Reino Unido apenas, em termos de dispersão acionária; 2) um problema ainda mais profundo ao se atribuir as razões da dispersão acionária a questões legais ou políticas é que companhias com capital disperso estão presentes em praticamente todas as partes do mundo, inclusive nos ambientes considerados hostis para esse tipo de composição acionária.

Coffee aponta como evidência a pesquisa desenvolvida por La Porta *et al*, em que este verificou que em apenas dois países (Argentina e México) das 27 maiores economias do mundo não foram encontradas, entre as 20 maiores companhias de cada país, pelo menos uma que tivesse capital acionário disperso, assim considerada a companhia que não tivesse acionista

<sup>125</sup> COFFEE, 2010, p. 2.

<sup>126</sup> Idem.

detentor de pelo menos 20% das ações<sup>127</sup>. Ao reduzir o valor de referência de controle para 10%, mais três países se juntavam à lista: Bélgica, Portugal e Suécia, de modo que La Porta *et al* concluiu com segurança que 22 das 27 maiores economias do mundo tinham pelo menos uma companhia com capital acionário disperso figurando entre as 20 maiores companhias de cada país<sup>128</sup>.

Ou seja, verifica-se que, ainda que a estrutura de capital acionário disperso seja minoria, ela está presente em praticamente todos os países, independentemente do ambiente político e jurídico, e mesmo que sob condições hostis.

Dessa forma, Coffee conclui que é possível que a dispersão acionária não seja de fato o vencedor ou o perdedor de uma evolução do sistema de participação acionária, pois tanto o modelo concentrado como o modelo disperso parecem estar subsistindo em níveis estáveis<sup>129</sup>. Tal argumento representa uma mudança no pensamento do autor, que no artigo de 2000 utilizou a metáfora darwiniana para sugerir que, no curso da evolução do mercado, um dos dois modelos haveria de prevalecer. No entanto, o autor mantém viva essa possibilidade em seu pensamento, ao afirmar que “[a]o final, pode ser que, um dia, cheguemos ao ‘fim da história’, com um sistema dominando o outro; porém, no momento, a competição permanece em aberto”<sup>130</sup>.

Assim, o autor parte da análise das duas teorias predominantes (“Law Matters” e “Politics Matters”) para apontar que, na opinião dele, ambas seriam equivocadas, e sugerir que a explicação para a coexistência e eventual predominância de um ou outro modelo em determinados países está relacionada à discricionariedade de agentes privados, *i.e.* da ação dos investidores e intermediários que, em alguns casos, resolvem dispersar o capital e, em outros, escolhem manter o controle.

Ao criticar a teoria “Law Matters”, Coffee explica que:

---

<sup>127</sup> La Porta *et al*, 1999, Tabela II, A

<sup>128</sup> La Porta *et al*, 1999, Tabela II, B.

<sup>129</sup> COFFEE, 2010, p. 5.

<sup>130</sup> COFFEE, 2010, p. 5.

[A] tentativa de se usar as origens legislativas para se explicar o desenvolvimento econômico criou ainda mais controvérsias. [La Porta *et al*] relatou que países cuja origem legislativa derivou de sistemas de civil law (sendo, o pior deles, o sistema francês de civil law) exibiram o menor nível de proteção para acionistas minoritários; em consequência, menor proteção ao acionista estava correlacionada a altos níveis de concentração acionária. Por outro lado, melhores leis societárias, de valores mobiliários e de falência foram relacionadas com sistemas de common law. Tendo em vista que essas jurisdições [de common law] dispunham de níveis mais elevados de proteção aos acionistas, não foi surpresa para [La Porta *et al*] que companhias incorporadas nessas jurisdições exibiram maior dispersão acionária, maior retorno de dividendos aos acionistas, e geralmente tinham preços de ações mais altos que as companhias incorporadas em jurisdições de civil law.

No entanto, essa abordagem revisitada das “origens legislativas” foi igualmente prejudicada por risco metodológico. A divisão de [La Porta *et al*] dos sistemas legais feita em quatro categorias –common law, Francês, Alemão e Escandinavo – pode ter funcionado para a Europa, mas fora da Europa há grande debate sobre a classificação apropriada dos sistemas legais nos países da Ásia, África, América Latina e ainda Europa Oriental. Por exemplo, enquanto [La Porta *et al*] considerou China e Japão como países de origem legislativa baseada no sistema Alemão, a lei societária da China na verdade derivou de Taiwan, França e Japão. No caso do Japão, apesar de ter emprestado muita coisa da Alemanha no final do século 19, suas leis societárias e de valores mobiliários foram copiadas quase sem alterações dos Estados Unidos após a II Guerra Mundial. A América Latina é ainda mais ambígua, pois suas leis foram emprestadas, antes das guerras de independência, da Espanha, que eram apenas um pouco influenciadas pelo sistema Francês. De fato, a força das correlações de [La Porta *et al*] entre a “qualidade” da common law e o desenvolvimento econômico superior em países desse sistema depende fortemente do status ambíguo da América Latina. No entanto, ainda que classifiquemos a América Latina em termos de origem legislativa, parece grande a possibilidade de que seu desempenho econômico relativamente fraco seja resultado de fatores não relacionados (baixos incentivos econômicos, tradição política fraca, histórico de ditaduras militares, etc.), os quais tiveram pouco, senão nada a ver com regras legais específicas.

Um último problema é que há evidências de que alguns países de civil law tiveram um forte desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, mas decidiram reverter políticas e desincentivar seu crescimento e desenvolvimento. Isso sugere que a política pode triunfar sobre a lei e que atitudes políticas podem ser alteradas abruptamente. Em suma: ainda que o Reino Unido e os Estados Unidos tenham desenvolvido um mercado de valores mobiliários forte, o debate permanece aberto acerca de se esse desenvolvimento foi produto de política, legislação, ou outros fatores mais gerais em suas estruturas sociais. Precisamente, tendo em vista que ambos países eram descentralizados e adotaram posturas semelhantes de política-econômica “laissez-faire” e o desenvolvimento do mercado, a inércia governamental pode ter promovido a criação privada de regras e encorpado instituições auto-reguladoras (como a bolsa de valores).<sup>131</sup>

---

<sup>131</sup> COFFEE, 2010, p. 17-18.

Nota-se que Coffee critica especialmente a falta de precisão técnica de La Porta *et al* na classificação dos sistemas jurídicos de diversos países, bem como a possível omissão de importantes variáveis que influenciaram os resultados das regressões, para se concluir que o forte sistema de common law seria a causa para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos e no Reino Unido.

Ao analisar a teoria de Roe, “Politics Matters”, Coffee também não poupa críticas no que tange à aplicação da teoria fora dos Estados Unidos:

Para explicar a persistência de dispersão ou concentração acionária em diferentes países, Roe posteriormente passou a usar uma teoria política mais genérica: considerando que países de tradição política esquerdista favorecem mais aos empregados do que aos acionistas, ele argumenta, a concentração acionária permanece principalmente nos países da social-democracia como forma de possibilitar aos acionistas controladores manter de perto a supervisão dos administradores. Caso houvesse a evolução da dispersão acionária, os administradores usariam seu poder discricionário dentro desta estrutura para favorecer os interesses de empregados em detrimento dos acionistas. Colocado diferentemente, o conflito inerente entre administradores e acionistas (somada à pressão governamental) levaria os administradores a subordinar os interesses dos acionistas aos interesses dos empregados nestes países. No entanto, acionistas controladores poderiam intervir para impedir este tipo de comportamento.

Ainda que essa teoria política pareça plausível, ela parece ir contra os fatos se aplicada ao Reino Unido. Como demonstrado de forma convincente por Brian Cheffins, a dispersão acionária no Reino Unido se desenvolveu durante o período de poder dos Governos Trabalhistas após a II Guerra Mundial. De acordo com a teoria de Roe, o fluxo esquerdista do Reino Unido durante esse período deveria ter feito com que acionistas controladores se esforçassem para manter o controle acionário das companhias. Mas eles não o fizeram. Ao contrário, foi precisamente neste período que a concentração acionária no Reino Unido se rendeu – com um lamúrio, não um grito. De fato, Cheffins conclui que “políticas de esquerda” podem ter acelerado o divórcio entre propriedade acionária e controle no Reino Unido, porque a ameaça de nacionalização fez com que acionistas controladores liquidassem seus blocos de controle.<sup>132</sup>

Em conclusão, Coffee acredita que as teorias “Law Matters” e “Politics Matters” partem de um pressuposto equivocado de que as companhias escolhem um modelo de capital acionário porque elas não têm alternativas ou porque o modelo alternativo foi prejudicado por fatores legais ou políticos. Esses argumentos, segundo ele, não se sustentam como verdade universal e, de certa forma, explicam apenas o desenvolvimento do mercado de capitais nos Estados

---

<sup>132</sup> Ibid., p. 22-23.

Unidos<sup>133</sup>. Também não explicam o fato de que Estados Unidos e Reino Unido convergiram para uma estrutura semelhante de dispersão acionária, porém por motivos diversos que não podem ser atribuídos à mesma raiz de common law nem à mesma história política<sup>134</sup>. No entanto, segundo ele, a dispersão ou a concentração acionária seria fruto da decisão de agentes privados, como investidores, bancos de investimento e empreendedores que, ao buscar maximizar suas riquezas, avaliam se economicamente será mais lucrativo reter o controle ou dispersar o capital.<sup>135</sup>

A partir desses argumentos, o autor investiga os fatos e evidências que demonstram quando e porque acionistas resolvem reter controle ou dispersar capital. A prevalência de um modelo de participação acionária ou de outro dependeria majoritariamente, portanto, da visão dos fundadores da companhia sobre o potencial lucrativo de manutenção do controle acionário, *vis-a-vis* a sua dispersão.

### 3. Rompendo Paradigmas

Na análise dos estudos que se dedicam a investigar as origens da dispersão acionária, não se poderia deixar de mencionar o estudo conduzido por Clifford G. Holderness, professor da Carrol School of Management da Boston College, em 2006<sup>136</sup>. O autor dá um passo atrás para investigar se, de fato, o que se verifica nos Estados Unidos é um ambiente de dispersão acionária (com conseqüente controle gerencial).

Os resultados encontrados foram surpreendentes e podem sugerir que o que se verifica na realidade norte-americana não seja um mercado de capitais tão disperso e pulverizado como comumente se acredita: das 375 companhias listadas que fizeram parte da investigação empírica,

---

<sup>133</sup> Ibid., p. 6.

<sup>134</sup> Ibid., p. 68. Coffee também conclui que o “máximo que pode ser dito é que ambos países [Estados Unidos e Reino Unido] incentivaram e aceitaram a auto-regulação e ordenação privada.”

<sup>135</sup> Ibid., p.6.

<sup>136</sup> HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. The Review of Financial Studies, Oxford University Press, 2007. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=991363](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991363) Acesso em 20 jul. 2013.



96% continham acionista detentor de pelo menos 5% das ações, três vezes mais companhias possuíam controle majoritário em comparação com o número de companhias que não possuíam bloco de controle (o autor define bloco de controle como a soma de acionistas individualmente detentores de pelo menos 5% das ações da companhia, cada um)<sup>137</sup> e, em média, os blocos de controle detinham 39% das ações das companhias. Além disso, apesar de ter sido demonstrado empiricamente pelo autor que há uma relação inversa entre o tamanho das companhias e seu nível de dispersão acionária, mesmo entre as maiores companhias americanas o nível de concentração é surpreendente, pois a análise de uma amostra representativa do S&P500 demonstrou que aproximadamente 89% dessas companhias possuem bloco de controle (novamente, ressalta-se que a definição dada por Holderness para bloco de controle, bastando, portanto, a existência de pelo menos um acionista individualmente detentor de 5% das ações da companhia).

Holderness questiona se, de fato, o mercado de ações americano é tão mais disperso do que os outros ao redor do mundo e levanta um ponto bastante interessante: os estudos feitos até então focam apenas nas maiores companhias de cada país; no entanto, o tamanho da companhia é de fato importante para que se verifique a dispersão acionária e há uma enorme variação no tamanho das maiores companhias dos Estados Unidos e de outros países. Os estudos raramente consideravam essa diferença de tamanho das companhias entre os diferentes países, nunca controlavam a influência de variáveis como o tempo em que a companhia está em atividade e sua indústria, e utilizavam médias de países ignorando que pode haver variáveis importantes dentro do próprio país – fatores que, segundo Holderness, influenciam substancialmente na análise.

Holderness traz uma nova perspectiva ao não só reafirmar e comprovar a importância do tamanho da companhia como fator inversamente proporcional à dispersão, mas também ao incorporar esse fator à sua análise, no momento de se comparar o nível de concentração/dispersão acionária dos diversos países, além de avançar na compreensão das diferenças por meio de cenários mais completos e representativos do todo. Em linguagem simples, é como se Holderness tivesse desvendado que o estudo feito por La Porta *et al* comparou alhos com bugalhos: as 20 maiores companhias dos Estados Unidos tinham, à época

---

<sup>137</sup>Ibid., p. 2.

do estudo, um valor médio de US\$71 bilhões, enquanto o valor médio das 20 maiores companhias do Brasil, por exemplo, era de US\$1,2 bilhão<sup>138</sup>. Se tamanho importa (fato presumido por La Porta *et al* e demonstrado empiricamente por Holderness), o resultado encontrado por La Porta *et al* foi um cenário de muito mais dispersão nos Estados Unidos do que no Brasil, por exemplo, porque as 20 maiores companhias dos Estados Unidos são em média 59 vezes maiores do que as 20 maiores companhias do Brasil. E assim por diante, em relação aos outros países.

Ou seja, estatisticamente, o resultado é distorcido se a análise focar apenas no topo da pirâmide, enquanto que tende a se equilibrar quando a análise é feita levando em consideração o tamanho das companhias.

A nova “verdade” descoberta por Holderness é que, quando controlamos os tamanhos para se comparar apenas companhias de tamanhos equiparáveis, a dispersão acionária nos Estados Unidos não é diferente da dispersão verificada nos outros países pesquisados<sup>139</sup>.

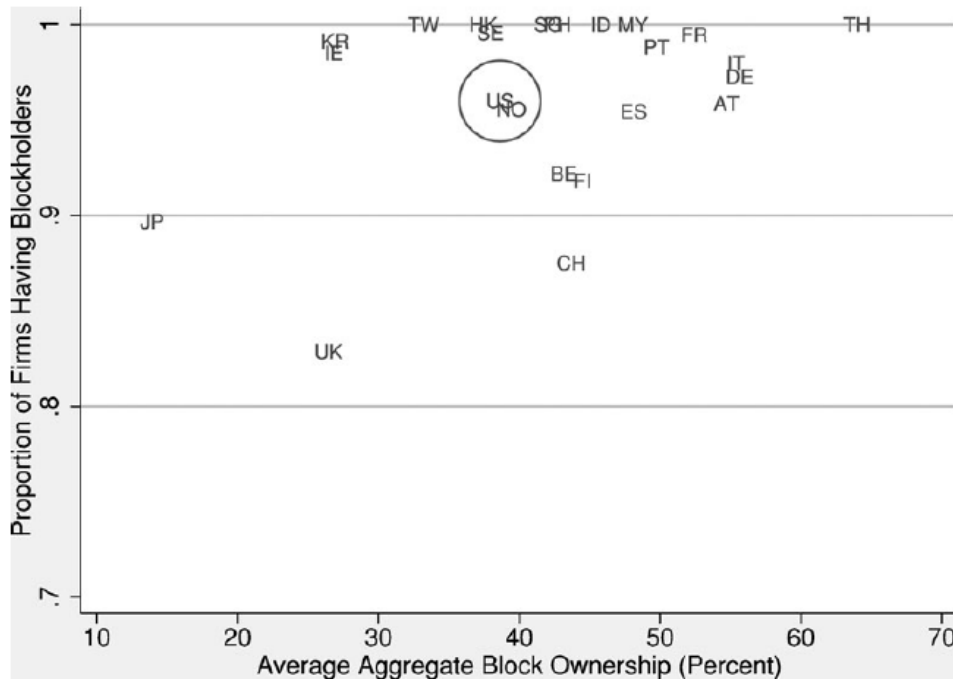
Vejamos o resultado:

---

<sup>138</sup> Ibid., p. 30.

<sup>139</sup> Ibid., p. 32.

**Figura 3:** Reprodução da Figura 2 do estudo de Holderness, contendo gráfico da distribuição dos países conforme a proporção de companhias e contêm blocos de controle vs. a média do percentual agregado do bloco de controle.



**Figure 2**

**Scatter diagram of large-block common stock ownership at public corporations in the United States and 22 other countries**

X-axis is the country average of the aggregate percent common stock ownership of all shareholders in a firm who own at least 5% of the voting power of the common stock. If a firm has no blockholders, the firm is included in the country average at zero. Y-axis is the proportion of firms within a given country that have at least one blockholder. Blockholders are those shareholders who own at least 5% of the voting power of the common stock. The scatter point for the United States is circled. U.S. ownership data are from a random sample of 375 CRSP- and Compustat-listed corporations and come from 1995 proxy statements. Non-U.S. ownership data encompass 7842 firms from 22 countries and come from the data sets used in Faccio and Lang (2002) and Claessens, Djankov, and Lang (2000). Variables are defined in Table 2. Country abbreviations are as follows: U.S. (United States of America), AT (Austria), BE (Belgium), CH (Switzerland), DE (Germany), ES (Spain), FI (Finland), FR (France), HK (Hong Kong), ID (Indonesia), IE (Ireland), IT (Italy), JP (Japan), KR (South Korea), MY (Malaysia), NO (Norway), PH (Philippines), PT (Portugal), SE (Sweden), SG (Singapore), TH (Thailand), TW (Taiwan), UK (United Kingdom).

Em suma, Holderness identificou que, ao se analisar a estrutura acionária de uma amostra representativa do todo, país por país, os Estados Unidos estão na média mundial em termos de dispersão acionária<sup>140</sup>. Além disso, ao se comparar as companhias de tamanhos similares, a dispersão acionária verificada nos Estados Unidos também está exatamente na média mundial. Holderness apresenta, portanto, duas conclusões centrais: 1) as companhias abertas americanas possuem acionistas individualmente detentores de parcelas significativas do capital acionário; 2)

<sup>140</sup> Além das 375 companhias americanas, Holderness analisou informações de 7.842 companhias de 22 países da Europa e da Ásia. (Ibid., p. 3).

a concentração do capital acionário das companhias dos Estados Unidos é semelhante à concentração das companhias de outras partes do mundo, quando comparadas companhias de tamanhos similares.

Selecionamos e resumimos abaixo alguns dos números mais interessantes da pesquisa:

- 96% das companhias americanas têm pelo menos um acionista detentor de pelo menos 5% das ações da companhia (acionistas detentores de blocos de ações);
- 93% das companhias não americanas que foram pesquisadas têm pelo menos um acionista detentor de pelo menos 5% das ações da companhia (acionistas detentores de blocos de ações);
- Os acionistas detentores de blocos de ações de companhias americanas, considerados conjuntamente, possuem em média 39% das ações das companhias americanas (mediana = 37%);
- Os acionistas detentores de blocos de ações de companhias não-americanas, considerados conjuntamente, possuem em média 36% das ações das companhias (mediana = 33%);
- Uma companhia americana tem 4% a 7% mais chance de ter um grande acionista do que as companhias dos outros países pesquisados;
- Dos 21 países analisados, além dos Estados Unidos, 10 estão distantes do percentual americano de concentração acionária por apenas 5 pontos percentuais. Ou seja, se nos Estados Unidos o nível de concentração é de 96%, outros 10 países ficaram entre 93,5% e 98,5%;
- Similarmente ao item anterior, 19 países estão distantes do percentual americano de concentração acionária por apenas 10 pontos percentuais. Ou seja, se nos Estados Unidos o nível de concentração é de 96%, outros 19 países ficaram entre 91% e 100%;
- As exceções ao item anterior foram: Japão (89%), Suíça (86%) e Reino Unido (81%).

Holderness apresenta suas conclusões e propõe que o “mito” da dispersão acionária nos Estados Unidos seja reavaliado sob novas perspectivas de propriedade acionária, conforme exposto no trecho a seguir traduzido:

Novas perspectivas da concentração acionária

Os dados apontaram para duas grandes conclusões: uma sobre a concentração acionária nos Estados Unidos e a outra sobre a concentração acionária internacionalmente. Pode haver uma divisão de opiniões sobre a aplicabilidade do modelo de dispersão acionária para companhias americanas. Tendo em vista que 96% de um modelo representativo de companhias do CRSP e Compustat possuem grandes acionistas, e que tais acionistas possuem em média 39% das ações ordinárias (Tabela 1), está claro agora que a dispersão acionária é a exceção, e não a regra, nos Estados Unidos.

Apesar de que pode haver uma divisão de opiniões sobre a aplicabilidade do modelo de dispersão acionária para companhias americanas, há um entendimento amplamente aceito de que a composição acionária de companhias americanas é significativamente menos concentrada do que em outros locais. As evidências, no entanto, apontam para o oposto. Os Estados Unidos têm de 6% para mais ou 6% para menos blocos de controle que outros países, dependendo do tamanho do bloco e outras variáveis. Em muitos casos, essas diferenças não são estatisticamente significantes. Colocando de lado a questão de variáveis e relevância estatística, não conheço nenhuma teoria ou evidência empírica que sugira que uma diferença tão pequena em concentração acionária seja economicamente significativa (pelo menos nos níveis de concentração acionária que estão sendo aplicáveis aqui). Portanto, o cenário global é que o nível de concentração acionária nos Estados Unidos é equivalente ao que se encontra em companhias de tamanhos similares em outras partes do mundo (Figura 1 e Tabela 3). Considerando-se os países individualmente, os Estados Unidos, ao invés de aparecer fora da curva em termos de concentração acionária, aparece bem no meio da distribuição (Figura 2 e Tabela 4).<sup>141</sup>

Holderness também se põe a questionar os motivos que levaram à crença predominante de que os Estados Unidos possuem um alto nível de dispersão acionária, apontando três motivos centrais: primeiro, o legado de Berle e Means, que, numa época em que informações sobre a composição acionária das companhias americanas era de difícil acesso e muitas vezes indisponível, se embasaram em diversas fontes, inclusive em noticiários, para chegar à conclusão de que as companhias americanas tinham capital pulverizado<sup>142</sup>; segundo, novos estudos e

---

<sup>141</sup> Ibid., p. 25-26.

<sup>142</sup> Outro ponto levantado por Holderness é que ele considera que 5% de participação por um mesmo acionista seja o nível de participação relevante para começar a indicar poder de controle. O influente estudo de Berle e Means utilizou como critério o valor de 20% para que considerar que, abaixo disso, o capital encontrava-se disperso. O

pesquisas empíricas foram feitas nos Estados Unidos nos anos 1970, com pouca dedicação ao tema da concentração acionária e maior foco em participações de determinados agentes e em companhias mais antigas, reforçando a ideia de dispersão; e terceiro, os estudos feitos ao final da década de 1990, que compararam os níveis de dispersão das maiores companhias americanas com as maiores companhias de outros países, reforçaram ainda mais a ideia comum de que o mercado acionário americano é atipicamente pulverizado<sup>143</sup>.

Talvez um ponto que também mereça destaque nesta análise seja o fato de que os Estados Unidos possuem as maiores companhias do mundo, o que gera uma abundância de exemplos de dispersão acionária e pode levar à sensação de que ali está o mercado de valores mobiliários mais disperso do mundo. Afinal, 132 (ou 26,4%) das 500 maiores companhias do globo, segundo a publicação Fortune 500 de 2013, são americanas. Depois dos Estados Unidos, a China aparece em segundo lugar, com 89 companhias (17,8%), e o Japão em terceiro, com 62 (12,4%). Esses três são os únicos países com uma concentração de maiores companhias do mundo acima de 10% (ou pelo menos 50 companhias dentre as maiores fortunas)<sup>144</sup>.

\*\*\*

Em conclusão, o estudo de Berle e Means de 1932 é apontado como o marco inicial dos estudos sobre a dispersão acionária e a separação entre propriedade acionária e controle das sociedades de capital aberto, e também marcou o início dos estudos sobre o conflito de agência e, principalmente, a governança corporativa.

A partir da década de 1990, foram desenvolvidas as teorias “Law Matters”, de La Porta *et al*, e “Politics Matters”, de Mark Roe. A teoria “Law Matters” atribui maior incidência de dispersão acionária nos Estados Unidos e Reino Unido a fatores relacionados ao sistema de

---

principal argumento de Holderness para utilizar 5% é normalmente, a partir desse valor de participação, os acionistas precisam reportar aos órgãos reguladores, o que denota que, por experiência, o órgão regulador entendeu que é preciso acompanhar a influência de acionistas a partir deste montante. Além disso, haveria evidências no mercado de que vendas de blocos de ações em montantes entre 5-10% já são suficientes para causar impacto relevante no valor das ações. Cf. HOLDERNESS, 2007, p. 23.

<sup>143</sup> HOLDERNESS, 2007, p. 26-31.

<sup>144</sup> CNN Money. *Fortune Global 500*. Disponível em [http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2013/full\\_list/](http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2013/full_list/). Acesso em 02 dez. 2013.

common law, como melhores bases legislativas para proteção dos acionistas e funcionamento do mercado de valores mobiliários. Já a teoria “Politics Matters” encontra razões para a dispersão acionária nos Estados Unidos em questões políticas de não incentivo à concentração financeira e, de forma mais global, à aversão a políticas esquerdistas, como fator decisivo para o desenvolvimento do mercado de capitais e da dispersão acionária.

Tais teorias são criticadas por Coffee, que sugere uma abordagem mais casuística, identificando motivações de cunho mercadológico, financeiro e econômico para a ocorrência da concentração ou dispersão, e enaltecendo o papel decisivo de agentes privados intermediários e de empreendedores nesse processo.

Por fim, trazemos a abordagem inovadora de Holderness, que busca romper com o paradigma da evolução da dispersão acionária para demonstrar que o mercado norte-americano é na verdade tão concentrado quanto os demais, quando comparado às companhias de tamanhos similares de outros países, aparecendo exatamente na média mundial e tendo como diferencial apenas o fato de possuir um número significativo das maiores companhias do globo.

## **Capítulo 2: O CONTROLE ACIONÁRIO NO DIREITO NORTE-AMERICANO E A CRISE DE 2008**

### 1. A Crise Mundial de 2008

Na primavera de 2008, os Estados Unidos da América enfrentaram a mais severa crise financeira desde a Grande Depressão de 1929. A chamada crise hipotecária se espalhou pelo mundo e resultou no colapso de importantes instituições financeiras, grandes perdas no mercado de capitais, altos índices de desemprego, inadimplementos em massa no mercado americano de habitação e redução global da atividade econômica.

A intervenção maciça do governo dos Estados Unidos na economia, bem como de governos de todo o mundo, foi a principal solução encontrada para implementar programas de incentivo econômico e minimizar as quebras de importantes agentes do mercado financeiro, com vistas a restabelecer a confiança no mercado.

A terceira lei de Isaac Newton, o famoso cientista, diz que “a toda a ação opõe sempre uma igual e contrária reação; isto é, as ações mútuas de dois corpos um sobre o outro são sempre iguais e opostas”<sup>145</sup>. Portanto, de acordo com Newton, as ações mútuas de dois corpos um sobre o outro são sempre iguais, porém direcionadas a lados opostos. Esta afirmação se aplica perfeitamente à crise financeira e ao correspondente cenário que a sucedeu.

Depois de serem severamente criticadas, as instituições regulatórias americanas deviam uma resposta à sociedade. Dessa forma, em 21 de julho de 2010, o Presidente Barack Obama e o Congresso americano emitiram a Lei Dodd-Frank, que consiste em 16 diferentes seções sobre diversos tópicos, tais como a estabilidade financeira (Título I), a otimização da regulamentação bancária (Título III), a regulamentação dos consultores dos fundos de hedge (Título IV), a transparência e responsabilidade dos agentes de mercado (Título VII), dentre outros. A Lei Dodd-Frank foi uma clara resposta à sociedade americana e internacional, e foi projetada para

---

<sup>145</sup> TAIT, Peter Guthrie. Newton's Laws of Motion. Publisher, A. & C. Black, 1899. Original from the University of Michigan. Digitalized on Jun 8, 2007, p. 30.



reconstruir o sistema regulatório financeiro, maximizar a estabilidade financeira e prevenir futuras crises.

Em 27 de janeiro de 2011, a Comissão de Inquérito da Crise Financeira dos Estados Unidos emitiu um relatório – o primeiro relatório oficial do governo sobre as causas da crise – explicando, portanto, as causas da crise financeira<sup>146</sup>. A Comissão concluiu que a crise financeira foi causada por diversos fatores: (1) falhas na regulação do mercado financeiro; (2) falhas de governança corporativa, comportamento negligente e alta exposição a riscos; (3) empréstimos excessivos e muito risco assumido por proprietários de imóveis e pelas companhias em Wall Street, o centro financeiro americano; (4) falta de compreensão por parte dos reguladores acerca do funcionamento do sistema financeiro; e (5) falhas éticas e de contabilização<sup>147</sup>.

Mais importante, a Comissão concluiu que a crise poderia ter sido evitada e afirmou que aprender as causas da crise financeira e fazer esforços para evitar que essas causas se repetissem foi o primeiro passo para minimizar adequadamente as chances de um novo desastre<sup>148</sup>. E quando o relatório foi finalmente emitido, mais de dois anos após a eclosão da crise, os Estados Unidos ainda estavam amargando os efeitos da inadequada política de desregulamentação.

Apesar do trabalho feito pela Comissão de Inquérito, diversas outras teorias foram desenvolvidas para tentar explicar a crise financeira. No entanto, pode-se considerar um consenso o fato de que os incentivos de curto prazo dados aos administradores de empresas e a falta de regulamentação sobre derivativos tiveram um importante papel. Considerados em conjunto, esses dois aspectos são capazes de responder como e porque as empresas americanas conseguiram ter tamanha exposição ao risco para alavancar seus retornos. Quando as coisas começaram a desmoronar, não havia para onde correr.

Antes da crise, a remuneração de executivos costumava recompensar os lucros de curto prazo, aproveitando-se de um mercado com pouca regulamentação e inflado com crédito

---

<sup>146</sup> Estados Unidos da América. Financial Crisis Inquiry Commission Releases Report on the Causes of the Financial Crisis. Disponível em: [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf). Acesso em 25 fev. 2013.

<sup>147</sup> Ibid., itens xv-xxviii.

<sup>148</sup> Idem.

barato<sup>149</sup>. Os executivos e empregados eram estimulados a assumir altos riscos, desconsiderando o impacto de estratégias financeiras no longo prazo<sup>150</sup>. Planos de remuneração populares como opção de compra de ações deram lucros ilimitados a administradores que conseguiam, de alguma forma, pressionar o preço da ação da empresa para cima<sup>151</sup>.

Apesar de a remuneração dos conselheiros das companhias não ser significativamente afetada por resultados financeiros, os conselheiros são responsáveis por administrar e direcionar os negócios e as relações das companhias<sup>152</sup>, nomeando os seus diretores e próximos conselheiros. Assim, os conselheiros falharam na execução de suas obrigações, ao aprovarem e adotarem estratégias que iam contra os interesses dos acionistas (pode haver aqui uma discussão acerca do perfil do acionista que se beneficia ou se prejudica com esse tipo de comportamento, conforme seja investidor de curto ou de longo prazo. Um análise mais cautelosa, no entanto, deve considerar que é interesse do acionista que a companhia se perpetue e, para tanto, as consequências das ações dos administradores no longo prazo não deveriam ser ignoradas).

Nesse sentido, vincular a remuneração aos resultados de curto prazo foi algo que, em última instância, se provou errado. No início de 2007, por exemplo, o Citigroup foi considerado pela Corporate Library, entidade independente que produz diversas pesquisas na seara do mercado de capitais, uma organização com baixa performance em governança corporativa. De acordo com a Corporate Library, um dos problemas era a falta de conexão entre a remuneração de administradores e os interesses dos acionistas. É importante mencionar que, devido à crise, o

---

<sup>149</sup> Ibid., item XIX.

<sup>150</sup> Ibid., p. 64.: “Mary Schapiro, [ex-]presidente da Comissão de Valores Mobiliários americana disse ao FCIC, “Muitas das principais instituições financeiras criaram pacotes de remuneração assimétricas que pagavam aos seus funcionários enormes somas de dinheiro para o sucesso a curto prazo, mesmo que essas mesmas decisões resultassem em perdas significativas de longo prazo ou falha para os investidores e os contribuintes” Tradução livre do original: “SEC Chairman Mary Schapiro told the FCIC, ‘Many major financial institutions created asymmetric compensation packages that paid employees enormous sums for short-term success, even if these same decisions result in significant long-term losses or failure for investors and taxpayers.’”

<sup>151</sup> Idem.

<sup>152</sup> Delaware General Corporate Law, Section 141(a).

Citigroup teve inúmeras perdas e recebeu aportes financeiros do governo federal americano no valor total de US\$45 bilhões<sup>153</sup>.

Em consequência, após a eclosão da crise financeira, os acionistas de diversas partes dos Estados Unidos passaram a ter a sensação de que seus interesses não estavam sendo representados nas companhias nas quais investiam. Afinal, mesmo que a crise tenha impactado significativamente as companhias, os administradores haviam recebido remunerações generosas<sup>154</sup>. No fim das contas, os acionistas é que foram os verdadeiros perdedores<sup>155</sup>.

## 2. As Mudanças Propostas pela Lei Dodd-Frank

A Lei Dodd-Frank abordou diversas questões destinadas a fortalecer a posição dos acionistas de companhias abertas norte-americanas. A mais importante talvez tenha sido o voto “say-on-pay” (que poderia ser traduzido como algo do tipo “opine sobre o pagamento”). O artigo 951 da Lei Dodd-Frank requer que as sociedades disponibilizem aos acionistas de companhias abertas a oportunidade de votar pela aprovação da remuneração de seus executivos<sup>156</sup>. Os

---

<sup>153</sup> New York Times. Major Job Cuts Announced. Lisa Madigan, written testimony for the FCIC, First Public Hearing of the FCIC, day 1, panel 2: Current Investigations into the Financial Crisis—State and Local Officials, January 14, 2010, p. 4–5; “Home Mortgage Lender settled ‘Predatory Lending’ Charges,” Federal Trade Commission press release, March 21, 2002. In Inquiry Report, p. 198.

<sup>154</sup> “Bebchuk, Cohen, and Spamann (2010) illustrate the problem through a case study of compensation at Bear Stearns and Lehman Brothers. ‘We document that, notwithstanding the 2008 meltdown of the firms, the bottom lines for the period 2000-2008 were positive and substantial for the firms’ top five executives. These top executives regularly unloaded shares and options, and thus were able to cash out a lot of their equity before the stock price of their firm plummeted. . . . Bhagat and Bolton (2011) find a similar pattern – pre-crisis cashing out of large amounts of compensation by the CEO that exceeded losses suffered by the CEO from stock price declines during the crisis – for other large financial firms that had to be bailed out during the financial crisis.’ Bebhuk, Lucian. *Executive Pay and the Financial Crisis*. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Wednesday February 1, 2012. Disponível em: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/02/01/executive-pay-and-the-financial-crisis/>. Acesso em 05 mar. 2013.

<sup>155</sup> “Altogether, while the long-term shareholders in these firms were largely decimated, the executives’ performance-based compensation kept them in decidedly positive territory.” Idem.

<sup>156</sup> Securities and Exchange Commission. *Final Rule on Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>. Acesso em 12 nov. 2012.

acionistas que discordarem da remuneração dos executivos da companhia, ou inclusive que entenderem que a performance da companhia não justifica a remuneração do conselho de administração em certo patamar, podem votar contrariamente. De acordo com aqueles que adotaram ou apoiaram essa lei, apesar do voto “say-on-pay” não ser mandatório, as companhias tenderiam a fazer mudanças na remuneração de seus executivos caso houvesse um número substancial de votos contrários pelos acionistas<sup>157</sup>.

Dessa forma, os acionistas passariam a ter um papel importante na gestão da companhia e os administradores entenderiam melhor suas responsabilidades perante eles. Recentemente, diversas companhias sofreram processos em virtude de inadequações na revelação da remuneração de administradores, para fins do voto “say-on-pay”. No entanto, nos casos *Noble v. AAR Corp.* e *Gordon v. Symantec Corp.*, julgados pela Corte Distrital do Distrito do Norte de Illinois e pela corte estadual da Califórnia, respectivamente, as cortes negaram os pedidos dos autores para gozarem de direitos de voto<sup>158</sup>. Até o momento, apesar de a maioria das companhias estarem recebendo forte apoio acerca da remuneração de seus administradores, os acionistas parecem estar aumentando o nível de vigilância<sup>159</sup>. Até 25 de junho de 2012, o número de companhias que não havia atendido os votos “say-on-pay” havia aumentado em comparação a 2011<sup>160</sup>.

Outra matéria que foi amplamente debatida no âmbito da Lei Dodd-Frank foi a regra da maioria de votos para eleição de membros do conselho de administração. Essa regra acabou não sendo incluída na versão final da Lei Dodd-Frank. De qualquer forma, principalmente após a

---

<sup>157</sup> LARCKER, David F., McCall, Allan L. and Ormazabal, Gaizka. *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies* (July 5, 2012). Stanford Graduate School of Business Research Paper No. 2105. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2101453> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2101453>. Acesso em 12 nov. 2012.

<sup>158</sup> “The lawsuits that have been brought against companies holding say-on-pay votes are generally brought on the ground that their compensation disclosure is inadequate for shareholders to make an informed decision about the compensation resolution”. Savitt, William. *Say-on-Pay Litigation: Part Deux*. Disponível em: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/12/11/say-on-pay-litigation-part-deux/#more-37242>. Acesso em 12 nov. 2012.

<sup>159</sup> GOLDSTEIN, Jeremy L. *Say on Pay 2012*. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. Saturday July 14, 2012. Disponível em: <http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.21899.12.pdf>. Acesso em 12 nov. 2012.

<sup>160</sup> Idem.

vigência da Lei Dodd-Frank, as sociedades passaram a enfrentar pressões para adotar, em seus estatutos, a regra da maioria de votos e democratizar o processo de eleição. Caso a regra da maioria de votos para eleição de conselheiros tivesse sido adotada, um conselheiro somente seria eleito caso tivesse mais de metade dos votos, caso o estatuto social não dispusesse de forma diferente. No entanto, o sistema normalmente adotado e considerado como regra, caso o estatuto não disponha de forma diferente, é o da pluralidade de votos, por meio do qual os conselheiros que receberem mais votos são eleitos.

Conjuntamente considerados, a estrutura dual de classe de ações, abaixo exposta, e os novos “poderes” exigidos pelos acionistas – por meio do voto “say-on-pay” e da maioria de votos para eleição de conselheiros – objetivam remodelar a governança corporativa americana. Contudo, apesar de o primeiro poder ser considerado uma tentativa de resistência, por parte dos donos das companhias, às reformas dos acionistas que estão sendo implementadas em outras companhias, o segundo tem por objetivo dar mais poderes aos acionistas.

### 3. A Regra de Acesso por meio da Procuração

Os conselheiros de companhias abertas nos Estados Unidos são geralmente eleitos pelos acionistas da sociedade por meio de um processo chamado “voto por procuração” (“proxy voting”). Os acionistas elegem o conselho de administração<sup>161</sup>, mas normalmente eles não têm

---

<sup>161</sup> Delaware General Corporation Law. Seção 211: (b) A menos que os conselheiros sejam eleitos por consentimento por escrito ao invés de uma reunião anual, conforme permitido por esta subseção, uma reunião anual de acionistas deverá ser realizada para a eleição de diretores em uma data e em um tempo designado por ou em forma prevista no instrumento constitutivo. Os acionistas podem, a menos que o certificado de incorporação de outra forma disponha, agir por consentimento escrito para eleger diretores; desde que, no entanto, que, se esse consentimento for menor do que por unanimidade, a ação por consentimento por escrito pode ser, ao invés de realizar uma reunião anual somente se todos os cargos que para os quais os diretores pudessem ser eleitos em uma reunião anual realizada no tempo efetivo de tal ação estejam vagos e sejam preenchidos por tal ação. Qualquer outro negócio pode ser transacionado na reunião anual (tradução nossa).

Section 211: “(b) Unless directors are elected by written consent in lieu of an annual meeting as permitted by this subsection, an annual meeting of stockholders shall be held for the election of directors on a date and at a time designated by or in the manner provided in the bylaws. Stockholders may, unless the certificate of incorporation otherwise provides, act by written consent to elect directors; provided, however, that, if such consent is less than unanimous, such action by written consent may be in lieu of holding an annual meeting only if all of the directorships to which directors could be elected at an annual meeting held at the effective time of such action are vacant and are filled by such action. Any other proper business may be transacted at the annual meeting.”

direito de nomear os conselheiros que serão candidatos. Ou seja, todo ano, na assembleia da companhia, os acionistas votam nos conselheiros que estão concorrendo, mas os acionistas não podem nomear quem serão esses conselheiros aptos a serem votados. Antes da eleição, o próprio conselho de administração seleciona e nomeia os conselheiros que poderão ser votados pelos acionistas para cada mandato.

Todos os conselheiros nomeados para participar da eleição e as informações relacionadas a cada um deles são listados nos materiais da procuração – cartão de voto do procurador e declaração do procurador – e são distribuídos para todos os acionistas da companhia. A declaração do procurador disponibiliza as informações apropriadas e necessárias aos acionistas acerca de cada um dos candidatos, de modo que eles possam tomar uma decisão informada acerca da eleição de conselheiros que ocorrerá na assembleia anual. Já o cartão de procurador permite que os acionistas votem a favor ou contra os candidatos sem comparecer à assembleia.

Um fato importante é que as despesas de campanha para as candidaturas ao conselho são pagas exclusivamente pela companhia; no entanto, candidatos externos têm que pagar seus custos de campanha, podendo ser reembolsados em caso de vitória. Dessa forma, caso um acionista ou um grupo de acionistas queira nomear algum candidato diferente daqueles indicados pelo conselho de administração da companhia, eles precisam apresentar sua própria declaração de procurador e solicitar os votos dos acionistas. Nesta situação, haverá uma competição para ser procurador dos acionistas menos ativos, em que os acionistas ativos entram em campanha contra os conselheiros para obter mais procurações e tentar eleger os seus candidatos ao conselho.

Como resultado deste procedimento de votação, problemas eleitorais são incomuns, pois os acionistas que não gostam da forma como a companhia é conduzida e acreditam que podem melhorar a administração da companhia não têm incentivo para tentar fazê-lo, por causa de toda a competição para ser procurador<sup>162</sup>. Ainda, de acordo com o Professor Roe, “considerando que

---

<sup>162</sup> HARRIS, Lee. Missing in Activism: Retail Investor Absence in Corporate Elections. 2010 Colum. Bus. L. Rev. 104, 120–21 “(summarizing several reports on the frequency of contested elections and finding that, over the time period from 1996 to 2008, the number of contested elections at public companies averaged around thirty-six per year).” In FISCH, Jill E. The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access (2012). Emory Law Journal, Vol. 61, Pg. 435, 2012; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 11-05, p. 436. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1769061> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1769061>. Acesso em 12 nov. 2012.

os benefícios do monitoramento serão divididos com os demais acionistas, a maioria dos acionistas que estão divididos racionalmente decidem se abster de envolvimento”<sup>163</sup>. Portanto, os potenciais benefícios a serem recebidos por acionistas mais ativos não superam os atuais custos, a não ser que o acionista tenha um número muito grande de ações<sup>164</sup>.

A comissão de valores mobiliários americana (*Securities and Exchange Commission – SEC*) promulgou a Norma 14a-11, que exigia que companhias abertas, incluindo sociedades de investimentos registradas sob a Lei de Sociedades de Investimentos de 1940, incluíssem nos documentos da procuração informações sobre os candidatos, nomeados pelos acionistas ou grupo de acionistas, para a eleição do conselho de administração<sup>165</sup>. A norma proposta pela SEC foi autorizada pela Lei Dodd-Frank<sup>166</sup>.

Como resultado dessa nova norma, a companhia teria que incluir as informações sobre os acionistas e seus candidatos na declaração do procurador, e sobre os candidatos no cartão de voto do procurador. É importante que se mencione que a norma somente se tornaria disponível a acionistas ou grupo de acionistas (1) pelo período de três anos, a partir da data do envio da carta de intenção de se fazer uso da Norma 14a-11; (2) que detivessem pelo menos 3% do capital votante da companhia, com direito de voto na assembleia anual para eleição de conselheiros; (3) que continuassem a deter tal capital votante na data da assembleia geral acima mencionada; e (4) que declarassem sua intenção de manter a respectiva participação acionária na companhia após a eleição dos membros do conselho.

---

<sup>163</sup> ROE, Mark J. A Political Theory of American Corporate Finance. 91 Colum. L. Rev. 10, 12 (1991).

<sup>164</sup> “One possible interpretation is that shareholders are uniformly happy with incumbent directors. . . . A more plausible interpretation of the evidence is that, even when shareholder dissatisfaction with board actions and decisions is substantial, challengers face considerable impediments to replacing boards.” Bebchuk, Lucian A. The Myth of the Shareholder Franchise. Virginia Law Review, Vol. 93, No. 3, p. 675-732, 2007; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 567, October 2005, p. 114. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=952078>. Acesso em 18 mar. 2013.

<sup>165</sup> Especificamente, a regra dispunha “under certain circumstances, a company’s proxy materials to provide shareholders with information about, and the ability to vote for, a shareholder’s, or group of shareholders’, nominees for director”. Securities and Exchange Commission. Final Rule on Facilitating Shareholder Director Nominations. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf>. Acesso em 18 mar. 2013.

<sup>166</sup> Estados Unidos da América. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Pub. L. No. 111-203, § 971, 124 Stat. 1376, 1915 (2010) (codified as amended at 15 U.S.C. § 78n(a)(2) (Supp. IV 2010)).

Dois membros da SEC, Troy A. Paredes e Kathleen L. Casey, votaram contra a Norma 14a-11. Paredes argumentou, dentre outras coisas, que a Norma conflitava com a abordagem tradicional da lei societária estadual, e negou o poder do Estado de aumentar as exigências legais por meio da Norma 14a-11<sup>167</sup>. Casey, por sua vez, argumentou, dentre outras coisas, que a SEC não fez uma análise adequada dos custos de emissão dos documentos e que, no fim das contas, a norma era desnecessária<sup>168</sup>.

O debate sobre o acesso a procurações e o papel dos acionistas nesta batalha jurídica com os conselhos de administração de companhias de capital aberto nos Estados Unidos tem sido um tópico quente em debates sobre governança corporativa por um tempo considerável<sup>169</sup>. De fato, a Norma 14a-11 foi adotada após 70 anos de debate<sup>170</sup>. E a despeito de todos os esforços da Comissão durante esse período, no final das contas foi muito difícil elaborar um projeto de norma que fosse satisfatório (ou minimamente equilibrado) para todos os interessados envolvidos.

A SEC também realizou alterações à Norma 14a-8 – sobre a regra de oferta do acionista – a fim de facilitar que acionistas tivessem as procurações para incluir os candidatos de acionistas em seus materiais de procuração e informar adequadamente os acionistas a esse respeito. A Câmara de Comércio americana e a Business Roundtable, associação de diretores-presidentes das principais companhias americanas, não questionaram a Norma 14a-8 por meio de recurso contra a adoção da norma e a alteração entrou em vigor em setembro de 2011, ao contrário do

---

<sup>167</sup> Securities and Exchange Commission. *Speech by SEC Commissioner: Statement at Open Meeting to Adopt the Final Rule Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations (“Proxy Access”)*. 25 Ago. 2010. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510tap.htm>. 18 mar. 2013.

<sup>168</sup> Securities and Exchange Commission. *Speech by SEC Commissioner: Statement at Open Meeting to Adopt Amendments Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations*. August 25, 2010. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510klc.htm>. 18 mar. 2013.

<sup>169</sup> ROMANEK, Broc. *Doing the Math: How Many Proxy Access Comment Letters This Decade?* (Feb. 12, 2010, 7:50 AM). Disponível em: <http://www.thecorporatecounsel.net/Blog/2010/02/math-of-comment-letters.html> (informando que a SEC havia recebido quase 52.000 comentários sobre pedidos públicos de procuração até fevereiro de 2010, apesar de que algumas estavam duplicadas).

<sup>170</sup> “The SEC has been considering proxy access for almost seventy years. Indeed, the SEC first considered a rule that would have required issuers to include shareholder-nominated director candidates on the proxy statement in 1942.” FISCH, Jill E., 2012, p.440.



que ocorreu com a Norma 14a-11, que, veremos na seção 4 a seguir, foi alvo de ação judicial por parte dessas entidades e teve seus efeitos suspensos antes mesmo de entrar em vigor.

O debate referente ao acesso à procuração levantou duas posições diferentes: de um lado, acionistas ativos, tais como fundos de hedge; de outro, as companhias e seus conselhos de administração. Fundos de hedge querem ter a maior lucratividade possível, pois sua remuneração e sua capacidade de atrair novos investidores depende do retorno de seus investimentos. Assim, os fundos de hedge ativos procuram ter alguma influência na administração da companhia, a fim de aumentar o retorno dos acionistas.

De acordo com os fundos de hedge, as regras antigas impediam os acionistas de efetivamente nomear e eleger conselheiros, devido ao alto custo da competição por procurações. Além disso, considerando que o conselho de administração atua como representante dos acionistas, seria muito importante para os acionistas ter o direito de nomear seus representantes. Assim, os fundos de hedge ativos acreditam que o acesso às procurações facilitaria o acesso de investidores ativos ao conselho de administração e, portanto, a sociedade se beneficiaria de uma melhor administração e, conseqüentemente, de uma maior valorização.

Alguns estudos feitos sobre o assunto afirmam que um procedimento mais fácil para os acionistas substituírem os membros do conselho poderia contribuir para que os conselheiros fossem mais diligentes perante os acionistas e mais atentos aos interesses deles: eleições aumentariam o valor do acionista e a competição por procurações maximizaria a riqueza do acionista. Além disso, o aumento do isolamento dos administradores poderia levar à tomada de decisões administrativas sem substância.

Por outro lado, as companhias e seus conselhos de administração não querem perder poder para os acionistas. Na opinião deles, os conselhos incorreriam em despesas significativas para concorrer com os candidatos nomeados pelos acionistas e poderiam desperdiçar um tempo valioso que poderia estar sendo investido em questões mais importantes para os próprios acionistas. Ademais, não há dados suficientes disponíveis para se concluir que o aumento em potencial da eleição de conselheiros nomeados pelos acionistas irá resultar numa melhor performance do conselho de administração, da própria sociedade e do valor gerado para o acionista. No fim das contas, eles acreditam que as sociedades poderiam ser negativamente

afetadas caso os acionistas (fundos de pensão e sindicatos trabalhistas, por exemplo) usassem as novas regras para promover seus próprios interesses, às custas dos demais acionistas<sup>171</sup>.

#### 4. O Caso *Business Roundtable* de 2011

Em 22 de julho de 2010, o Tribunal de Apelação do Circuito do Distrito de Columbia dos Estados Unidos decidiu um caso envolvendo a Business Roundtable, associação dos CEOs das maiores companhias norte-americanas, e a Câmara de Comércio dos Estados Unidos da América (ambas possuem ações comercializadas na bolsa), como autores, e a SEC, como ré<sup>172</sup>.

Esse caso, que discutiu a validade da Norma 14a-11 acima mencionada, reflete a limitação à atuação dos acionistas nos EUA e por isto a sua análise mostra-se importante para este trabalho.

Os autores pediram a revisão da Norma 14a-11 sob o argumento de que a SEC violou a Lei de Procedimentos Administrativos, 5 U.S.C. § 551 et seq. De acordo com eles, a SEC não considerou as consequências da Norma 14a-11 “sobre a eficiência, competição e formação de capital,”<sup>173</sup> conforme requerido pela Lei de Valores Mobiliários (*Exchange Act*) e pela Lei de Sociedades de Investimentos de 1940 (*Investment Company Act*).

---

<sup>171</sup> VERRET, J. W. Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware Future Reviewing Company Defenses in the Era of Dodd-Frank (August 8, 2010). George Mason Law & Economics Research Paper No. 10-37, p. 3. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1655482> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1655482>. Acesso em 22 jul. 2013.

<sup>172</sup> Steven A. Engel, Ruth S. Epstein, e G. Eric Brunstad, Jr. representaram a Investment Company Institute and Independent Directors Council como *amicus curiae* em favor dos autores da ação. Shannon E. German representou o Estado de Delaware como *amicus curiae* em favor dos autores da ação. Randall W. Quinn, Diretor-Jurídico Assistente da Securities and Exchange Commission, apresentou o caso para a ré. Estavam em seu favor David M. Becker, Diretor-Jurídico, Jacob H. Stillman, Procurador, Michael A. Conley, Vice-Procurador, Michael L. Post, Advogado Contencioso Sênior, e Tracey A. Hardin, Advogado Sênior. Reuben A. Guttman representou os professores de direito como *amicus curiae* em favor da ré. Jeffrey A. Lamken, Christopher J. Wright, Timothy J. Simeone, Peter Mixon, e Robert M. McKenna, Procuradores-gerais do Estado de Washington representaram o Council of Institutional Investors como *amicus curiae*.

<sup>173</sup> Bus. Roundtable v. S.E.C., 647 F.3d 1144, 1146 (D.C. Cir. 2011).

Por um lado, os autores argumentaram que a SEC falhou ao determinar as consequências econômicas da norma, tendo em vista a SEC não quantificou os custos das companhias para combater os candidatos dos acionistas, não analisou o impacto que os fundos de pensão e os sindicatos trabalhistas podem ter ao usar a norma para seus próprios benefícios e não analisou de forma precisa a frequência com que os acionistas poderiam usar a norma<sup>174</sup>. Por fim, os autores arguíram que a SEC deixou de apresentar prova empírica suficiente para suportar o argumento de que a norma iria melhorar a performance do conselho de administração e criar mais valor para o acionista<sup>175</sup>.

Por outro lado, a SEC argumentou que a adoção da norma levaria à redução de custos para os acionistas e tinha potencial para melhorar a performance do conselho de administração e maximizar a riqueza do acionista<sup>176</sup>. A SEC reconheceu que os efeitos da norma poderiam ser prejudiciais caso os acionistas pudessem usá-la em benefício próprio, mas destacou que esse custo potencial poderia ser limitado devido aos requisitos de titularidade e duração impostos pela norma<sup>177</sup>.

O Tribunal de Apelação decidiu que a SEC deixou de avaliar apropriadamente os efeitos econômicos da norma e suspendeu os seus efeitos, porque a SEC (1) deixou de quantificar adequadamente certos custos ou de explicar porque tais custos não puderam ser quantificados; (2) negligenciou sua obrigação de prover uma análise econômica para a adoção da norma; (3) não analisou as consequências do mau uso da norma por acionistas que representam interesses singulares, como os fundos de pensão e os sindicatos trabalhistas; e (4) ignorou ou discutiu de forma inconsistente o impacto da norma na frequência das competições eleitorais<sup>178</sup>. Portanto, a Norma 14a-11 teve seus efeitos suspensos antes mesmo de entrar em vigor, pois a SEC já havia concordado em adiar a vigência da norma para aguardar a decisão judicial.

---

<sup>174</sup> Ibid., p. 1149.

<sup>175</sup> Ibid., p. 1150.

<sup>176</sup> Ibid., p. 1149.

<sup>177</sup> Ibid., p. 1151-1152.

<sup>178</sup> Ibid. p. 1156.

Essa decisão levantou dois pontos muito importantes, o primeiro relacionado ao procedimento de criação de normas da SEC, e o segundo relativo ao fortalecimento do poder dos acionistas, autorizado pela Lei Dodd-Frank. Acredito que o Tribunal cometeu um erro. Ao que me parece, e alguns doutrinadores concordam, o Tribunal estava cético sobre a regra de acesso às procurações e ao papel da SEC como formador de políticas públicas em geral. Não entendo que os autores apresentaram argumentos fortes e me parece que essa decisão foi mais política do que jurídica.

Em primeiro lugar, os autores argumentaram que a sociedade teria que arcar com altos custos para combater os candidatos dos acionistas. No entanto, de acordo com as normas atuais, os acionistas têm que arcar com altos custos para se opor aos candidatos nomeados pelo conselho, e tais oposições não ocorrem com frequência. Não está claro porque, no primeiro caso, os altos custos são um problema, mas no segundo caso não são. Mais importante, um conselheiro nomeado por um acionista não é necessariamente ruim, portanto a sociedade não teria necessariamente que incorrer em altos custos para defender-se e combater tal candidato. Essa presunção pode estar totalmente equivocada, considerando que os custos vão depender se a sociedade vai se opor aos candidatos dos acionistas, ou ainda se vai se opor com muito engajamento.

Além disso, o Tribunal deixou de analisar de forma adequada os documentos que lhe foram disponibilizados. O Tribunal menciona um estudo “persuasivo”, conduzido por Elaine Buckberg, Vice Presidente Sênior da NERA Economic Consulting, e Jonathan Macey, Professor na Faculdade de Direito de Yale<sup>179</sup>, e afirma que um comentarista “submeteu um estudo empírico demonstrando que ‘quando conselheiros dissidentes vencem uma disputa por um assento no Conselho, as sociedades têm desempenho abaixo da média de seus concorrentes entre 19% e 40%, pelos dois anos seguintes à disputa por procurações’”<sup>180</sup>. Contudo, o estudo não conduziu diretamente nenhuma pesquisa; de fato, ele apenas menciona pesquisas conduzidas

---

<sup>179</sup> BUCKBERG, Elaine; NERA Econ. Consulting, & Macey, Jonathan; Yale Law School. Report on Effects of Proposed SEC Rule 14a-11 on Efficiency, Competitiveness and Capital Formation. 9 (2009). Disponível em: [www.nera.com/upload/Buckberg\\_Macey\\_Report\\_FINAL.pdf](http://www.nera.com/upload/Buckberg_Macey_Report_FINAL.pdf). Acesso em 22 jul. 2013.

<sup>180</sup> Bus. Roundtable, p. 1151.

entre 1968 e 1987<sup>181</sup>, 1962 e 1978<sup>182</sup>, e 1977 e 1988<sup>183</sup> para dar suporte aos seus argumentos. Portanto, essas pesquisas antigas podem não refletir precisamente a realidade atual, considerando que não há evidências de que os mesmos resultados foram observados atualmente.

O valor de estudos antigos é extremamente importante para o entendimento do cenário atual. No entanto, ao contrário do que afirmaram o Tribunal de Apelação e os renomados juristas acima mencionados, estudos conduzidos antes da crise financeira, literalmente considerados, devem ser aplicados com cuidado e atenção. Eles podem ser usados como base para argumentação, mas não como solução, pois falta base de comparação dos fatos passados com a realidade atual. A crise financeira de 2008, a maior desde a grande depressão de 1929, com perdas totais no valor de US\$15 trilhões, é um divisor de águas e, portanto, a realidade enfrentada atualmente por acionistas e sociedades não se enquadra no cenário dos anos 60, 70 e 80, conforme apontados pelos pesquisadores<sup>184</sup>.

Em conclusão, acredito que a decisão deixou de analisar os potenciais efeitos positivos para todos os acionistas que não se sentem representados no conselho de administração e como a norma poderia ter excelente impacto, no longo prazo, na participação dos acionistas e na maximização de suas riquezas. Os acionistas teriam o poder de minimizar as incertezas sobre se os conselheiros estão desempenhando suas tarefas de acordo com os interesses dos acionistas. Mais, haveria incentivos para que o comportamento dos conselheiros fosse voltado para os interesses dos acionistas<sup>185</sup>. À primeira vista, poderia ser argumentado que os acionistas com

---

<sup>181</sup> IKENBERRY, David and LAKONISHOK, Josef. Corporate Governance through the Proxy Contest. Evidence and Implications. *Journal of Business*, Vol. 66, No. 3, 1993, p. 420.

<sup>182</sup> BORSTADT, Lisa; ZWIRLEIN; Thomas. The Efficient Monitoring Role of Proxy Contests: An Empirical Analysis of Post-Contest Control Changes and Firm Performance. *Financial Management*, Autumn 1992, p. 28.

<sup>183</sup> FLEMING, Michael. New Evidence on the Effectiveness of the Proxy Mechanism. Federal Reserve Bank of New York Research Paper No. 9503, March 1995, p. 17 and Table 1.

<sup>184</sup> YOON, Al. Wall Street Journal. Total Global Losses From Financial Crisis: \$15 Trillion. October 1, 2012. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/economics/2012/10/01/total-global-losses-from-financial-crisis-15-trillion/>. Acesso em 15 mar. 2013.

<sup>185</sup> BEBCHUK, Lucian A. and Hirst, Scott. Private Ordering and the Proxy Access Debate (November 1, 2009). *The Business Lawyer*, Vol. 65, No. 2, pp. 329–360, February 2010. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 653. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1513408>. Acesso em 22 mar. 2013.

mais poder se beneficiariam mais da regra e poderiam atrapalhar a gestão da sociedade. No entanto, a norma foi feita para aumentar os direitos apenas dos acionistas com uma grande participação na sociedade, à procura de investimento de longo prazo, que manteve pelo menos 3% do capital votante por pelo menos 3 anos. Além disso, a norma não seria aplicável caso o acionista tivesse a intenção de realizar uma mudança no controle da sociedade. Ou seja, esses requisitos foram elaborados para equilibrar interesses conflitantes e assegurar a maior proteção do investidor<sup>186</sup>.

### 5. Super Ações: A Estrutura de Duas Classes de Ações

Outro tópico que vem sendo bastante discutido no mercado de capitais norte-americano e que tende a modificar o cenário do controle acionário é a utilização de super ações na estrutura societária das companhias norte-americanas. Na verdade, isso não é exatamente uma novidade. Companhias antigas como New York Times, Washington Post e Dow Jones já se utilizaram deste artifício há mais tempo, principalmente com o objetivo de isolar o seu conteúdo editorial de pressões do mercado. Como se não bastasse, a Berkshire Hattaway, companhia fundada pelo bilionário Warren Buffett, também fez uso dessa estrutura societária.

De acordo com essa estrutura, a sociedade emite duas classes diferentes de ações. Uma classe adota fielmente o princípio da “uma ação, um voto.” A outra classe agrega vários votos, normalmente 10, mas às vezes até 70, por ação. Por esta estrutura, as companhias mantêm o controle com seus fundadores e alegam poder se concentrar nas suas estratégias de longo prazo sem interferência das pressões do mercado<sup>187</sup>. Os dois mecanismos mais comuns utilizados pelos fundadores para controlar a maioria do poder de voto sem ter a maioria das ações são criar ações com super poder de voto e com direitos exclusivos de eleger conselheiros<sup>188</sup>. O direito exclusivo

---

<sup>186</sup> SEC in Facilitating Nominations, p. 72.

<sup>187</sup> Investor Responsibility Research Center (IRRC) Institute. Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review, p. 3. Disponível em: <http://irrcinstitute.org/pdf/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report.pdf>. Acesso em 22 jul. 2013.

<sup>188</sup> Idem.

de eleger conselheiros significa uma classe especial de ações que confere aos seus titulares o poder de eleger um número fixo ou um determinado percentual de membros do conselho<sup>189</sup>.

Em 2004, ao anunciar seu IPO, o Google adotou uma estrutura societária calcada em duas classes distintas de ações<sup>190</sup>. A classe A de ações que estava sendo oferecida ao mercado investidor teria um voto por ação e a classe B de ações, detida pelos então acionistas da companhia, teria 10 votos por ação. Segundo o comunicado dos fundadores, o principal objetivo da estrutura era manter o controle da companhia nas mãos deles próprios, os inovadores Larry Page e Sergey Brin<sup>191</sup>. Além disso, facilitaria a busca por estratégias de longo prazo, deixando pouco espaço para os investidores influenciarem a estratégia da companhia por meio do exercício do voto. Desse modo, após o IPO, os fundadores deteriam 37,6% das ações e a administração da companhia, conjuntamente considerada, deteria 61,4% das ações.

---

<sup>189</sup> Ibid., p. 4.

<sup>190</sup> GOOGLE. Carta dos fundadores para o IPO – Manual dos fundadores para os acionistas do Google (An Owner's Manual" for Google's Shareholders): “We are creating a corporate structure that is designed for stability over long time horizons. . . . In the transition to public ownership, we have set up a corporate structure that will make it harder for outside parties to take over or influence Google. This structure will also make it easier for our management team to follow the long term, innovative approach emphasized earlier. This structure, called a dual class voting structure, is described elsewhere in this prospectus. The Class A common stock we are offering has one vote per share, while the Class B common stock held by many current shareholders has 10 votes per share. The main effect of this structure is likely to leave our team, especially Sergey and me, with increasingly significant control over the company's decisions and fate, as Google shares change hands. After the IPO, Sergey, Eric and I will control 37.6% of the voting power of Google, and the executive management team and directors as a group will control 61.4% of the voting power. New investors will fully share in Google's long term economic future but will have little ability to influence its strategic decisions through their voting rights.” Disponível em: <http://investor.google.com/corporate/2004/ipo-founders-letter.html>. Acesso em 12 nov. 2013.

<sup>191</sup> GOOGLE. Carta dos fundadores 2004 (Founder's letter 2004). “In the transition to public ownership, we have set up a corporate structure that will make it harder for outside parties to take over or influence Google. This structure will also make it easier for our management team to follow the long term, innovative approach emphasized earlier. This structure, called a dual class voting structure, is described elsewhere in this prospectus. The Class A common stock we are offering has one vote per share, while the Class B common stock held by many current shareholders has 10 votes per share. The main effect of this structure is likely to leave our team, especially Sergey and me, with increasingly significant control over the company's decisions and fate, as Google shares change hands. After the IPO, Sergey, Eric and I will control 37.6% of the voting power of Google, and the executive management team and directors as a group will control 61.4% of the voting power. New investors will fully share in Googlé's long term economic future but will have little ability to influence its strategic decisions through their voting rights.” Disponível em: <http://investor.google.com/corporate/2004/ipo-founders-letter.html>. Acesso em 12 nov. 2013.

À época, tal estrutura ainda era rara nas empresas de tecnologia, mas este cenário não demorou a mudar e a estrutura acabou se tornando de fato mais usual do que se parece. De acordo com o Wall Street Journal, em 2011, 20 companhias foram ao mercado com duas classes de ações comuns e outros mecanismos estruturais que permitiam aos acionistas controladores reter o controle com um investimento inferior ao equivalente<sup>192</sup>.

De fato, demais empresas de tecnologia, que lançaram suas ações no mercado após 2004, não demoraram a perceber as vantagens de se manter o controle nas mãos de seus fundadores. Afinal, se o mercado havia comprado a ideia quando do IPO do Google, porque haveria de ser diferente com as outras empresas de tecnologia do momento? Deste modo, Zynga, Facebook e LinkedIn acabaram também por adotar estruturas semelhantes.

Em 2012, o próprio Google reforçou a crença na estrutura anteriormente criada, ao anunciar a criação de uma classe C de ações não votantes<sup>193</sup>, com os mesmos direitos (ou a falta de) das ações classe A acima mencionadas, de forma a captar recursos do mercado investidor sem, mais uma vez, abrir mão do controle da companhia pelos seus fundadores.

O Facebook, ao realizar seu problemático IPO em 2012<sup>194</sup>, também propôs uma estrutura de duas classes de ações. A classe A de ações, que estava sendo oferecida ao mercado investidor, teria um voto por ação e a classe B de ações, detidas pelos então acionistas e empregados da companhia, teria 10 votos por ação. No caso específico do Facebook, o fundador Mark Zuckerberg se valeu ainda de acordos de voto com outros acionistas detentores de ações classe B, de forma a adicionar 30,6% ações da classe B aos seus próprios 28,4%. Ademais, a alienação

---

<sup>192</sup> CHASAN, Emily. Wall Street Journal. Facebook to Join Ranks of Dual-Class Listings. 08 de Fevereiro de 2012. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/cfo/2012/02/08/the-big-number-20/>. Acesso em 12 nov. 2013.

<sup>193</sup> DAVIDOFF, Steven M. New York Times. Dealbook. Deal Professor. New Share Class Gives Google Founders Tighter Control. 13 Abr. 2012. Disponível em: [http://dealbook.nytimes.com/2012/04/13/new-share-class-gives-google-founders-tighter-control/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2012/04/13/new-share-class-gives-google-founders-tighter-control/?_r=0). Acesso em 15 mar. 2013.

<sup>194</sup> PEPITONE, Juliane. CNN Money. Facebook IPO: What the %\$#! happened?. 23 Maio 2013. Disponível em: <http://money.cnn.com/2012/05/23/technology/facebook-ipo-what-went-wrong/>. Acesso em 15 mar. 2013.



da companhia dependeria de sua aprovação e ele poderia remover e substituir os diretores a qualquer tempo<sup>195</sup>.

A utilização da estrutura societária de duas classes de ações pelas companhias acima citadas evidencia a flexibilidade das formas da propriedade acionária, mesmo em um mercado desenvolvido e reflete a fluidez da estrutura de controle das companhias. Mais do que representar uma estratégia utilizada por companhias de setores específicos (antes, jornalismo, agora, tecnologia), a estrutura mostra que, em alguns casos, mesmo nos Estados Unidos, país no qual o conceito de dispersão acionária é parte integrante do mercado de valores mobiliários, companhias e investidores vem apostando em um cenário com controlador majoritário visando o longo prazo<sup>196</sup>.

---

<sup>195</sup> FACEBOOK. Prospecto do IPO. Emitido em conformidade com a Regra 424(b)(4): “The dual class structure of our common stock and the voting agreements among certain stockholders have the effect of concentrating voting control with our CEO, and also with employees and directors and their affiliates; this will limit or preclude your ability to influence corporate matters. Our Class B common stock has ten votes per share, and our Class A common stock, which is the stock we are offering in our initial public offering, has one vote per share. Stockholders who hold shares of Class B common stock, including our executive officers, employees, and directors and their affiliates, will together hold approximately 96.0% of the voting power of our outstanding capital stock following our initial public offering. Because of the ten-to-one voting ratio between our Class B and Class A common stock, the holders of our Class B common stock collectively will continue to control a majority of the combined voting power of our common stock and therefore be able to control all matters submitted to our stockholders for approval so long as the shares of Class B common stock represent at least 9.1% of all outstanding shares of our Class A and Class B common stock. This concentrated control will limit or preclude your ability to influence corporate matters for the foreseeable future.” Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512240111/d287954d424b4.htm>.

<sup>196</sup> No que tange aos acionistas que visam ao longo prazo, recentemente a Comissão Européia propôs a ampliação dos direitos de voto das ações de propriedade de acionistas de longo prazo. “Um estudo publicado pela consultoria Institutional Shareholder Services (ISS) no ano passado procurou verificar o impacto da oferta de ações com direitos distintos na precificação dos papéis, a partir do desempenho das integrantes do índice S&P 1500. Chegou à conclusão de que empresas que possuem controlador, mas têm apenas um tipo de ação, se saem muito melhor no longo prazo do que aquelas com controlador e o capital dividido entre papéis de classes diferentes. Enquanto, num prazo de dez anos, o primeiro grupo atingiu um retorno anual de aproximadamente 14%, o segundo obteve metade disso. Há outros levantamentos que indicam exatamente o oposto. Três pesquisadores, um deles funcionário da Securities and Exchange Commission (SEC), regulador do mercado de capitais americano, publicaram um estudo sobre o assunto em 2012. Eles analisaram 142 companhias que mudaram suas estruturas de capital de “uma ação, um voto” para modelos com papéis de diferentes pesos. Concluíram que, quando os acionistas dominantes adquirem a chance de vender ações no mercado sem perder o controle, suas empresas registram um aumento nos investimentos, se desfazem de operações não essenciais e acabam obtendo performance superior.” Disponível em: [http://www.capitalaberto.com.br/ler\\_artigo.php?pag=2&sec=74&i=5477](http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=74&i=5477).

## Parte 3 – O CONTROLE MINORITÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO

### Capítulo 1: EXERCÍCIO DO CONTROLE MINORITÁRIO

#### 1. Disciplina do Controle Minoritário

Vimos na Parte 1 deste trabalho que o controle minoritário é o controle de fato da companhia, exercido por acionista ou grupo de acionistas não detentor da maioria de seu capital votante, em face a acionistas pulverizados em um cenário de dispersão acionária<sup>197</sup>.

O controle minoritário existe em mercados que apresentam determinado grau de dispersão acionária, mas que ainda não atingiram o seu último nível de pulverização, hipótese em que estaria caracterizada a completa separação entre a condição de acionista e o controle da companhia, dando-se lugar ao controle gerencial.

A respeito da eficiência de um possível controle minoritário, lecionam Comparato e Calixto Salomão Filho:

A rigor, um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário. Mas a lei brasileira estabelece uma distinção importante, ao impor,

---

<sup>197</sup> “O controle minoritário (*working control*), por sua vez, designa aquele fundado na titularidade de um número de ações inferior à metade do capital social votante da companhia, que se exerce em razão de uma situação de dispersão acionária. A rigor, observa-se o controle minoritário diante de uma situação de dispersão acionária na qual nenhum acionista ou grupo organizado detenha, individualmente, mais da metade das ações votantes emitidas pela companhia, permitindo a formação de maiorias eventuais nas assembleias gerais. No caso, imporá sua vontade à assembleia geral o acionista ou grupo de acionistas que, dentre os presentes, possuir o maior número de ações votantes da companhia. É certo que, na generalidade dos casos de dispersão acionária, um acionista ou grupo de acionistas que possua participação relevante no capital votante da companhia e tenha interesse na sua gestão comparecerá às assembleias gerais e exercerá o controle como se fosse majoritário. De qualquer forma, nessa situação o controle será naturalmente mais instável e, conseqüentemente, menos hegemônico que na hipótese de controle majoritário.” CAVALI, Rodrigo Costenaro. A função da empresa no direito societário. 2006. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, p. 50-51.

para a aprovação de certas deliberações, o concurso do voto de metade, no mínimo, do capital com direito a voto.<sup>198</sup>

Conforme Nelson Eizirik<sup>199</sup>, tem-se que o controle minoritário pode surgir tanto pela dispersão, quando há acionista ou grupo de acionistas que exerça efetivamente o poder de controle com menos de 50% do capital votante, ou também pela ausência de participação do acionista majoritário. Como resultado, um controlador minoritário pode, em certas situações, atender aos requisitos do artigo 116.

Eduardo Goulart Pimenta<sup>200</sup> leciona no mesmo sentido:

É possível que mesmo desprovida de maior parcela do poder político a minoria societária consiga impor unilateral e exclusivamente sua vontade aos atos da sociedade, tornando-se, de fato, o controlador do empreendimento.

Há duas principais circunstâncias nas quais se verifica o controle minoritário:

a) quando o sócio majoritário não exerce seu poder de controle (seu controle em potência, decorrente de sua ascendência sobre o capital social) deixando margem para que outros o façam;

b) quando o capital da sociedade está de tal forma pulverizado entre inúmeros sócios que não há uma única pessoa ou grupo de pessoas unidas por acordo capaz de totalizar mais de 50% do capital votante.

Neste caso, ou o quórum deliberativo da sociedade é (devido à já mencionada pulverização) pequeno o suficiente para admitir que uma matéria seja aprovada por sócios que detenham menos da metade das ações votantes, ou há o emprego, pela minoria societária, de procurações.

Ou seja, é possível, apesar de improvável, que o acionista minoritário exerça o controle da companhia em face de um acionista majoritário passivo ou absenteísta<sup>201</sup>; bem como é

---

<sup>198</sup> COMPARATO e SALOMÃO FILHO, 2005, p. 67.

<sup>199</sup> EIZIRIK, Nelson, 2010, p. 4

<sup>200</sup> PIMENTA, Eduardo Goulart. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 88-89.

<sup>201</sup> Comparato e Salomão Filho, por sua vez, parecem discordar desse entendimento, pois consideram que o acionista majoritário tem status de controlador independentemente do exercício efetivo de seu poder: “Apesar de o primeiro requisito [detenção da maioria de votos em assembleia] aparentemente indicar no sentido da exigência de controle majoritário, o segundo [uso efetivo do poder] claramente é aplicável só a casos de controle minoritário. Em caso de controle majoritário, é irrelevante o uso efetivo do poder: o acionista terá status de controlador e as responsabilidades dele decorrentes, seja por ação ou omissão.” (COMPARATO; SALOMAO FILHO, 2005, p. 69).

possível, e mais provável, que, num cenário de dispersão, um acionista minoritário exerça o controle frente aos demais acionistas pulverizados.

Assim, da forma como a Lei de S.A. foi construída, mesmo que um acionista detenha ações que lhe garantam a maioria de votos na assembleia, se ele não utilizá-las para efetivo poder de dominação, ele poderá não ser considerado controlador.

Rodrigo Monteiro de Castro leciona acerca do controle minoritário ressaltando que, neste caso, o acionista ativo, ainda que minoritário, que exceder aos demais acionistas ativos, terá o controle da companhia:

Havendo acionista – ou grupo de acionistas – ativo, e se os direitos de sócios por ele detidos forem numericamente superiores aos de qualquer outro acionista, ou mesmo de grupo de acionistas signatário de acordo de voto (independente do número de ações que detiver e, também, independentemente do número de ações que exceder as dos demais acionistas ativos, mesmo que este número seja 1), o controle, em princípio, se caracteriza por ser minoritário, caso em que o centro do poder empresarial desloca-se, de fato, da administração para o acionista (que atuará, direta ou indiretamente), e com ele persistirá até que outro acionista – ou grupo de acionistas – supere-o em quantidade de ações e use efetivamente seu poder para dirigir a empresa.<sup>202</sup>

Castro divide o controle minoritário em simples ou conjunto, diferenciando-os em virtude da pluralidade de pessoas<sup>203</sup>. Segundo o autor, o controle minoritário conjunto é exercido por pelo menos duas pessoas, que congregam seus interesses em acordo de voto. Todavia, pode o acordo ser ou não arquivado na sede da companhia. Nesta última hipótese não teria a proteção concedida pelo artigo 118 da Lei de S.A., mas evitaria a publicidade do instrumento que poderia “provocar [a] reação dos demais acionistas, até então ‘dormentes’, o que afetaria a relação de poder na companhia.” Continua o autor:

A efetividade do controle minoritário conjunto, em qualquer uma dessas situações, depende do nível de dispersão acionária e da convergência de interesses. Quanto maior a dispersão, menor a necessidade de acúmulo de ações para exercício de controle; e quanto maior a convergência de interesses, de

---

<sup>202</sup> CASTRO, R. R. M. de, 2010, p. 73, p.125.

<sup>203</sup> Ibid., p. 96.

modo a não provocar fissuras na relação, mais fácil de se dominar o processo de decisões societárias (exceto as que exijam quórum qualificado).<sup>204</sup>

Uma das principais questões referentes ao controle minoritário é atinente ao seu enquadramento na definição de acionista controlador, conforme artigo 116 da Lei de S.A. Segundo os críticos, Modesto Carvalhosa entre eles, o controle minoritário não se enquadraria na definição de acionista controlador tendo em vista o caráter intermitente do exercício do controle minoritário. Segundo o autor:

O vocábulo “permanente”, constante da redação do artigo 116 da Lei n. 6.404/76, faz referência à existência de um acionista ou um grupo de acionistas que não pode ser destituído (por parte de qualquer outro acionista ou grupo de acionistas) do seu direito de eleger a maioria dos administradores e que, diante disso, exerce efetivamente o seu poder de controle da sociedade.

Com efeito, o atributo da permanência do controlador reveste a administração por ele eleita do atributo da estabilidade.

Contudo, o atributo de permanência do controle desaparecerá quando houver dispersão acionária, ou seja, quando não houver mais a figura do acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto com percentual de ações votantes igual ou superior a 50% mais uma, que lhes assegure em caráter permanente a maioria de votos nas deliberações da assembleia geral.<sup>205</sup>

Em sentido contrário trata Eduardo Munhoz:

É preciso mencionar que a expressão “de modo permanente” (...) gera a ilusão de que o controle é um fenômeno estático, imutável, não sujeito a constantes disputas na vida societária, quando se demonstrou anteriormente que se trata justamente do contrário. Não há dúvida de que o reconhecimento do poder de controle não pode depender de fatos fortuitos, incertos, ou de situações conjunturais, mas a melhor forma de incluir esse requisito na definição geral do fenômeno, certamente, não é empregar a expressão “permanente”, ligada à ideia de imutabilidade no tempo.<sup>206</sup>

---

<sup>204</sup> Ibid., p. 97.

<sup>205</sup> CARVALHOSA, Modesto. A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador. Apresentação no Congresso do Instituto Nacional de Recuperação Empresarial. Disponível em: [www.inre.com.br/congresso/posevento/apresentacoes/modesto-carvalhosa.ppt](http://www.inre.com.br/congresso/posevento/apresentacoes/modesto-carvalhosa.ppt).

<sup>206</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi, Empresa Contemporânea e Direito Societário, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, p. 249, In OIOLI, Erik F., 2013, p. 59.

Nesse tocante, torna-se imprescindível a análise do Processo Administrativo RJ2009/1956, julgado pelo Colegiado da CVM em 15 de julho de 2009<sup>207</sup>, situação na qual a CVM se pronunciou de forma mais detalhada sobre o controle minoritário. O processo discutiu eventual transferência do controle indireto da Tim Participações S.A., companhia aberta com sede no Brasil, em virtude da transferência do controle de fato da Telecom Italia pela Olimpia para a Telco S.p.A. Por consequência, na hipótese de restar caracterizada a transferência do controle indireto da Tim Participações S.A., seria discutida a obrigatoriedade de realização de oferta pública de ações, conforme disposto no artigo 254-A da Lei de S.A.<sup>208</sup>.

Para facilitar a visualização da discussão, apresentamos abaixo a estrutura societária da operação discutida:

---

<sup>207</sup> Nesta data, o Colegiado se manifestou a respeito do recurso apresentado pela Telco S.p.A., sociedade italiana, contra decisão do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários, nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/14344. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-026ED15072009.htm>

<sup>208</sup> “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

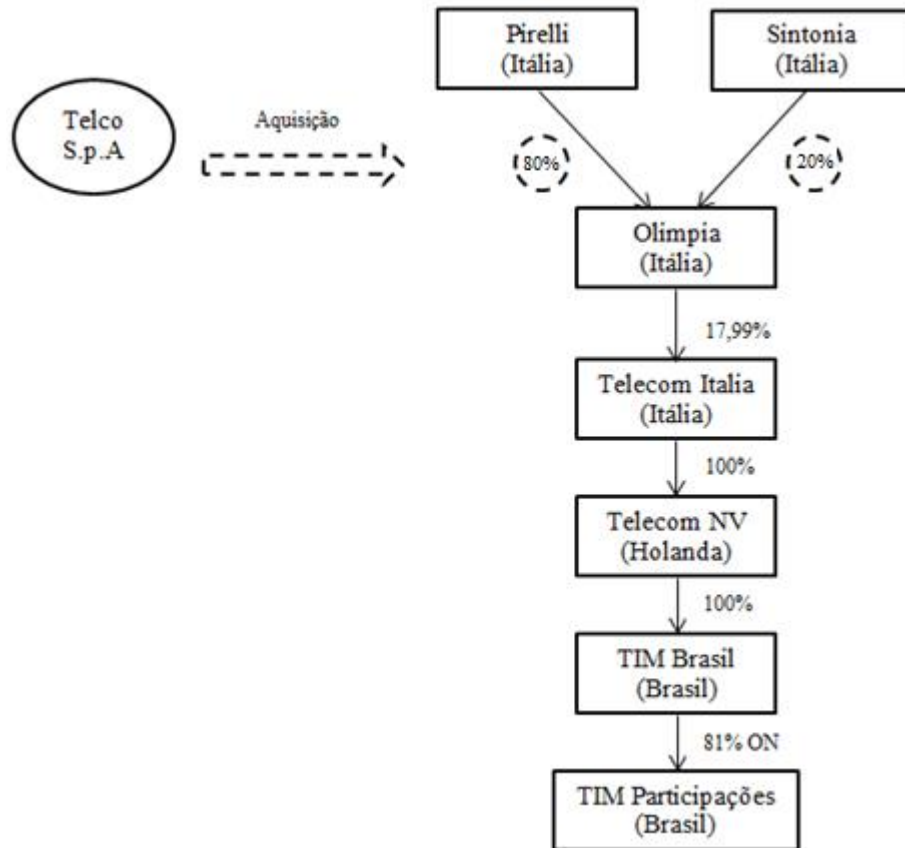
§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.”

**Figura 4:** Estrutura societária da operação discutida no âmbito do Processo Administrativo RJ2009/1956



Nos autos deste processo foram discutidas questões que não se fazem presentes nesta dissertação, tal como a questão da lei aplicável para a definição de controle, se a lei brasileira ou italiana, e que, portanto, não serão aqui tratadas. Todavia, esta foi a primeira, e, até então, a manifestação mais contundente da Comissão de Valores Mobiliários a respeito do controle minoritário<sup>209</sup>.

Nos autos do processo, o Diretor-relator, Eliseu Martins, defendeu que a Lei de S.A., em seu artigo 116, não se referiu apenas ao controle majoritário:

A lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à “maioria absoluta” do capital votante da companhia, e não à “maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral”. Nesse sentido, Fábio Konder Comparato, ao analisar o art. 116, menciona que “a

<sup>209</sup> Nos autos dos processos CVM RJ 2005-4069 e 2007-7230, a CVM havia se pronunciado no sentido de que o artigo 254-A se aplicaria somente a alienações de controle majoritário.

fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante”.<sup>210</sup>

Ademais, defendeu o Diretor-relator que a expressão “de modo permanente”, constante do artigo 116 da Lei de S.A., é passível de ser aplicada para abarcar o controle minoritário:

É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas assembleias. Mas essa visão extrema não me parece a melhor interpretação do art. 116 e visivelmente esse também não é o entendimento do Prof. Comparato, já que ele admite que o art. 116 engloba o controle minoritário.

Nos casos de alta dispersão acionária e forte absentéismo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das ações representativas do capital votante da companhia consiga fazer valer sua vontade nas assembleias gerais. Nesse sentido, dadas as circunstâncias do caso concreto e analisando-se o histórico das assembleias da companhia, há forte probabilidade de que o acionista faça valer sua vontade.

Maria Helena Santana, então presidente da CVM, defendeu a aplicação da lei italiana para a verificação da hipótese de alienação de controle na operação em discussão<sup>211</sup>. Por esta razão, seja pela lei italiana a respeito das ofertas públicas de ações ou pela existência do controle de fato disposto na lei italiana, não haveria que se discutir a aplicação da lei brasileira a tal hipótese. De todo modo, influenciada pelos argumentos expostos pelo Diretor-relator, Maria Helena entendeu por bem “abordar brevemente o assunto” do controle de fato ou minoritário, nos termos abaixo:

3.5 A discussão sobre permanência da situação de controle e que critérios seriam capazes de a caracterizar, embora tenha sido muito bem feita pelo Diretor Eliseu Martins em seu voto, e eu concorde com suas conclusões naquele aspecto, é muito sujeita às visões dos que decidirão cada caso e não seria, em minha visão, positiva para o ambiente de negócios no Brasil. O conceito de controle de fato, sujeito em cada caso ao grau de dispersão do capital da sociedade e ao absentéismo dos demais acionistas, é bastante útil para a apuração de responsabilidades em episódios específicos, mas pode trazer insegurança se for utilizado para avaliar a incidência ou não da obrigação de realização de OPA por alienação de controle.

---

<sup>210</sup> Processo Administrativo RJ 2009-1956 (Reg. 6360-2009). Voto do Diretor-relator. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-1.HTM>.

<sup>211</sup> Processo Administrativo RJ 2009-1956 (Reg. 6360-2009). Declaração de Voto da Presidente Maria Helena Santana. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-1.HTM>.



Neste sentido, Maria Helena sugere que seria “conveniente” estabelecer na legislação societária brasileira o percentual de 30% como caracterizador da existência de controle minoritário:

3.6 Em suma, entendo que se hoje existem companhias no Brasil em que não há dúvida de que o controle é exercido por determinados acionistas minoritários - seja porque detêm participações extremamente relevantes e têm prevalecido em assembleias ao longo do tempo, por estarem vinculados por acordos de voto ou pela participação mais evidente na própria gestão da companhia -, há outras situações em que essa caracterização seria muito difícil de obter tão claramente, e em que seria de extrema valia a existência de critérios conhecidos e públicos para essa análise.

3.7 Entendo, por isso, que é fundamental o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos. E para que se possa evitar a excessiva subjetividade de análises puramente casuísticas, sou de opinião que o mais conveniente seria a adoção do percentual de 30% do capital votante, presumindo-o como representativo do controle minoritário de sociedades em que não haja outro acionista detentor de um bloco de ações maior que esse. Mas a discussão sobre qual seria a melhor baliza ainda deve ser muito aprofundada, bem como a avaliação sobre que mecanismos haveria, à disposição da CVM, para adotar essas definições.

Por sua vez, o diretor Otávio Yazbek<sup>212</sup> entendeu, na mesma linha do Diretor-relator, que a Lei de S.A. adotou um conceito amplo de acionista controlador a fim de abarcar, além dos controles totalitário e majoritário, também o controlador minoritário:

Com efeito, ao definir acionista controlador como a pessoa ou grupo de pessoas que “é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” (alínea ‘a’) e que “usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (alínea ‘b’), o art. 116 da lei acionária dá uma definição eminentemente instrumental, destinada a (i) definir um conteúdo mínimo de obrigações para tal pessoa ou grupo de pessoas (o que se faz, em especial, no parágrafo único do mesmo artigo) e (ii) estabelecer um conjunto de responsabilidades para estes (em especial no art. 117). (...) Em suma, ao definir acionista controlador, o art. 116 da Lei das S.A. criou, fundamentalmente, um centro de imputação de direitos e deveres, permitindo a responsabilização daquele que abusa de sua posição dominante. Para fazê-lo com maior eficiência – e como desde sempre vem reconhecendo a doutrina – a lei adotou uma definição suficientemente ampla de acionista controlador, a fim de abranger não apenas os controles totalitário e majoritário, mas também o controle minoritário.

<sup>212</sup> Processo Administrativo RJ 2009-1956 (Reg. 6360-2009). Declaração de Voto. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-2.HTM>. Acesso em 20/11/2013.

Neste ponto, é relevante ressaltar a diferenciação realizada por Nelson Eizirik a respeito do controle minoritário, defendendo que nesses cenários não há na companhia um bloco de controle para fins de aplicação do artigo 254-A da Lei de S.A. Sustenta o jurista que o exercício de fato do controle acionário, tal qual ocorre no controle minoritário, satisfaz os requisitos de acionista controlador do artigo 116, mas não os requisitos do artigo 254-A para caracterizar a alienação de controle. A diferenciação realizada pelo autor reflete a ideia de que o controle minoritário é um controle de fato, inexistindo um acionista “detentor” do poder de controle:

Nas companhias sujeitas ao controle minoritário, não existe um “bloco de controle”, mas apenas um conjunto de ações com direito a voto que, ocasionalmente, permite ao seu titular – o acionista controlador – exercer as prerrogativas que identificam o poder de controle.

O acionista que, embora o titular de participação minoritária no capital votante, faz prevalecer sua vontade nas deliberações da assembleia geral e elege a maioria dos administradores não detém o poder de controle, mas apenas o exercício em função da dispersão acionária ou do absenteísmo dos demais acionistas.

Vale dizer, não se pode confundir a titularidade do controle societário, que pressupõe a propriedade de ações representativas de mais da metade do capital votante, com o seu mero exercício, o qual pode decorrer de circunstâncias fáticas relacionadas à estrutura acionária da companhia.<sup>213</sup>

Conforme demonstrado neste trabalho, o controle minoritário foi abarcado pela definição de acionista controlador exposta no artigo 116 da Lei de S.A. Desse modo, o controlador minoritário pode ser considerado acionista controlador nos ditames estabelecidos pela legislação societária brasileira. Todavia, um ponto é o enquadramento do controle minoritário na definição de acionista controlador. Outro, muito diferente, é apontar as consequências desse enquadramento para todos os deveres, direitos e responsabilidades atribuídos pela lei societária ao “acionista controlador” ou ao detentor do poder de controle da sociedade. Tais consequências devem ser objeto de análise caso a caso.

Da mesma forma, a partir de que ponto um acionista minoritário, que exerce seu direito de voto, passa a ser controlador da companhia é outra questão em aberto. Com respeito a este tema é importante salientar que Maria Helena Santana, ex-presidente da CVM, no entanto, a fim de evitar subjetivismo, sugere que deveria haver uma presunção de controle minoritário caso o

---

<sup>213</sup> EIZIRIK, Nelson, 2010, p. 10.

acionista fosse detentor de 30% a 50% do capital votante da companhia e desde que não houvesse outro acionista detentor de um bloco de ações maior que esse<sup>214</sup>.

Todavia, o caminho mais efetivo talvez seja o da autorregulação e, neste âmbito, as companhias listadas no Novo Mercado já têm uma resposta. O regulamento do Novo Mercado estabelece que o poder de controle está configurado quando um acionista ou grupo de acionistas assegura a maioria dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia, mesmo que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.

## 2. Pedido Público de Procuração

A existência dos pedidos públicos de procuração, por si só, não delinea a existência de controle gerencial. De fato, a existência dos pedidos públicos de procuração evidencia a ausência de controlador majoritário<sup>215</sup>. Mas pode, ao mesmo tempo, ser força motriz do controle gerencial ou do controle minoritário, a depender dos agentes que fizerem uso deste instrumento.

A utilização reiterada pela administração da companhia, em um ambiente marcado pelo absentismo dos acionistas, pode vir a acarretar a caracterização do controle gerencial naquela companhia, marcado exatamente pela predominância da administração nas deliberações sociais.

Por outro lado, a utilização dos pedidos públicos de procuração pelos investidores institucionais ou por antigos acionistas controladores, por exemplo, pode garantir a existência de controle minoritário. É este ponto que impera ser ressaltado, uma vez que, comumente, considera-se que os pedidos públicos de procuração estejam ligados ao controle gerencial, e não ao controle minoritário. Aqui, busca-se conectar o controle minoritário à utilização dos pedidos públicos de procuração e ao ativismo acionário, ponto que será trabalhado em seguida.

---

<sup>214</sup> Processo Administrativo RJ 2009-1956 (Reg. 6360-2009). Declaração de Voto da Presidente Maria Helena Santana. Item 3.7. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-1.HTM>. Acesso em 20/11/2013.

<sup>215</sup> Não está descartada a possibilidade de elevação dos níveis de dispersão a grau extremo em que o controle gerencial seja alcançado.

Em 18 de dezembro de 2009, a CVM publicou a Instrução 481, que dispõe sobre “informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas”. Dentre outros assuntos, a Instrução inovou ao regular as informações que devem acompanhar os anúncios de convocação, informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas e os pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto.

A Instrução 481 considera pedidos públicos de procuração: (1) os pedidos que empreguem meios públicos de comunicação, tais como a televisão, o rádio, revistas, jornais e páginas na rede mundial de computadores; (2) os pedidos dirigidos a mais de 5 (cinco) acionistas, quando promovidos, direta ou indiretamente, pela administração ou por acionista controlador; e (3) os pedidos dirigidos a mais de 10 (dez) acionistas, quando promovidos por qualquer outra pessoa. Importante considerar que, a exemplo do que ocorre na Instrução 476, fundos de investimento cujas decisões sobre exercício do direito de voto em assembleia sejam tomadas discricionariamente pelo mesmo gestor serão considerados como um único acionista, conforme artigo 22, Instrução CVM 481.

Uma questão importante envolvendo os pedidos públicos de procuração se refere à obrigatoriedade de as procurações se restringirem a uma única assembleia (art. 24, III). Este fato, conjugado com as matérias que a Lei de S.A. estabelece como sendo de competência da assembleia, pode representar um obstáculo à assunção do controle da companhia via pedido público de procuração. Isso porque o agente que promove o pedido público de procuração, seja acionista ou membro da administração da companhia, deverá fazê-lo para cada assembleia, e sabemos que a legislação societária é ampla na determinação de matérias que devem ser submetidas à assembleia.

Por outro lado, também determina a Instrução CVM 481 que as procurações, objeto de pedido público promovido pela administração da companhia, “devem facultar ao acionista votar tanto nos candidatos indicados pela administração, como em candidatos indicados por acionistas representando, no mínimo, 0,5% (meio por cento) do capital social”<sup>216</sup>, e que seu custo seja arcado pela companhia. Assim, o fato de os acionistas poderem incluir candidatos nas

---

<sup>216</sup> Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Artigo 28.

procurações solicitadas pela administração, com antecedência de cinco dias contados do comunicado da companhia ao mercado, é um contrapeso importante em favor deles.

Ao contrário do tratamento dispensado pelo direito norte-americano, a Instrução 481 estabelece o custeio, pela companhia, das despesas incorridas pelo acionista titular de 0,5% (meio por cento) ou mais do capital social com a realização de pedidos públicos de procuração, na hipótese de a companhia não aceitar procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores<sup>217</sup>.

O pedido público de procuração é, portanto, uma forma de se conseguir expressar, em assembleia, os votos dos acionistas dispersos. Erik Frederico Oioli e Marcelo Godke Veiga trazem uma linha de argumentação interessante sobre a impossibilidade de caracterização de um acionista, que faz uso do sistema de procurações, como controlador da companhia<sup>218</sup>. Segundo eles, o acionista que utiliza o sistema de procurações não age em nome próprio e, por isso, não poderia ser considerado controlador. Para sustentar esta argumentação, presume-se que estejam os autores se baseando na disciplina do Código Civil para o mandato.

---

<sup>217</sup> Instrução 481: “Art. 32. A companhia que não aceita procurações eletrônicas por meio de sistema na rede mundial de computadores, nos termos do art. 31, deve ressarcir as despesas incorridas com a realização de pedidos públicos de procuração de acionistas titulares de 0,5% (meio por cento) ou mais do capital social.

§ 1º Para os fins deste artigo, são reembolsáveis apenas as seguintes despesas:

I – despesas com a publicação de até 3 (três) anúncios no mesmo jornal em que a companhia publica suas demonstrações financeiras; e

II – despesas com impressão e envio dos pedidos de procuração aos acionistas da companhia.

§ 2º O ressarcimento previsto no caput será integral caso:

I – a proposta apoiada pelo acionista seja aprovada; ou

II – pelo menos um dos candidatos apoiados pelo acionista seja eleito.

§ 3º Caso nenhuma das hipóteses previstas no parágrafo anterior se verifique, o ressarcimento será de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) das despesas incorridas, podendo a companhia estabelecer percentual superior.

§ 4º O ressarcimento deve ser feito dentro de 10 (dez) dias úteis contados do recebimento de requerimento formulado à companhia.

§ 5º O requerimento referido no § 4º deve ser acompanhado de documentos que comprovem as despesas incorridas.”

<sup>218</sup> “O ‘proxy machinery’ é um sistema de procurações e quem o utiliza, na qualidade de mandatário, não será necessariamente o titular dos direitos de sócio referidos no artigo 116, e assim, conseqüentemente, poderá não ser enquadrado como acionista controlador para fins de imputação de regras de responsabilidade aplicáveis somente àquele.” OIOLI, Erik F.; VEIGA, M. G. . Convergência e Divergência em Sistemas de Mercado de Capitais: o Caso Brasileiro. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de; Azevedo, Luís André N. de Moura. (Org.). Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. 1a ed. São Paulo: Quartier Latin, 2010, v. 1, p. 354.

Conforme o Código Civil, o mandato é o negócio jurídico que se opera entre a parte representante e o representado, por meio do qual o representante é autorizado pelo representado a agir em seu nome e administrar seus interesses em relação a uma determinada matéria<sup>219</sup>. A relação de mandato é normalmente evidenciada pela procuração, mas, em geral, sua forma é livre, podendo-se constituir a relação de mandato de forma expressa ou tácita, verbal ou escrita<sup>220</sup>. No entanto, se a lei exigir forma específica para o ato a ser praticado pelo representante, então o mandato deverá ser outorgado na mesma forma legal do ato a ser praticado<sup>221</sup>.

Via de regra, o ato praticado pelo representante somente vincula o representado. Por outro lado, se o mandatário agir (i) dentro do seu limite de poderes (por exemplo, a procuração estabelece apenas “poder de voto” para eleger conselheiros em assembleia), porém (ii) contra as instruções do mandante (digamos que o mandante tenha dado instruções por email ou telefone para que o mandatário votasse no candidato A), então, segundo o Código Civil, o ato praticado vincula o mandante, mas expõe o mandatário à responsabilidade perante o mandante, por ter desobedecido as instruções<sup>222</sup>. E o ato praticado com abuso de mandato ou excesso de poderes representa uma violação do mandato, sobre o qual o mandante não é obrigado a responder<sup>223</sup>.

Ocorre que, ainda que tal entendimento encontre fundamento na legislação civil, nos parece inadequada essa interpretação para fins de configuração do controle minoritário. O pedido público de procurações, no caso de requisição feita por acionista minoritário, evidencia uma articulação e coordenação de acionistas minoritários em torno de um objetivo comum. A procuração, utilizada de forma sistemática, pode ter o mesmo efeito de um acordo de votos entre

---

<sup>219</sup> Código Civil, “Art. 653. Opera-se o mandato quando alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses. A procuração é o instrumento do mandato.”

<sup>220</sup> Código Civil, “Art. 656. O mandato pode ser expresso ou tácito, verbal ou escrito.”

<sup>221</sup> Código Civil, “Art. 657. A outorga do mandato está sujeita à forma exigida por lei para o ato a ser praticado. Não se admite mandato verbal quando o ato deva ser celebrado por escrito.”

<sup>222</sup> Código Civil, “Art. 679. Ainda que o mandatário contrarie as instruções do mandante, se não exceder os limites do mandato, ficará o mandante obrigado para com aqueles com quem o seu procurador contratou; mas terá contra este ação pelas perdas e danos resultantes da inobservância das instruções.”

<sup>223</sup> Código Civil, “Art. 662. Os atos praticados por quem não tenha mandato, ou o tenha sem poderes suficientes, são ineficazes em relação àquele em cujo nome foram praticados, salvo se este os ratificar.”

os minoritários, do que poderia resultar o controle minoritário conjunto. Assim, na opinião deste magistrado, o pedido público de procuração deve ser entendido como uma ferramenta importante, que pode ser capaz de prover os meios necessários para o exercício do controle em bloco, vinculando representante e representados em torno de um fim comum.

## Capítulo 2: ATIVISMO ACIONÁRIO

Vimos que o Brasil está caminhando para um processo de maior dispersão acionária. O cenário clássico, da companhia fundada e controlada por grupos familiares ou por entes estatais, não representa mais, tal como antes, a imagem do mercado de capitais brasileiro. Em que pesem os estudos empíricos demonstrarem que o Brasil ainda não está em um cenário de predominante dispersão, tal como se ventila (Cf. Parte 1, Capítulo 1), fato é que as companhias sem controlador majoritário já existem no cenário atual do mercado de capitais brasileiro. E, assim, a imagem do mercado de capitais brasileiro depende da ótica do interlocutor: para uns, o copo está meio cheio; para outros, meio vazio.

Ao caminharmos para um cenário de maior dispersão do mercado de valores mobiliários, é preciso entender melhor o que se passa neste caminho entre o controle majoritário e o controle gerencial, compreendendo as nuances do controle minoritário e do ativismo acionário.

O termo “ativismo acionário” denota uma conduta proativa do acionista, que se interessa pelas decisões estratégicas, deliberações sociais e governança da companhia na qual detém participação acionária. Este termo também é comumente associado à participação de investidores institucionais na governança de companhias em que detêm investimentos relevantes, sendo tais investidores os exemplos mais comuns de ativismo acionário.

Nos últimos anos, fundos de hedge (fundos de investimentos pautados por altos riscos e altos retornos), fundos de pensão (entidades que instituem e executam planos de benefícios de caráter previdenciário) e fundos mútuos (fundos de investimento em ações, pautados por um portfólio diversificado de investimentos para redução do risco) passaram a dominar o cenário do ativismo acionário norte-americano, antes dominado por companhias de seguro e bancos comerciais. Isso porque, dado o nível de dispersão acionária, investidores institucionais estariam em uma posição mais favorável que os investidores individuais para assumir uma posição ativa na governança das companhias.

Mas não é só nos Estados Unidos que a figura do investidor institucional se faz presente.



Segundo Luís André de Moura Azevedo<sup>224</sup>, também no Brasil já é possível notar o crescimento dos investidores institucionais, que, segundo o autor, estão passando a adotar posturas mais ativistas como estratégia de diferenciação para se sobressaírem à concorrência:

Como não poderia deixar de ser, o fortalecimento do mercado de valores mobiliários veio acompanhado do fortalecimento de empresas de administração de recursos de terceiros em geral e também do acirramento da concorrência entre elas, especialmente porque parcela muito significativa dos aplicadores opta por investir em renda variável de forma indireta, por meio da aquisição de quotas de fundos de investimento, da participação em clubes de investimento e planos de previdência privadas, e assim por diante.

(...)

Essa competição vem promovendo uma gradativa mudança de postura das empresas de gestão de recursos de terceiros mais tradicionais, que apesar dos significativos conflitos de interesses envolvidos em sua atuação (...) têm abandonado a passividade que sempre as caracterizou.<sup>225</sup>

Walfrido Jorge Warde Junior também considera que o ativismo acionário já faz parte da realidade brasileira:

A ausência de controlador ameaça a ideia de minoria, mas não extingue os grupos de “pequenos” acionistas que discrepam de outros em vista de seus meios, do tamanho de seu investimento, do tratamento jurídico a que se sujeitam e, em especial, de sua influência nas deliberações e ações da companhia. Dessa distinção entre “pequenos” emergem as chamadas minorias qualificadas.

(...)

O ativismo acionário, que há muito já havia dado as caras no mercado norte-americano, é uma realidade brasileira. Não decorre da iniciativa folclórica de um grupo de ranzinzas. Dissemina-se como prática corrente. Afirma-se em um “protocolo” que institucionaliza – como dever de ofício – a conduta de investimento de grandes players, a exemplo de administradores de fundos e de Entidades de Previdência Complementar. Esse protocolo de ações se caracteriza pela presença em assembleias, pelo diálogo constante com as equipes de administração, pelo manejo do aparato legal de proteção às minorias e até mesmo por denúncias à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, nesse ambiente, torna-se a verdadeira polícia do mercado.<sup>226</sup>

Outros trabalhos recentes também demonstram a força e o espaço que investidores institucionais vêm ganhando a partir do movimento de pulverização do mercado de valores mobiliários brasileiro. No entanto, é preciso neste momento dar um passo atrás para refletirmos

<sup>224</sup> AZEVEDO, Luís André N. de Moura, 2010, p. 225.

<sup>225</sup> AZEVEDO, Luís André N. de Moura, 2010, p. 226.

<sup>226</sup> Revista Capital Aberto. A Nova S.A. Ativismo Acionário. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/boletins/ativismo-acionario/>

se a análise dos investidores institucionais como maior foco do ativismo acionário não representaria a importação de um conceito pertinente a mercados onde já se verifica um controle gerencial, como é o caso dos Estados Unidos, o que resultaria numa interpretação reduzida do significado de ativismo acionário para o cenário brasileiro.

Estamos vivenciando um movimento de dispersão acionária que, conforme explicado neste trabalho, parte do controle majoritário para o controle minoritário (podendo chegar ao gerencial). Por sua vez, a direção da onda nos Estados Unidos – do controle gerencial para um possível controle minoritário por meio do ativismo acionário – é exatamente oposta da direção da onda no Brasil, ainda que ambas tendam a se encontrar em algum lugar em torno do meio.

Nesse sentido, é possível que o maior foco de ativismo acionário no Brasil não esteja no acionista investidor institucional, como no caso da experiência norte-americana, por exemplo, mas sim na figura do antigo acionista majoritário, *i.e.* aquele fundador da companhia que resolveu vender o controle de forma pulverizada e, em seguida, continuou a exercer o controle de fato, face aos demais acionistas minoritários, pulverizados e, possivelmente, passivos. Entendemos que o antigo acionista majoritário, agora minoritário em uma companhia de capital pulverizado, ao assumir uma conduta participativa, caracteriza-se como um ativista acionário, que influencia nas decisões e pode vir a exercer o controle minoritário ou de fato da companhia<sup>227</sup>.

Em seu artigo sobre ativismo institucional, Luís André de Azevedo explica essa estratégia dos acionistas majoritários:

O fato é que, até o momento, a pulverização acionária verificada em companhias abertas no Brasil está inserida em uma estratégia dos antigos acionistas controladores majoritários de maximização dos retornos decorrentes da abertura de capital da companhia controlada. A venda de quantidade adicional de ações, excedendo ao necessário à manutenção do controle majoritário, em oferta pública secundária, realizada juntamente com a oferta primária da companhia, permitiu que esses controladores auferissem um suposto “prêmio de controle” dos investidores, dispostos a pagar preços mais elevados em razão da possibilidade de participarem do novo bloco de controle da companhia; sem que os antigos controladores tenham, na realidade, se despojado deste poder, agora exercendo-o com participação minoritária. Portanto, pode-se afirmar que o poder de controle minoritário nas companhias abertas de capital pulverizado

---

<sup>227</sup> AZEVEDO, Luís André N. de Moura, 2010, p. 227.

brasileiras é exercido, em muitos casos, pelos acionistas que, anteriormente à abertura de capital, eram titulares do poder de controle majoritário – e passaram a deter participação minoritária – juntamente com outros acionistas minoritários. Esses demais acionistas são, em sua maioria, investidores institucionais que, assim como os antigos controladores, detêm as participações mais expressivas no capital votante da companhia, comparecem e votam nas assembleias gerais e elegem a maioria dos administradores.

Relembramos que o “acionista controlador” definido pela Lei de S.A. pode representar também um controle de fato, e não decorrente apenas de uma posição majoritária. Dessa forma, o acionista controlador que detém posição de minoritário (com menos de 50% do capital votante) é um ativista por natureza. A passividade não pode lhe acompanhar. Ou seja, para que exista controlador minoritário, é necessário que um acionista, ou um grupo organizado de acionistas, se porte de maneira ativista, que lhe possibilite exercer o controle de fato da companhia, em face de grupos menores, dos absenteístas ou da administração.

Em suma, o conceito de ativismo acionário que aqui se busca é um conceito mais amplo – diferente do conceito estabelecido nos EUA, em que o ativismo nasce como parte da luta de investidores institucionais perante o poder consolidado nas mãos da administração. Entende-se ativismo acionário no Brasil representa um contraposto ao absenteísmo das minorias.

Feita esta necessária pausa, prosseguimos na análise do ativismo acionário, partindo do mercado de capitais norte-americano. Nos Estados Unidos<sup>228</sup>, o ativismo acionário teve início no começo do século 20, quando as instituições financeiras norte-americanas possuíam participação ativa na governança corporativa, com participação no conselho de administração e definição da estratégia das companhias<sup>229</sup>.

Todavia, outra crise, daquela vez a de 1929, provocou reformas regulatórias com o objetivo de limitar a liquidez e elevar os custos para a participação dos acionistas nas

---

<sup>228</sup> Além dos Estados Unidos, identificamos estudos empíricos a respeito do ativismo acionário da Coreia do Sul (CHOI, WOON-YOUL, CHO, S. H. (2003) “Shareholder activism in Korea: an analysis of PSPD’s activities”. *Pacific-Basin Financial Journal*, 11, p. 349-363. Disponível em: [http://econpapers.repec.org/article/eeepacfin/v\\_3a11\\_3ay\\_3a2003\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a349-363.htm](http://econpapers.repec.org/article/eeepacfin/v_3a11_3ay_3a2003_3ai_3a3_3ap_3a349-363.htm)), Eslovênia (Disponível em: <http://www1.fee.uva.nl/fm/Conference/cifra2000/sarkar.pdf>) e Índia, além do Brasil, tratado mais adiante.

<sup>229</sup> GILLAN, Stuart; STARKS, Laura T. *The Evolution of Shareholder Activism in the United States* (2007), p. 2. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=959670> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.959670>.

companhias. O Ato Glass Steagall também acabou proibindo os bancos de deterem participação acionária direta nas companhias. Em 1942, surgiu nova onda de ativismo acionário nos Estados Unidos que, até 1970, foi dominada por acionistas individuais. Foi somente a partir de 1980 que os investidores institucionais, inicialmente fundos de pensão, passaram a participar ativamente do cotidiano das companhias, mediante a apresentação de propostas (*shareholders proposals*), a pressão da administração da companhia para reformas de governança e a utilização da mídia para atingir a administração de companhias que apresentavam um desempenho aquém do esperado<sup>230</sup>.

Há muito se discute nos Estados Unidos se as minorias qualificadas se dariam ao ativismo, considerando que os custos de monitoramento poderiam não ser compensados, tendo em vista que apenas parte do retorno, proporcional à participação do acionista na companhia, seria auferido por tal acionista ativista. Nesse cenário surgiria o chamado problema do *free rider*, aquele que “pega carona” sem incorrer nos custos, esforços e riscos do ativismo acionário.

Gillan e Starks<sup>231</sup> analisaram empiricamente o ativismo acionário nos Estados Unidos com base em 2.042 propostas de acionistas, investidores individuais ou institucionais, submetidas a 452 companhias no período de 1987 a 1994. Os dados coletados pelos autores possibilitaram as seguintes conclusões acerca do sucesso, ou não, das propostas apresentadas pelos acionistas minoritários ativistas, a seguir traduzidas:

As evidências sugerem que os votos dos acionistas e a reação do mercado depende das questões abordadas nas propostas e da identidade do acionista que realiza a proposta. Propostas promovidas pelos chamados *gadfllys* (acionistas individuais ativistas) conseguiram menos votos e foram associados a pequenas reações positivas no valor da ação. Por outro lado, propostas submetidas por investidores institucionais (*i.e.*, fundos de pensão) ou por grupos coordenados de investidores receberam significativamente mais votos e parecem ter um pequeno, mas mensurável, impacto negativo no valor da ação.

Em geral, consideramos que o ativismo descoordenado tem sido relativamente ineficaz quando mensurado em termos de resultados de votação. Verificamos um pouco mais de sucesso no ativismo de investidores institucionais ou de grupos coordenados. Os resultados das votações indicam que, apesar de, em média, as propostas não receberem votos favoráveis da maioria, o percentual aumentou ao longo do tempo. Além disso, com a média de votos chegando

---

<sup>230</sup> Ibid., p. 4.

<sup>231</sup> GILLAN, Stuart and STARKS, Laura T. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics* 57 (2000) 275-305. Disponível em: <http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/laura.starks/gillanstarksjfe.pdf>.

próximo de 35%, esses acionistas ativistas passam a ter uma base mais forte para negociar com a administração.

Na visão de Gillan e Starks, portanto, mesmo que as propostas apresentadas pelos acionistas minoritários ativistas não estivessem, em média, obtendo a maioria necessária para aprovação, a média de votos angariados (em torno de 35%) já seria expressiva o suficiente para melhorar a posição negocial dos acionistas frente aos administradores.

Em 1997, o Professor Bernard Black, atualmente professor da Universidade de Northwestern, também conduziu um estudo sobre o ativismo acionário nos Estados Unidos<sup>232</sup>, com foco no comportamento dos investidores institucionais e no impacto de eventual ativismo na performance das companhias. Black analisou diversas pesquisas sobre o assunto e concluiu que o nível de ativismo acionário é baixo e, conseqüentemente, o impacto do ativismo na performance das companhias também é baixo. À época da análise, que utilizou dados da década de 1990 e final dos anos 1980, Black entendeu que os investidores institucionais nos Estados Unidos estavam mais limitados em sua atuação do que investidores institucionais de países como o Reino Unido, Japão e Alemanha<sup>233</sup>.

Segundo o estudo do Professor Black, a atuação dos investidores institucionais americanos estava limitada a (1) ameaça ou efetiva apresentação de propostas sobre questões de governança corporativa em assembleias gerais anuais, e (2) ataque a determinados diretores ou conselheiros, a fim de se obter mudanças na estratégia ou na administração da companhia. No entanto, o arcabouço legislativo à época vigente nos Estados Unidos dificultava esta atuação, por meio de regras que complicavam e muitas vezes inibiam o ativismo dos acionistas. Além disso, Black sugeriu que os investidores institucionais possivelmente não esperavam grandes retornos de seu investimento em monitoramento das companhias e que, em vez de realizar esse acompanhamento que ao final beneficiaria a todos os acionistas, eles preferiam ser os beneficiados pelo eventual ativismo dos outros, sem incorrer nos custos<sup>234</sup>.

---

<sup>232</sup> BLACK, Bernard S., *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, draft, November, 1997 (forthcoming in Peter Newman, ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998).

<sup>233</sup> *Ibid.*, p. 2.

<sup>234</sup> *Ibid.*, p. 3-5.

Uma outra explicação encontrada por Black para a falta de evidências de ativismo acionário nos Estados Unidos estava no fato de que investidores institucionais de porte relativamente relevante para as companhias, como os fundos de pensão e sindicatos laborais, procuravam a administração da companhia para negociar acordos informais, propondo mudanças não em sede de assembleia geral, mas diretamente aos administradores, numa mesa de negociação. Se adotadas, as mudanças eram implementadas espontaneamente pelos administradores, sem necessidade de proposta e votação em assembleia<sup>235</sup>.

Ademais, os investidores institucionais americanos não agiam de forma coordenada, inclusive evitando abordar a mesma companhia que já estivesse sendo alvo de abordagem por outro grande investidor. Essa prática era contrária ao que se verificava no Reino Unido, onde os investidores institucionais se uniam para “atacar” uma mesma companhia conjuntamente, aumentando assim a pressão e as chances de sucesso na abordagem<sup>236</sup>.

Sobre os impactos do ativismo acionário, concluiu Black em seu estudo que diversas razões e até mesmo a falta de evidências sugerem que tais impactos não são significativos e não melhoram a performance da companhia. Black, no entanto, admite que muitos pensam diferentemente dele, crendo em efeitos não visíveis da atuação dos investidores institucionais, e assume-se, ainda, como um “pessimista” nesta matéria: “os pessimistas, incluindo eu mesmo, tendem a achar que esses esforços têm seu valor, mas duvidam que eles produzam grandes efeitos na eficiência da companhia”<sup>237</sup>.

Outro estudioso que critica ou minimiza os impactos do ativismo acionário de investidores institucionais é o Professor Stephen Bainbridge, da Universidade da Califórnia<sup>238</sup>, nas palavras a seguir traduzidas:

No entanto, de fato, o ativismo do investidor institucional é raro e limitado particularmente aos sindicatos e fundos de pensão estaduais ou locais. Como

---

<sup>235</sup> Ibid., p. 6.

<sup>236</sup> Ibid., p. 8.

<sup>237</sup> Ibid., p. 15.

<sup>238</sup> BAINBRIDGE, Stephen. Shareholder Activism and Institutional Investors, 2005. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=796227>.

resultado disso, o ativismo do investidor institucional não provou – nem poderia ter provado – o remédio para as patologias da governança corporativa. Investidores ativos perseguem agendas não compartilhadas por, e muitas vezes em conflito com, outros acionistas passivos. O ativismo de investidores subjuga o papel do conselho de administração da companhia como órgão central de tomada de decisões, portanto tornando a governança corporativa menos eficaz. Por fim, confiar no ativismo acionário de investidores institucionais não vai resolver o problema do conflito de agência inerente à governança corporativa, mas vai apenas mudar o *locus* do problema.<sup>239</sup>

Em 2005, num cenário pré-crise de 2008, Bainbridge defendeu, ainda, que o mercado de capitais e a governança corporativa funcionavam muito bem nos Estados Unidos, dispensando soluções ou reparos<sup>240</sup>. Dificilmente uma afirmação dessa natureza seria feita após a crise de 2008.

Ocorre que os investidores institucionais nos mercados estrangeiros parecem não estar dispostos a deixar o controle das companhias totalmente nas mãos dos administradores (lembrando que, nos Estados Unidos, acredita-se que o nível de dispersão acionária aliado ao arcabouço legal permite que as companhias tenham um total controle gerencial).

---

<sup>239</sup> Ibid. Abstract.

<sup>240</sup> Traduzimos abaixo a conclusão do Professor Bainbridge, que talvez reflita o pensamento dominante nos Estados Unidos pré-2008:

“Se a separação entre a propriedade da ação e o controle da companhia é um problema em busca de solução, incentivar investidores institucionais a adotar um papel ativo na governança corporativa simplesmente move o problema um passo atrás: não resolve. De fato, não é de forma alguma claro que a separação entre a propriedade e o controle seja uma patologia que precisa ser reparada. Conforme vimos, o sistema de governança corporativa é desenhado para funcionar amplamente sem a necessidade de contribuições do acionista e, a despeito da mídia negativa acerca do capitalismo empresarial nos últimos anos, o sistema funciona muito bem. Conforme explicado no Wall Street Journal:

A economia e o mercado de capitais tiveram o melhor desempenho nos últimos anos do que em qualquer outro período da história. “Como podemos ter esse desempenho maravilhoso se o sistema é falho?” [O economista Bengt] Holmstrom se pergunta. Se esse batalhão de executivos americanos estivesse roubando os acionistas e o mercado financeiro fosse injusto e imparcial, defende, então o fluxo de capital seria desviado para outros mercados e não ocorreria produção.

Os economistas Holmstrom e Kaplan, da mesma forma, concluíram que:

Apesar das alegadas falhas do sistema de governança corporativa, o desempenho da economia dos Estados Unidos está muito bom, tanto em termos absolutos quanto em comparação a outros países. A produção americana na última década teve ganhos excepcionais, e o mercado de capitais americano teve, regularmente, um desempenho superior nas últimas duas décadas, incluindo o período desde os escândalos [de 2001]. Em outras palavras as evidências não demonstram um sistema americano falido. Se qualquer coisa, sugerem que o sistema funciona muito melhor do que a média.

De fato, permitindo-me invocar um velho dito popular: se não está quebrado, não conserte.” Id., p. 18

Para se ter uma ideia da participação desses acionistas institucionais no mercado de capitais norte-americano, basta citar que a média de participação deles subiu de meros 8% na década de 1950 para aproximadamente 66% em 2008<sup>241</sup>. O Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP), um dos maiores fundos de pensão do mundo, possuía, na data-base de 31 de dezembro de 2012, 372 mil associados, professores canadenses do ensino básico e fundamental (entre ativos, inativos e aposentados) e US\$ 129,5 bilhões de dólares em investimentos<sup>242</sup>. Do montante total de investimentos, US\$ 59,5 bilhões de dólares, equivalentes a 47%, são destinados a investimentos em ações de companhias abertas<sup>243</sup>. Em 2012, o OTPP participou de 1.290 assembleias gerais, votou contra 234 planos de compensação (*equity compensation plans*) e contra 22 dos 26 pacotes de aposentadoria (*golden parachute severance packages*) apresentados<sup>244</sup>.

Outro exemplo de fundo de pensão que é considerado um dos maiores acionistas ativistas dos Estados Unidos é o Calpers (*California Public Employees' Retirement System*), fundo de pensão dos servidores públicos do Estado da Califórnia, com mais de 1,6 milhão de membros no sistema de aposentadoria e 1,3 milhão de membros nos planos de saúde. Na data-base de 31 de julho de 2012, o fundo possuía aproximadamente US\$ 237 bilhões de dólares em investimentos, sendo aproximadamente US\$ 112 bilhões de dólares em ações ou opções nacionais e internacionais<sup>245</sup>. Em 2004, em um caso emblemático para o direito societário americano, a Calpers, em conjunto com outras partes, se opôs a Michael Eisner como presidente do conselho

---

<sup>241</sup> ANABTAWI, Iman and Stout, Lynn A., Fiduciary Duties for Activist Shareholders. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-02; Stanford Law Review, Vol. 60, 2008, p. 27. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1089606> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1089606>. Citando JEFFREY D. BAUMAN ET AL. CORPORATIONS: LAW AND POLICY 36 (6th ed. 2007)

<sup>242</sup> Relatório Anual 2012 (An Evolving Plan - 2012 Annual Report). p. 3, 4, 17, 20, 22. Disponível em: <http://www.otpp.com/documents/10179/686250/Annual+Report/39482a3d-435c-40d1-96cf-cd6a38d6880a>

<sup>243</sup> Ibid., p. 21.

<sup>244</sup> Ibid., p. 26.

<sup>245</sup> Relatório de Investimento Anual 2012. Disponível em: <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/pubs/annual-investment-report-2012.pdf>



de administração e presidente da Walt Disney Company. Ele foi removido da presidência do conselho e, em 2005, renunciou à posição de presidente da companhia<sup>246</sup>.

Recentemente, em setembro de 2013, o fundo de hedge ValueAct anunciou a aquisição de participação acionária na Microsoft no montante de US\$ 2 bilhões de dólares<sup>247</sup> com o propósito de promover mudanças na companhia, tendo em vista os péssimos resultados trimestrais da Microsoft que acabaram por acarretar a queda no valor de suas ações. Mesmo que ainda não tenha alcançado os seus objetivos, a participação acionária de “meros” 0,8% na Microsoft vem surtindo efeito. Em carta datada de agosto, a Microsoft ofereceu ao presidente da ValueAct um assento em seu conselho de administração<sup>248</sup>, além de garantir à ValueAct a realização de encontros regulares com os conselheiros e diretores da Microsoft<sup>249</sup>.

Também em 2013, dois dos maiores acionistas ativistas do mercado norte-americano agiram sobre a Apple, renomada companhia de produtos eletrônicos fundada por Steve Jobs, Steve Wozniak e Ronald Wayne. David Einhorn e Carl Icahn, respectivamente fundador e acionista controlador do fundo hedge Greenlight Capital, e acionista controlador da Icahn Enterprises, pressionaram a Apple para que a companhia distribuísse mais dividendos aos seus acionistas ou adotasse um programa de recompra de ações, em contrapartida à queda do preço das ações. Dona de um caixa com recursos disponíveis de mais de US\$ 145 bilhões de dólares em julho de 2013, a Apple se recusava a utilizar parte deste montante para distribuir dividendos. Mas, à primeira vista, a pressão dos investidores parece ter dado certo, já que a companhia norte-

---

<sup>246</sup> HERNANDEZ, Greg. Disney splits top job in sharp Eisner rebuke - Pixar, Calpers and Comcast dramas trigger demotion action. *Daily News of Los Angeles*, March 4, 2004.

<sup>247</sup> CRESWELL, Julie; DE LA MERCED, Michael J. Folha de São Paulo, direto do New York Times. 9 Set. 2013. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/09/1338667-fundos-ativistas-mais-ousados-mas-menos-interessados-em-ataques.shtml>.

<sup>248</sup> REUTERS. Microsoft offers ValueAct president seat on board. 30 Ago. 2013. Disponível em: <http://www.reuters.com/article/2013/08/30/us-microsoft-valueact-idUSBRE97T0X520130830>

<sup>249</sup> VARDI, Nathan. FORBES. ValueAct Hedge Fund's Big Microsoft Bet Is Paying Off So Far. 11 Jun. 2006. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/nathanvardi/2013/11/06/valueact-hedge-funds-big-microsoft-bet-is-paying-off-so-far/>

americana se dispôs a distribuir US\$ 100 bilhões de dólares aos seus acionistas nos próximos três anos<sup>250</sup>.

Em suma: em que pesem os pessimistas e descrentes de que os esforços envidados por pequenos acionistas ativistas produzam, de fato, algum impacto no gerenciamento da companhia, não se pode negar que os ativistas, algumas vezes, conseguem vitórias emblemáticas, que servem de exemplo para o mercado e mostram que a fiscalização sobre os administradores das companhias vem sendo realizada.

Além disso, estamos vivenciando uma era em que as novas tecnologias e ferramentas disponíveis para a comunicação estão apenas começando a ser exploradas. A tecnologia da *internet* e a força das redes sociais têm se mostrado um novo trunfo nas mãos dos pequenos acionistas, de fácil acesso a todos, e que servem como plataforma para a coordenação dos acionistas ativistas<sup>251</sup>.

Reportagem do New York Times, de março de 2011, intitulada “Activist Investors Turn to Social Media to Enlist Support”, traz exemplos do poder das redes sociais em influenciar decisões dos conselhos e diretorias:

Os investidores têm usado a Web para realizar campanhas únicas ao longo dos anos. Em 2007, Eric Jackson, um investidor privado, postou vídeos no YouTube e organizou um blog para detalhar o que ele viu de falhas na estratégia de negócios do Yahoo. Ele rapidamente chamou a atenção de pequenos acionistas da companhia, um grupo que, em conjunto, detinha cerca de 2,6 milhões de ações. Com essa base, ele levou suas preocupações a investidores institucionais maiores, mobilizando um esforço que contribuiu para a queda do CEO do Yahoo, Terry Semel.<sup>252</sup>

Trazendo o foco de volta para o Brasil, é possível que a história que se passará aqui, neste processo rumo à dispersão acionária, seja bastante diferente do que se vivenciou, no passado, nos Estados Unidos e no Reino Unido – onde o controle gerencial foi rapidamente alcançado –, pois

<sup>250</sup> ROONEY, Ben. CNN Money. *Apple picks itself up off the mat*. 8 Maio 2013. Disponível em: <http://money.cnn.com/2013/05/08/investing/apple-stock/index.html?iid=EL>.

<sup>251</sup> WESSEL, Rhea. New York Times. Dealbook. “Activist investors are testing online technologies to reach out to small shareholders, find potential allies and coordinate proxy votes.”. Disponível em: [http://dealbook.nytimes.com/2011/03/24/activist-investors-turn-to-social-media-to-enlist-support/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2011/03/24/activist-investors-turn-to-social-media-to-enlist-support/?_r=0).

<sup>252</sup> Idem.

estamos entrando no processo de dispersão já numa era pós-revolução tecnológica da informação.

O possível desenvolvimento do controle gerencial no Brasil terá de enfrentar, ainda, o poder de organização e coordenação de pequenos acionistas, potencializado por ferramentas de comunicação instantânea de massa: Facebook, Twitter, LinkedIn, além de sites especializados em mobilizar pessoas em torno de causas<sup>253</sup>. Ou seja, os “pequenos”, outrora insignificantes, adquirem nova proporção em função do poder de comunicação e acesso que lhes é potencialmente conferido pelas redes sociais do mundo virtual. Assim, ao se atravessar essa mudança de paradigma no mercado de capitais brasileiro, é recomendável que não se ignorem, tampouco subestime, os poderes da revolução tecnológica da informação. Essa recomendação se aplica também aos acionistas majoritários que, por razões econômicas, optam por vender parte das ações e passam a exercer um controle minoritário; afinal, potencialmente, os demais acionistas pulverizados, se agirem em conjunto, podem se sobrepor ao maior acionista minoritário.

Pode-se verificar que o assunto do ativismo acionário ainda não foi muito explorado pela doutrina nacional, tendo sido objeto de publicações muitas vezes fora da área jurídica. De qualquer forma, o assunto não é novidade, como bem observa Luís André de Moura Azevedo<sup>254</sup>.

Em 2006, Crisóstomo e Gonzáles publicaram estudo sobre o ativismo de acionistas no país, especificamente dos fundos de pensão<sup>255</sup>. O trabalho englobou um período de pesquisa de oito anos, de 1995 a 2002, e tinha por objetivo estudar as estratégias de ativismo dos fundos de pensão no Brasil e investigar se a atuação destes fundos acarretaria algum efeito positivo para as companhias. Os autores concluíram, até pela baixa atividade do mercado de capitais brasileiro

---

<sup>253</sup> Um exemplo que merece destaque é o site [www.change.org](http://www.change.org), que foi objeto de matéria da Revisa Exame do dia 20/11/2013, intitulada “Da rua para a internet, cresce ativismo on-line no país”. O site já tem mais de 50 milhões de adeptos em todo o mundo e também se dedica ao ativismo acionário. Disponível em <http://exame.abril.com.br/tecnologia/noticias/da-rua-para-a-internet-cresce-ativismo-on-line-no-pais?page=1>

<sup>254</sup> AZEVEDO, Luís André N. de Moura., 2010, p. 218.

<sup>255</sup> CRISOSTOMO, Vicente Lima; GONZALES, Eleuterio Vallelado. *Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil*. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482006000100006&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482006000100006&script=sci_arttext).

àquela época, que os resultados da pesquisa não “evidenciaram fortemente” a adoção de uma estratégia de participação na propriedade das companhias pelos fundos de pensão, apesar de a participação destes investidores ter crescido no período de 1995 a 2002.

Outro trabalho que merece destaque é a dissertação de mestrado defendida em outubro de 2013, no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo, por Luiz Henrique Fernandes Vargas. Isso porque, nas sociedades de capital disperso, não é rara a falta de interesse dos acionistas em exercer o direito de voto nas assembleias. Todavia, a realidade brasileira, de evolução do controle majoritário para um controle disperso, pode subverter esta ordem, considerando que a Lei de S.A. possui diversos dispositivos de proteção aos acionistas minoritários. Os estudos empíricos abaixo evidenciam que o exercício de tais direitos é mais comum do que se imagina.

Vargas analisou as características e determinantes do ativismo acionário nas companhias listadas na BM&F BOVESPA<sup>256</sup>. O autor analisou 322 companhias para o ano de 2010 e 347 companhias para o ano de 2012<sup>257</sup>, com o objetivo de identificar a ocorrência de ativismo de acionistas minoritários, o meio e as formas utilizadas para externar este ativismo. Segundo o pesquisador:

Este estudo visa a contribuir com evidências empíricas sobre a discussão existente acerca do ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro, ainda com escassos resultados apresentados à literatura. Evidencia, portanto, a ocorrência do ativismo de acionistas em um mercado com características e proteção legal diferentes dos países anglo-saxões, onde historicamente vêm-se estudando sua ocorrência.<sup>258</sup>

Para tanto, Vargas formulou um índice composto por sete questões, quais sejam:

---

<sup>256</sup> VARGAS, Luiz Henrique Fernandes. *Ativismo de Acionistas no Mercado Acionário Brasileiro: Evidências e Determinantes em Empresas Listadas na BM&FBOVESPA*. Dissertação do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo. Disponível em: [http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese\\_6527\\_Disserta%E7%E3o%20PDF%20-%20Luiz%20Henrique%20Fernandes%20Vargas.pdf](http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese_6527_Disserta%E7%E3o%20PDF%20-%20Luiz%20Henrique%20Fernandes%20Vargas.pdf). Acesso em 3 dez. 2013.

<sup>257</sup> Inicialmente, o autor considerou 364 companhias para cada ano da pesquisa. Todavia, houve necessidade de ajustes em virtude das informações disponibilizadas na Economática, banco de dados utilizado pelo autor. Após as devidas adições e exclusões, o autor chegou ao número de 322 companhias para o ano de 2010 e 364 companhias para o ano de 2012.

<sup>258</sup> *Ibid.*, p. 215.

**Tabela 5.** Questões do Índice de Ativismo de Acionistas do estudo de VARGAS (2013)

1	Acionistas pleiteiam representação no conselho de Administração e ou Fiscal?
2	Acionistas reprovam proposta(s) apresentada(s) para votação em assembleia?
3	Acionistas votam contrariamente, mas não reprovam proposta(s) apresentada(s) para votação em assembleia?
4	Acionistas apresentam proposta(s) previamente para votação em assembleia?
5	Acionistas apresentam proposta(s), durante assembleia, para que sejam votadas?
6	Acionistas protocolam reclamação contra a empresa junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM)?
7	Existe(m) notícia(s) sobre a empresa que relata(m) alguma forma de ativismo de acionista(s) e ou insatisfação de investidor(es)?

Mediante a análise de documentos públicos, atas de assembleias gerais ordinárias, notícias veiculadas em jornais de grande circulação e relatório do Serviço de Atendimento ao Cidadão da CVM, Vargas conseguiu identificar eventos de ativismo de acionistas em 234 companhias, representativas de 72,67% da amostra de 2010, e 255 companhias, representativas de 73,27% da amostra de 2012, índices bastante expressivos.

Alguns pontos altos do estudo empírico foram a constatação de pleitos de minoritários para participação em conselhos fiscais e conselhos de administração, bem como o uso do procedimento de voto múltiplo previsto no artigo 141 da Lei de S.A.<sup>259</sup>:

- em 2010, foram feitos 29 pedidos de instalação de conselho fiscal, todos atendidos, com a indicação de 159 membros de acionistas minoritários para ocupar tais conselhos;
- em 2012, foram feitos 24 pedidos de instalação de conselho fiscal, sendo que dois não foram atendidos pelo fato de os minoritários não possuírem o mínimo de 10% das ações. Ao todo, 173 membros de acionistas minoritários foram apontados para ocupar esses conselhos;
- em 2010, os acionistas minoritários conseguiram eleger 97 membros para os conselhos de administração das companhias;

---

<sup>259</sup> Ibid. p. 57-58.

- em 2012, foram 93 membros de acionistas minoritários eleitos para ocupar cadeiras nos conselhos de administração;
- em 2010, houve oito utilizações de processo de voto múltiplo para eleição de conselho de administração;
- em 2012, houve 30 utilizações de processo de voto múltiplo para eleição de conselho de administração.

São números relevantes, que demonstram que os acionistas estão dispostos a participar das decisões e do monitoramento das companhias. Não se pode deixar de notar, contudo, uma ligeira redução no número de pleitos para instalação de Conselho Fiscal entre 2010 e 2012 (compensado pelo aumento em número absoluto de membros dos referidos Conselhos), bem como a redução de 4,12% no número de membros indicados ao conselho de administração por acionistas minoritários. Curiosamente, mesmo com o aumento bastante expressivo de oito, em 2010, para 30, em 2012 na utilização de votos múltiplos – o que deveria aumentar as chances dos minoritários de eleger membros do conselho de administração – notou-se redução do número de conselheiros, representantes de minoritários, que foram eleitos.

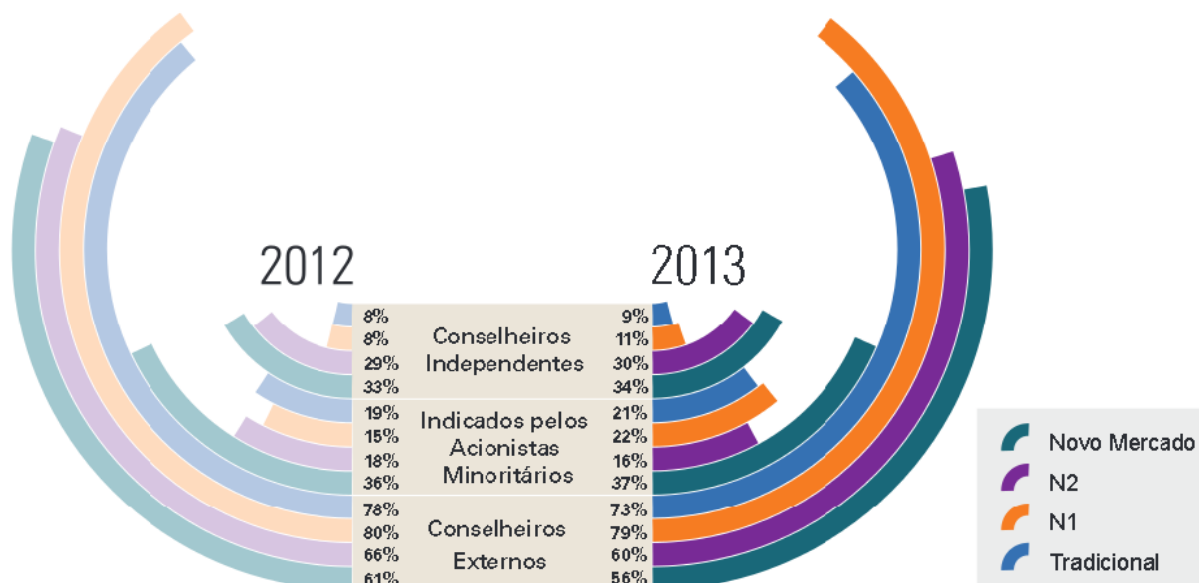
Outro estudo feito pela KPMG<sup>260</sup> nos possibilita tirar conclusões sobre o ativismo de acionistas minoritários no Brasil. De acordo com o estudo, de 2012 para 2013, cresceu o número de membros do conselho de administração indicados por acionistas minoritários:

---

<sup>260</sup> KPMG, 2013, p. 11.

**Figura 5:** Reprodução da composição do Conselho de Administração das companhias do Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Tradicional, nos anos de 2012 e 2013, segundo estudo da KPMG (2013-2014)

### Composição do Conselho de Administração



Na composição dos Conselhos de Administração, notamos um ligeiro aumento na participação de conselheiros indicados por acionistas minoritários e conselheiros independentes em 2013 em relação a 2012.

Como exemplo recente, no último dia 20 de setembro de 2013, a Tarpon Investimentos e a Previ, sociedade anônima e fundo de pensão do Banco do Brasil, respectivamente, solicitaram a “imediata e completa reformulação da área financeira”, empresa estatal de energia elétrica do estado de Santa Catarina<sup>261</sup>. Ambas são as maiores acionistas da Celesc, com 13,4% e 14,5%, respectivamente, atrás do governo catarinense. Apesar de a iniciativa, até o momento, ainda não ter surtido o efeito esperado, a conduta denota o tipo de postura que os investidores institucionais podem vir a assumir, independente de participação acionária majoritária.

<sup>261</sup> Valor International. Tarpon and Previ demand reforms at state-owned utility firm Celesc. Disponível em: <http://www.valor.com.br/international/news/3276880/tarpon-and-previ-demand-reforms-state-owned-utility-firm-celesc?print=1#ixzz2pDV8dhs2>. Acesso em: 30 de outubro de 2013.

A principal conclusão, portanto, é de que o ativismo acionário no Brasil parece ser expressivo e, no entendimento deste mestrando, será um obstáculo para que o mercado de capitais brasileiro atinja um cenário de controle gerencial.



## CONCLUSÃO

### 1. Síntese final

Ao se estudar a dispersão acionária, é logo possível perceber que uma das grandes preocupações por trás do conceito de companhias de capital disperso é a ausência de “donos”. A teoria de Berle e Means abordou a questão da separação de titularidade de ações e controle da companhia para prever um futuro inusitado e, talvez, indesejado para os acionistas em um mercado pulverizado, onde os direitos seriam gradativamente retirados dos acionistas em benefício do crescimento do poder da administração da companhia<sup>262</sup>. Isso se daria, segundo eles, como consequência natural do status impessoal do acionista de uma sociedade aberta e do desenvolvimento do mercado de capitais, em busca de *liquidez*: explicam os autores que, para que a ação valha como dinheiro e possa ser passada de mão em mão, seu dono deve ser irrelevante para a companhia, cuja operacionalidade e lucratividade devem depender não dos acionistas, mas de uma estrutura administrativa mais permanente e responsável<sup>263</sup>. Este seria o primeiro passo para se obter liquidez no mercado de valores mobiliários.

O segundo passo, segundo os autores, tão importante quanto, seria garantir que a ação comercializada no mercado de valores mobiliários tenha um valor correspondente, ou seja, que a companhia possua ativos que suportem o valor das ações comercializadas. Assim deveria ser. Mas o mercado, com todas as suas expectativas e variações nem sempre objetivas, faz com que o valor da ação não seja medido pelo valor exato da companhia – *i.e.* aquilo que ela possui em ativos e sua capacidade de gerar fluxos de caixa – mas por meio da cotação do valor da ação no mercado, incorporando-se nesta todas as expectativas acerca do futuro da companhia e do comportamento dos administradores na condução dos negócios<sup>264</sup>.

Uma boa definição do funcionamento do mercado de valores mobiliários.

---

<sup>262</sup> Berle e Means, Capítulo VII, *The Resultant Position of the Stockholder*, p. 277-279.

<sup>263</sup> *Ibid.*, p. 284-285.

<sup>264</sup> *Ibid.*, p. 285-287.

No entanto, entre as previsões e definições de Berle e Means e o real desenvolvimento do mercado de capitais ao redor do mundo, há diversas lacunas que foram e continuam a ser preenchidas.

Afirmar que um mercado de valores mobiliários é disperso ou concentrado e, ainda, prever o tipo de controle predominante de acordo com a definição anterior, não é tarefa fácil. Ao longo deste trabalho, vimos estudos empíricos que consideraram, na identificação de controle acionário, linhas de corte que variaram de  $>50\%$  das ações (como nos estudos das brasileiras Érica Gorga e Marina Gelman) até  $\geq 5\%$  das ações (como no estudo do americano Clifford Holderness), para identificar se há dispersão ou concentração em determinados mercados.

A explicação para tanta divergência, na opinião deste mestrando, pode ser simples.

Sabemos que o acionista majoritário, ou seja, aquele que detém mais de 50% das ações da companhia, detém o seu controle, podendo impor sua vontade por meio do voto, naquelas matérias que a lei permite, pois sempre terá os meios e o poder para tal (presumindo-se que, em sede de mercado de capitais, o acionista que, agindo racionalmente, adquire ou mantém mais de 50% do capital votante de uma companhia, tem interesse em, de fato, exercer o seu controle).

No entanto, quando estamos diante de percentuais iguais ou inferiores a 50%, não é possível, à primeira vista, inferir o que vai acontecer com a companhia em termos de controle, sendo ainda possível que não haja um único padrão em seu processo decisório. De um lado, os administradores – conselheiros e diretores – têm, potencialmente, a capacidade de influenciar os acionistas e angariar a maioria necessária para aprovar suas decisões, exercendo um controle gerencial. De outro, os acionistas detentores de parcelas inferiores a 50%, porém relevantes – digamos, maiores do que 5% – também têm, potencialmente, a capacidade de influenciar outros acionistas e os próprios administradores da companhia, bem como de fazer prevalecer suas posições nas votações da assembleia, exercendo o controle minoritário.

Esse *mix* pode ficar ainda mais complexo se considerarmos, por exemplo, que administradores normalmente se preocupam com a opinião de seus maiores acionistas (considerados um de seus principais “stakeholders”), ainda que sejam detentores de parcelas do capital inferiores a 50% (veja-se o exemplo acima mencionado da ValueAct, que, com 0,8% das

ações da Microsoft, está recebendo toda a atenção dos administradores desta, com direito a assento no conselho de administração). Isso porque uma eventual saída desses acionistas, por exemplo, por meio da venda de suas ações, pode ter impactos sérios no valor da ação, desencadear problemas administrativos internos ou ainda abalar a reputação da companhia e a confiança do mercado naquele grupo de administradores.

Ou seja, o que se verifica em companhias que não possuem acionista ou bloco de controle majoritário é um cenário de incerteza ou indefinição em termos de controle: é possível que os administradores sejam capazes de controlar a companhia gerencialmente? Dependendo dos poderes conferidos pela lei societária aos administradores da companhia, sim. É possível que os maiores acionistas, ainda que minoritários, consigam se articular para influenciar as decisões e exercer o controle minoritário? Se tiverem disposição para ativismo acionário, tal qual aqui defendido, sim. É possível que acionistas e administradores negociem e se equilibrem no controle e nas influências exercidas sobre a companhia, dividindo o controle conforme seus interesses? Por que não?

No entanto, por mais incertezas que possam existir em um cenário em que a companhia não possui um acionista ou bloco de controle majoritário, ao se traduzir esta situação no mercado de capitais brasileiro, é difícil imaginar uma companhia brasileira com total controle gerencial, seja pelo atual estágio de concentração acionária, seja pelo arcabouço legal vigente, que não confere aos administradores da companhia os poderes conferidos, por exemplo, pela legislação americana.

A transição do estágio de controle majoritário para controle gerencial no Brasil não se dará automaticamente pelo simples aumento da ocorrência do número de ofertas públicas primárias nem pela gradual diminuição no número de companhias com acionistas ou blocos de controle majoritário. Ao falarmos de controle gerencial estamos falando de um cenário extremo, em que há uma separação completa entre a propriedade da ação e o controle da companhia, com acionistas distantes e desinteressados no controle da sociedade. Antes de se atingir esse nível, se é que vamos um dia atingi-lo, os administradores ainda terão de lidar com os acionistas minoritários, seja na qualidade de controlador, de *stakeholders*, de ativista acionário, ou até

mesmo de mandantes nas diversas votações em que a manifestação do acionista é necessária, segundo a legislação brasileira, que exige uma procuração para cada assembleia.

Em conclusão, no meio do caminho entre o controle majoritário e o controle gerencial há toda uma era de controle minoritário a ser compreendida e vivenciada, por administradores, agentes de mercado, órgãos reguladores, economistas, juristas, investidores, enfim, por toda a sociedade brasileira.

## 2. Conclusões finais

Diante de todo o exposto, conclui-se que:

1) A pulverização da participação acionária nas companhias brasileiras de capital aberto na última década, após a criação do Novo Mercado (segmento especial de negociação de valores mobiliários da BMF&BOVESPA), acendeu o debate em nosso país acerca do tema da propriedade acionária, em virtude da gradual mudança do status de controlador majoritário e do perfil do acionista de nossas companhias;

2) De acordo com a legislação pátria, há dispersão acionária quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação. Ou seja, há dispersão acionária quando não há controlador majoritário (detentor de mais de 50% das ações com direito de voto) na companhia;

3) O fenômeno da dispersão acionária pode ser diversamente compreendido em outras jurisdições. Nos Estados Unidos, por exemplo, o fenômeno da dispersão acionária denota uma ausência de controle acionário, majoritário ou de fato, o que possibilita a governança da companhia por seus administradores;

4) O fenômeno da dispersão acionária no mercado de capitais brasileiro pode ser entendido como o movimento através do qual a propriedade acionária das companhias brasileiras deixa de ser concentrada nas mãos de acionistas ou blocos de controle majoritários, detentores de

participação acionária superior a 50% do capital votante, para ser detida, isoladamente ou em conjunto, por acionistas detentores de participação acionária inferior a 50% do capital votante;

5) A dispersão acionária pode ser decorrente da criação de um sistema legal ou autorregulatório de proteção aos acionistas minoritários, do estabelecimento de políticas que promovam a desconcentração do poder financeiro, da ausência de incentivos legais para a manutenção do controle acionário e da ampla liberdade de atuação dos agentes privados no mercado de capitais, combinados em maior ou menor grau;

6) Inexistem evidências de que o fenômeno da dispersão acionária no Brasil esteja ocorrendo de forma crescente e gradual. A variação percentual dos níveis de dispersão acionária verificada entre 2007 e 2013 não parece ser significativa, de modo que sequer é possível identificar uma tendência pró concentração ou dispersão em relação às companhias do Novo Mercado e do Nível 2. De modo geral, o mercado de capitais brasileiro ainda é majoritariamente concentrado;

7) A legislação societária brasileira define como acionista controlador o detentor de participação acionária que, ao mesmo tempo (a) é titular de direitos de sócios que lhe assegure, de modo permanente (a.1) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e (a.2) ter o poder de eleger a maioria dos administradores, e (b) usa efetivamente seu poder de controle para comandar as atividades sociais e o funcionamento dos órgãos da companhia;

8) A figura do controlador minoritário está prevista e abarcada na legislação societária brasileira, que utiliza o termo acionista controlador sem distinção entre majoritário e minoritário, importando-se corretamente com o exercício efetivo do poder de controle ao invés do número de ações necessário para tal exercício;

9) O controle minoritário é o controle de fato da companhia, exercido por acionista ou grupo de acionistas não detentores da maioria de seu capital votante, e pode surgir pelo fenômeno da dispersão, quando há acionista ou grupo de acionistas que exerça efetivamente o poder de controle com menos de 50% do capital votante;

10) Nos casos de companhias sem controlador majoritário, o controle minoritário está emergindo como alternativa, e deverá prevalecer no mercado de capitais brasileiro antes de

serem atingidos os níveis de dispersão que possibilitem o controle gerencial. Aliás, o total controle gerencial em companhias brasileiras parece ser uma realidade ainda muito distante;

11) A existência dos pedidos públicos de procuração, por si só, evidencia a ausência de controlador majoritário e pode, ao mesmo tempo, ser força motriz do controle gerencial ou do controle minoritário, a depender dos agentes que fizerem uso deste instrumento. O pedido público de procuração é, portanto, uma forma de se conseguir expressar, em assembleia, o voto dos acionistas dispersos;

12) A crise financeira de 2008 expôs falhas no mercado de capitais norte-americano que evidenciam, dentre outras coisas, falta de compreensão acerca do funcionamento do sistema, problemas na regulação, excesso de crédito, governança corporativa defeituosa, comportamento negligente dos administradores e alta exposição a riscos, falhas éticas e de contabilização também por parte dos administradores. De um modo geral, a crise expôs uma desarmonia do controle gerencial com o sistema financeiro como um todo;

13) Após a crise de 2008, a administração federal dos Estados Unidos, a SEC e os agentes privados do mercado passaram a dar mais importância aos poderes dos acionistas em face aos poderes dos administradores, ao mesmo tempo em que se discutia se a gama de poderes concedidos aos acionistas não havia alterado de forma exacerbada o equilíbrio de poderes com a administração das companhias. No entanto, a SEC ainda não teve êxito em implementar mudanças que facilitarão a indicação de membros do conselho de administração por acionistas;

14) Os acionistas e investidores norte-americanos parecem estar um pouco mais atentos e passaram a pressionar mais a administração das companhias, aparentemente aumentando o ativismo acionário. Novos IPO's também mostram uma tendência de se manter o controle das companhias em seus fundadores, por meio da estrutura de super-ações, evitando o controle gerencial focado em metas de curto prazo;

15) No Brasil há indícios de que o ativismo acionário seja alto e de que provavelmente representará mais uma barreira ao controle gerencial. Ademais, o ativismo por aqui não é representado pela insurgência de acionistas contra a administração da companhia – pois não temos no Brasil um cenário de controle gerencial – mas sim pela participação ativa dos

acionistas nas deliberações sociais e nas decisões estratégicas das companhias. Ou seja, ativismo acionário no Brasil, neste momento do atual desenvolvimento do mercado de capitais, significa ausência de absenteísmo por parte dos acionistas, que, independentemente do tamanho da fatia detida na companhia, se fazem, em sua maioria, participativos e presentes;

16) As dúvidas e questionamentos a respeito das consequências da evolução da dispersão acionária e do controle minoritário no Brasil ainda são muitas. Particularmente, não há uma resposta acerca da estrutura de controle e propriedade acionária ideais nas companhias de capital aberto. O caminho para a pulverização acionária completa ainda é longo e o controle minoritário possui um vasto campo de aplicação.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANABTAWI, Iman and Stout, Lynn A. *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-02; Stanford Law Review, Vol. 60, 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1089606> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1089606>.

AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coordenação). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Director Primacy* (May 25, 2010), UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-06. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1615838>.

\_\_\_\_\_. *Shareholder Activism and Institutional Investors* (September 2005). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=796227>.

\_\_\_\_\_. *Shareholder Activism in the Obama Era* (July 22, 2009). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 09-14. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1437791> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1437791>.

BEBCHUK, Lucian. *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*. NBER Working Paper 7203 (July, 1999). Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/nber7203.99.pdf>.

\_\_\_\_\_; FRIED, Jesse M. *Executive Compensation and Agency Problem*. In Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, Number 3, Summer 2003, p. 71–92. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2003.Bebchuk-Fried.Executive.Compensation.pdf>.

\_\_\_\_\_. *Executive Pay and the Financial Crisis*. *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*. Wednesday February 1, 2012. Disponível em: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/02/01/executive-pay-and-the-financial-crisis/>.



\_\_\_\_\_ ; HIRST, Scott. *Private Ordering and the Proxy Access Debate* (November 1, 2009). *The Business Lawyer*, Vol. 65, No. 2, February 2010. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 653. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1513408>.

\_\_\_\_\_. *The Myth of the Shareholder Franchise*. *Virginia Law Review*, Vol. 93, No. 3, 2007; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 567, October 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=952078>.

BERLE, Adolf; Means, Gardiner. *The modern corporation and private property*. New York, Harcourt, Brace & World, 1932.

BERLE, Adolf; Means, Gardiner. *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, Jan 1, 1991.

BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. *Corporate Finance*, 2ª edição, Prentice Hall, 2010.

BLACK, Bernard S. *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*. As published in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, pp. 459-465, 1998.

BLACK JR., Lewis S. Delaware Department of State. Division of Corporations. *Why Corporations Choose Delaware?*. Disponível em: [corp.delaware.gov/whycorporations\\_web.pdf](http://corp.delaware.gov/whycorporations_web.pdf).

BM&F BOVESPA. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. Atualizado em fevereiro de 2008. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>.

BM&F BOVESPA. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. Em vigor a partir de 10/05/2011. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>.

BM&F BOVESPA. *Regulamento de listagem do Nível 2 de Governança Corporativa*. Em vigor a partir de 10/05/2011. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>.

BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do Nível 1 de Governança Corporativa*. Em vigor a partir de 10/05/2011. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel1.pdf>.

BORSTADT, Lisa; ZWIRLEIN; Thomas. *The Efficient Monitoring Role of Proxy Contests: An Empirical Analysis of Post-Contest Control Changes and Firm Performance*. *Financial Management*, Vol. 21, No. 3 (Autumn, 1992), pp. 22-34.

BUCKBERG, Elaine; NERA Econ. Consulting, & Macey, Jonathan; Yale Law School. *Report on Effects of Proposed SEC Rule 14a-11 on Efficiency, Competitiveness and Capital Formation*. 9 (2009). Disponível em: [www.nera.com/upload/Buckberg\\_Macey\\_Report\\_FINAL.pdf](http://www.nera.com/upload/Buckberg_Macey_Report_FINAL.pdf).

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. *Controle Gerencial*, v.2. São Paulo, Quartier Latin, 2010.

CAVALI, Rodrigo Costenaro. *A função da empresa no direito societário*. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2006.

CFA. *Shareowner Rights across the Markets: Individual Reports for 28 Different Markets*. Disponível em: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2013.n5.full>.

CHASAN, Emily. *Wall Street Journal*. *Facebook to Join Ranks of Dual-Class Listings*. 08 de Fevereiro de 2012. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/cfo/2012/02/08/the-big-number-20/>.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 5ª ed. rev. e atual. de acordo com o novo Código Civil e alterações da LSA. São Paulo: Saraiva, 2002, v.2.

COFFEE, John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control* (December 2000). Columbia Law and Economics Working Paper No. 182.

COFFEE, John C. *Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’* (February 2, 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 363; ECGI - Law Working Paper No. 144/2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1532922> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1532922>.

- COMPARATO, Fabio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. Ed. RT. São Paulo, 1970.
- \_\_\_\_\_ ; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4 ed. Rio de Janeiro, Forense, 2005.
- CRESWELL, Julie; DE LA MERCED, Michael J. *Fundos ativistas estão mais ousados, mas menos interessados em ataques*. Folha de São Paulo, direto do New York Times. 9 Set. 2013. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/09/1338667-fundos-ativistas-mais-ousados-mas-menos-interessados-em-ataques.shtml>.
- CRISOSTOMO, Vicente Lima; GONZALES, Eleuterio Vallelado. *Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil*. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482006000100006&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482006000100006&script=sci_arttext).
- CVM. Processo Administrativo RJ 2009-1956 (Reg. 6360-2009). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-1.HTM>.
- DA SILVA, André Carvalhal and LEAL, Ricardo P.C. *Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil* (November 2003). Coppead Working Paper Series No. 390. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=477302> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.477302>.
- EIZIRIK, Nelson. *Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública*. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coordenação). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- EIZIRIK, Nelson. *O mito do controle gerencial*. Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico e Financeiro. São Paulo, ano XXVI, n. 66, Abr/Jun. 1987.
- ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Financial Crisis Inquiry Commission Releases Report on the Causes of the Financial Crisis*. Disponível em: [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf).

FACEBOOK. *IPO Prospectus*. Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512240111/d287954d424b4.htm>.

FISCH, Jill E. *The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access* (2012). Emory Law Journal, Vol. 61, Pg. 435, 2012; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 11-05. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1769061> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1769061>.

FLEMING, Michael. *New Evidence on the Effectiveness of the Proxy Mechanism*. Federal Reserve Bank of New York Research Paper No. 9503, March 1995.

GARCIA, Letícia Simonetti. *O controle nas companhias abertas brasileiras de capital pulverizado*. 2008. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo.

GELMAN, Marina Oehling. *O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA*. 2012. Dissertação Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/wp-content/uploads/2013/09/Marina-Gelman-Disserta%C3%A7%C3%A3o-de-Mestrado.pdf>.

GILLAN, Stuart; STARKS, Laura T. *Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors*. Journal of Financial Economics 57 (2000) 275-305. Disponível em: <http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/laura.starks/gillanstarksjfe.pdf>.

\_\_\_\_\_. *The Evolution of Shareholder Activism in the United States* (2007), p. 2. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=959670> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.959670>.

GILSON, Ronald J.; SCHWARTZ, Alan. *Contracting About Private Benefits of Control* (November 29, 2012). Columbia Law and Economics Working Paper; Stanford Law and Economics Olin Working Paper; Yale Law & Economics Research Paper. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2182781> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218278>.

GILSON, Ronald J.; SCHWARTZ, Alan. *Contracting About Private Benefits of Control* (July 1, 2013). Columbia Law and Economics Research Paper No. 436; Stanford Law and Economics

Olin Research Paper No. 438; Yale Law & Economics Research Paper No. 461; ECGI - Law Working Paper No. 216.

GOLDSTEIN, Jeremy L. *Say on Pay 2012*. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. Saturday July 14, 2012. Disponível em: <http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.21899.12.pdf>.

GOOGLE. 2004 *Founders' IPO Letters*. Disponível em: <http://investor.google.com/corporate/2004/ipo-founders-letter.html>.

GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*, *Northwestern Journal of International Law & Business*. Vol. 29, Spring-2009, p. 439-554. Disponível em: <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1689&context=njilb>.

HANNSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Voting Restrictions in 19th Century Corporations: Investor Protection or Consumer Protection*. Maio 2010. Preparado para a conferência “Direito na História” na Universidade de Tel-Aviv, 13-15 de Junho de 2010. Disponível em: [http://www.law.tau.ac.il/Eng/\\_Uploads/dbsAttachedFiles/Hansman-Mariana-paper.pdf](http://www.law.tau.ac.il/Eng/_Uploads/dbsAttachedFiles/Hansman-Mariana-paper.pdf).

HERNANDEZ, Greg. *Disney splits top job in sharp Eisner rebuke - Pixar, Calpers and Comcast dramas trigger demotion action*. Daily News of Los Angeles, March 4, 2004.

HOLDERNESS, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. The Review of Financial Studies, Oxford University Press 2007. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=991363](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991363).

IBGC. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4.ed. São Paulo, SP: IBGC, 2009. Disponível em: [www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx](http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx).

IKENBERRY, David and LAKONISHOK, Josef. *Corporate Governance through the Proxy Contest. Evidence and Implications*. *Journal of Business*, Vol. 66, No. 3, 1993.

Investor Responsibility Research Center (IRRC) Institute. *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review*. October 2012. Disponível em: <http://irrcinstitute.org/pdf/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report.pdf>.

KPMG. *A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais Brasileiro (2013-2014)*. Disponível em: [http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos\\_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Risk-Consulting/A-Governanca-Corporativa-e-o-Mercado-de-Capitais-13-14.pdf](http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Risk-Consulting/A-Governanca-Corporativa-e-o-Mercado-de-Capitais-13-14.pdf).

JORGE WARDE JR., Walfrido. *A Nova S.A. – Admirável mundo novo*. Capital Aberto. Edição 108. Agosto de 2012.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership Around the World* (August 1998). Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=103130> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.103130>.

LAMY FILHO, Alfredo e Bulhões, Pedreira, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2ª ed., vol. 2, Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LARCKER, David F.; MCCALL, Allan L.; ORMAZABAL, Gaizka. *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies* (July 5, 2012). Stanford Graduate School of Business Research Paper No. 2105. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2101453> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2101453>.

MACEDO, Rafael Rocha de. *A Companhia Aberta no Novo Mercado: Rumo a Dispersão de Capital?*. Artigo eletrônico disponível no site da Coordenação de Pós-Graduação Lato Sensu. Disponível em: <http://www.cpgls.ucg.br/8mostra/Artigos/SOCIAIS%20APLICADAS/A%20COMPANHIA%20ABERTA%20NO%20NOVO%20MERCADO-RBDM.pdf>.

MESA Corporate Governance. *Estudo Empresarial. As Empresas Familiares. Surpresa: O fundador, hoje minoritário, e o private equity pensam igual*. Dezembro de 2008. Disponível em: <http://corporategovernance.com.br/4estudo.pdf>.

OIOLI, Erik F. *A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas*. 2013. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo.

\_\_\_\_\_. *Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

\_\_\_\_\_; VEIGA, M. G. Convergência e Divergência em Sistemas de Mercado de Capitais: o Caso Brasileiro. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coordenação). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OLIVEIRA, Flávia Jardim de; CARVALHO, Gabriela Cerqueira de. *O Controle Gerencial e a Responsabilização do Administrador em Caso de Conflito de Interesses*. In Revista RED-GV, Ano 02, Vol. 01, n. 03, julho-2013.

PARGENDLER, Mariana. *Cinco Mitos Sobre a História das Sociedades Anônimas no Brasil*. In: Luiz Fernando Martins Kuyven. (Org.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

PEPITONE, Juliane. CNN Money. Facebook IPO: What the %\$#! happened?. 23 Maio 2013. Disponível em: <http://money.cnn.com/2012/05/23/technology/facebook-ipo-what-went-wrong/>.

PIMENTA, Eduardo Goulart. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capital brasileiro. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coordenação). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

RAGAZZI, Ana Paula. *CVM barra registro para Azul por conta de estrutura com super PN*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/3307036/cvm-barra-registro-para-azul-por-conta-de-estrutura-com-super-pn>.

ROE, Mark. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press. 1994.

ROE, Mark. *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*. Columbia Law Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 155, January, 2000.

\_\_\_\_\_. *A Political Theory of American Corporate Finance*. 91 Colum. L. Rev. 10, 12 1991.

ROMANEK, Broc. *Doing the Math: How Many Proxy Access Comment Letters This Decade?* (Feb. 12, 2010, 7:50 AM), <http://www.thecorporatecounsel.net/Blog/2010/02/math-of-comment-letters.html>.

ROONEY, Ben. CNN Money. *Apple picks itself up off the mat*. 8 Maio 2013. Disponível em: <http://money.cnn.com/2013/05/08/investing/apple-stock/index.html?iid=EL>.

RUSSOLILLO, Steven. Wall Street Journal. *How and When Apple May Return More Cash to Shareholders*. 14 de abril de 2013. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/04/16/how-and-when-apple-may-return-more-cash-to-shareholders/>.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo. Malheiros, 2011.

SAVITT, William. *Say-on-Pay Litigation: Part Deux*. Disponível em: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/12/11/say-on-pay-litigation-part-deux/#more-37242>.

SEC. *Final Rule on Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>.

\_\_\_\_\_. *Speech by SEC Commissioner: Statement at Open Meeting to Adopt the Final Rule Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations* (“Proxy Access”). 25 Ago., 2010. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510tap.htm>.



\_\_\_\_\_. *Speech by SEC Commissioner: Statement at Open Meeting to Adopt Amendments Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations*. August 25, 2010. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510klc.htm>.

\_\_\_\_\_. *Bus. Roundtable v. S.E.C.*, 647 F.3d 1144, 1146 (D.C. Cir. 2011).

\_\_\_\_\_. *Final Rule on Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>.

\_\_\_\_\_. *Final Rule on Facilitating Shareholder Director Nominations*. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9136.pdf>.

\_\_\_\_\_. *Speech by SEC Commissioner: Statement at Open Meeting to Adopt the Final Rule Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations (“Proxy Access”)*. August 25, 2010. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510tap.htm>.

\_\_\_\_\_. *Speech by SEC Commissioner: Statement at Open Meeting to Adopt Amendments Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations*. August 25, 2010. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch082510klc.htm>.

SIQUEIRA, Izes Augusta da Silva. *Acordos de acionistas das sociedades de economia mista de capital aberto*. Dissertação Mestrado. 2012. Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Disponível em: [http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUOS-8XTNDF/final\\_izes.pdf?sequence=1](http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUOS-8XTNDF/final_izes.pdf?sequence=1).

TAIT, Peter Guthrie. *Newton’s Laws of Motion*. Publisher, A. & C. Black, 1899. Original from the University of Michigan. Digitalized on Jun 8, 2007.

TOMASIC, Roman; BOTTOMLEY, Stephen, MCQUEEN, Rob. *Corporations Law in Australia*. 2a. ed., Sydney: The Federation Press, 2002.

VALADARES, Silvia Mourthe e LEAL, Ricardo P.C. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies* (Sem data), p. 2. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=213409> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.213409>.

VALOR INTERNATIONAL. *Tarpon and Previ demand reforms at state-owned utility firm Celesc*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/international/news/3276880/tarpon-and-previ-demand-reforms-state-owned-utility-firm-celesc?print=1#ixzz2pDV8dhs2>.

VARGAS, Luiz Henrique Fernandes. *Ativismo de Acionistas no Mercado Acionário Brasileiro: Evidências e Determinantes em Empresas Listadas na BM&FBOVESPA*. Dissertação do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo. Outubro 2013. Disponível em: [http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese\\_6527\\_Disserta%E7%E3o%20PDF%20-%20Luiz%20Henrique%20Fernandes%20Vargas.pdf](http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese_6527_Disserta%E7%E3o%20PDF%20-%20Luiz%20Henrique%20Fernandes%20Vargas.pdf).

VERRET, J. W. *Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware's Future Reviewing Company Defenses in the Era of Dodd-Frank* (August 8, 2010). George Mason Law & Economics Research Paper No. 10-37. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1655482> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1655482>.

WESSEL, Rhea. New York Times. Dealbook. "Activist investors are testing online technologies to reach out to small shareholders, find potential allies and coordinate proxy votes." Disponível em: [http://dealbook.nytimes.com/2011/03/24/activist-investors-turn-to-social-media-to-enlist-support/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2011/03/24/activist-investors-turn-to-social-media-to-enlist-support/?_r=0).

WOILER, João. *O mercado de capitais no Brasil*. Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI616,71043-O+Mercado+de+Capitais+no+Brasil>.

YOON, Al. Wall Street Journal. *Total Global Losses From Financial Crisis: \$15 Trillion*. October 1, 2012. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/economics/2012/10/01/total-global-losses-from-financial-crisis-15-trillion/>.

## LEGISLAÇÃO

BRASIL. Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

\_\_\_\_\_. Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

\_\_\_\_\_. Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

\_\_\_\_\_. Lei 12.441, de 11 de julho de 2011.

\_\_\_\_\_. Instrução CVM n° 361, de 5 de março de 2002.

\_\_\_\_\_. Instrução CVM n° 476, de 16 de janeiro de 2009.

\_\_\_\_\_. Instrução CVM n° 480, de 7 de dezembro de 2009.

\_\_\_\_\_. Instrução CVM n° 481, de 17 de dezembro de 2009.

\_\_\_\_\_. Projeto de Lei 4.303/2012.

\_\_\_\_\_. Resolução 401 do Banco Central do Brasil, de 22 de dezembro de 1976.

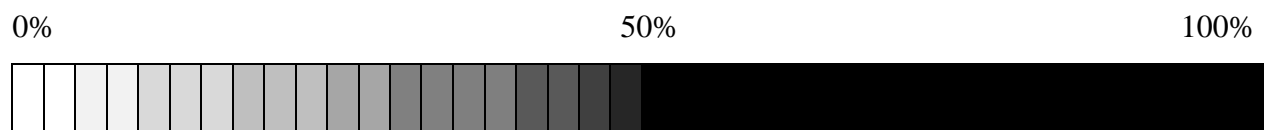
\_\_\_\_\_. Resolução 2.927 do Banco Central do Brasil, de 17 de janeiro de 2002.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Delaware General Corporate Law.

\_\_\_\_\_. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Pub. L. No. 111-203, § 971, 124 Stat. 1376, 1915 (2010) (codified as amended at 15 U.S.C. § 78n(a)(2) (Supp. IV 2010)).

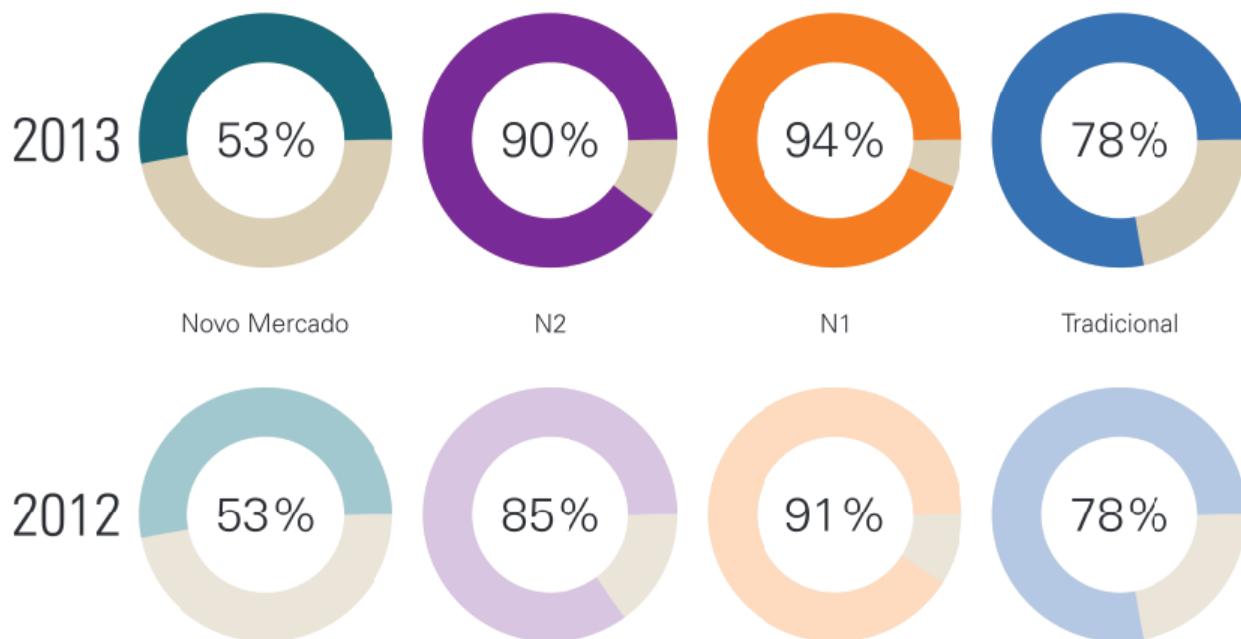
**ANEXO**  
**FIGURAS E TABELAS**

**Figura 1:** Dispersão Acionária vs. Concentração Acionária

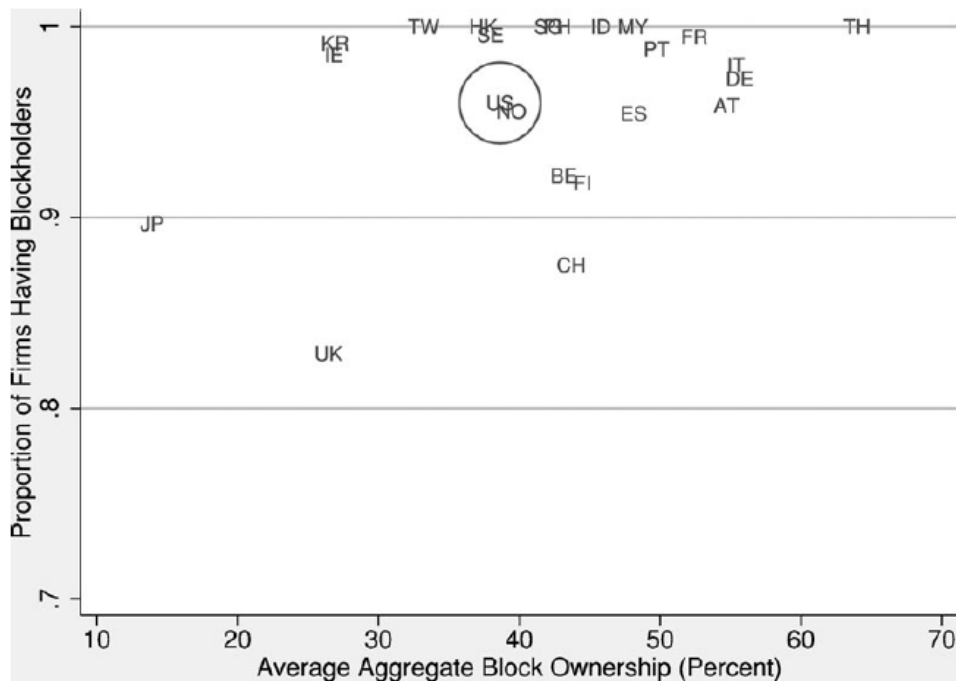


**Figura 2:** Identifica o percentual de companhias que possuem capital com controle majoritário ou compartilhado, nos anos de 2012 e 2013, segundo o estudo da KPMG (2013-2014).

**Percentual de empresas que possuem controle majoritário ou compartilhado**



**Figura 3:** Reprodução da Figura 2 do estudo de Holderness, contendo gráfico da distribuição dos países conforme a proporção de companhias e contêm blocos de controle vs. a média do percentual agregado do bloco de controle.

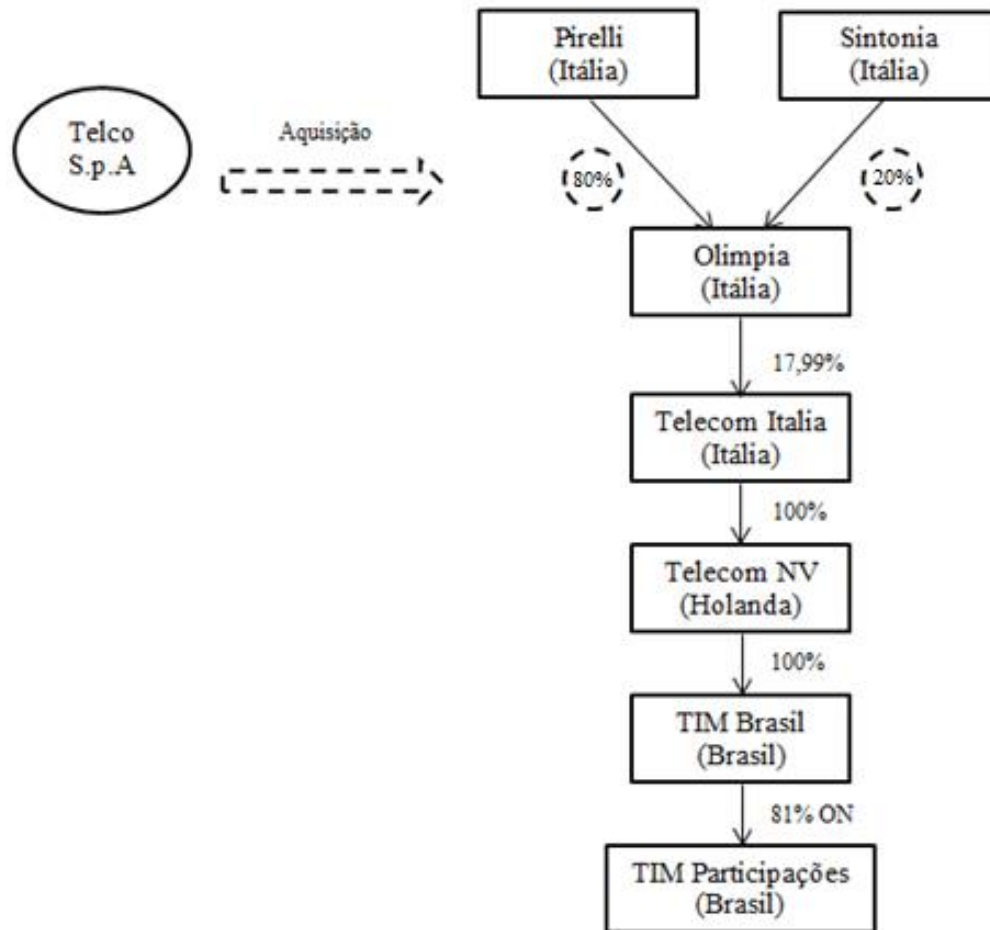


**Figure 2**

**Scatter diagram of large-block common stock ownership at public corporations in the United States and 22 other countries**

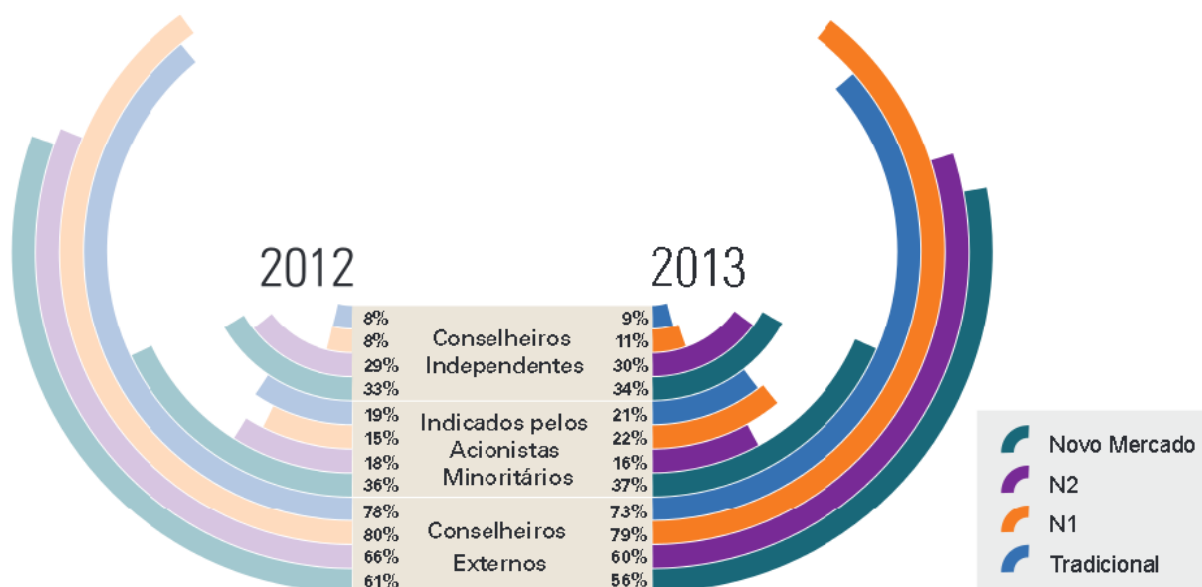
X-axis is the country average of the aggregate percent common stock ownership of all shareholders in a firm who own at least 5% of the voting power of the common stock. If a firm has no blockholders, the firm is included in the country average at zero. Y-axis is the proportion of firms within a given country that have at least one blockholder. Blockholders are those shareholders who own at least 5% of the voting power of the common stock. The scatter point for the United States is circled. U.S. ownership data are from a random sample of 375 CRSP- and Compustat-listed corporations and come from 1995 proxy statements. Non-U.S. ownership data encompass 7842 firms from 22 countries and come from the data sets used in Faccio and Lang (2002) and Claessens, Djankov, and Lang (2000). Variables are defined in Table 2. Country abbreviations are as follows: U.S. (United States of America), AT (Austria), BE (Belgium), CH (Switzerland), DE (Germany), ES (Spain), FI (Finland), FR (France), HK (Hong Kong), ID (Indonesia), IE (Ireland), IT (Italy), JP (Japan), KR (South Korea), MY (Malaysia), NO (Norway), PH (Philippines), PT (Portugal), SE (Sweden), SG (Singapore), TH (Thailand), TW (Taiwan), UK (United Kingdom).

**Figura 4:** Estrutura societária da operação discutida no âmbito do Processo Administrativo RJ2009/1956 da CVM



**Figura 5:** Reprodução da composição do Conselho de Administração das companhias do Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Tradicional, nos anos de 2012 e 2013, segundo estudo da KPMG (2013-2014)

### Composição do Conselho de Administração



Na composição dos Conselhos de Administração, notamos um ligeiro aumento na participação de conselheiros indicados por acionistas minoritários e conselheiros independentes em 2013 em relação a 2012.



**Tabela 1.** Resumo comparativo dos dados levantados pelas pesquisas de Silvia Mourthé Valadares (“SMV”) e Ricardo Pereira Câmara Leal (“RPCL”), com dados de 1996, de um lado, e André Carvalhal da Silva (“ACS”) e RPCL, com dados de 2000, de outro.

<b>Bovespa</b>	<b>SMV e RPCL (1996)</b>	<b>ACS e RPCL (2000)</b>
Companhias	589*	495*
Companhias analisadas	325 (55,2%)	225 (45,5%)
Companhias que detinham acionista majoritário (>50%)	203 (62,5%)	203 (90,2%)
Capital votante detido, em média, pelo maior acionista, dentre as companhias com controle majoritário	74%	76%
Capital votante detido, em média, pelo maior acionista, dentre as companhias sem controle majoritário	32%	37%
Capital votante detido, em média, pelo maior acionista individual	58%	72%
Capital votante detido, em média, pelos três maiores acionistas	78%	85%
Capital votante detido, em média, pelos cinco maiores acionistas	82%	87%

\* Informação não apresentada no estudo e indisponível no site da BM&F Bovespa. Por isso, usou-se como fonte: WOILER, João. **O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL**. Disponível em <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI616,71043-O+Mercado+de+Capitais+no+Brasil> Acesso em 01 jul. 2013.

**Tabela 2.** Resumo comparativo dos dados levantados pelas pesquisas de Érica Gorga (“EG”), com dados de 2007, de um lado, e Marina Gelman (“MG”), com dados de 2012, de outro.

<b>Novo Mercado</b>	<b>EG (2007)</b>	<b>MG (2012)</b>
Companhias listadas	92	128
Companhias pesquisadas	92 (100%)	127 (99,22%)
Companhias que detinham acionista majoritário (>50%)	27 (29,35%)	39 (30,71%)
Companhias que detinham acordo de controle	20 (21,74%)	23 (18,11%)
Companhias controladas individualmente ou por bloco	47 (51,09%)	62 (48,82%)
<b>Nível 2</b>	<b>EG (2007)</b>	<b>MG (2012)</b>
Companhias listadas	20	20
Companhias pesquisadas	20 (100%)	20 (100%)
Companhias que detinham acionista majoritário (>50%)	14 (70%)	10 (50%)
Companhias que detinham acordo de controle	4 (20%)	6 (30%)
Companhias controladas individualmente ou por bloco	18 (90%)	16 (80%)
<b>Novo Mercado e Nível 2</b>	<b>EG (2007)</b>	<b>MG (2012)</b>
Total de companhias com acionista majoritário (>50%)	41 (36,61%)	49 (33,33%)
Total de companhias que detinham acordo de controle	24 (21,43%)	29 (19,73%)
Total de companhias controladas individualmente ou por bloco	65 (58,04%)	78 (53,06%)

**Tabela 3.** Resumo comparativo dos dados levantados por Gorga (Coluna 2, “2007”), Gelman (Coluna 3, “2012 (maio)”) e KPMG (Coluna 4, “2012”, e Coluna 5 “2013”), acerca do percentual de companhias do Novo Mercado e do Nível 2 com controle individual ou compartilhado.

	<b>2007</b>	<b>2012 (maio)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Companhias do Novo Mercado com controlador individual ou compartilhado	51,09%	48,82%	53%	53%
Companhias do Nível 2 com controlador individual ou compartilhado	90%	80%	85%	90%

**Tabela 4:** Comparação entre Capital Disperso vc. Capital Concentrado

<b>Capital Disperso</b>	<b>Capital Concentrado</b>
1. Gestores têm grande discricionariiedade	1. É improvável que haja um Conselho de Administração independente
2. Gestores podem agir oportunisticamente	2. O monitoramento de gestores á feito pelo acionista controlador
3. Gestores precisam ser monitorados e restringidos pelo Conselho de Administração, que é independente	3. Formas alternativas de proteção da companhia, que não dependam do Conselho, precisam ser encontradas

**Tabela 5.** Questões do Índice de Ativismo de Acionistas do estudo de VARGAS (2013)

1	Acionistas pleiteiam representação no Conselho de Administração e ou Fiscal?
2	Acionistas reprovam proposta(s) apresentada(s) para votação em assembleia?
3	Acionistas votam contrariamente, mas não reprovam proposta(s) apresentada(s) para votação em assembleia?
4	Acionistas apresentam proposta(s) previamente para votação em assembleia?
5	Acionistas apresentam proposta(s), durante assembleia, para que sejam votadas?
6	Acionistas protocolam reclamação contra a empresa junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM)?
7	Existe(m) notícia(s) sobre a empresa que relata(m) alguma forma de ativismo de acionista(s) e ou insatisfação de investidor(es)?

**Tabela 6:** Anexo 24 - Conteúdo do Formulário de Referência, da INSTRUÇÃO CVM Nº 480, de 7 dezembro de 2009, item 15.

<b>EMISSORES REGISTRADOS NAS CATEGORIAS "A" E "B"</b>	<b>Os campos assinalados com "X" são facultativos para o emissor registrado na categoria "B"</b>
<b>15 Controle</b>	
1. Identificar o acionista ou grupo de acionistas controladores, indicando em relação a cada um deles:	
a. Nome	
<input type="checkbox"/> nacionalidade	
<input type="checkbox"/> CPF/CNPJ	
<input type="checkbox"/> quantidade de ações detidas, por classe e espécie	
<input type="checkbox"/> percentual detido em relação à respectiva classe ou espécie	
<input type="checkbox"/> percentual detido em relação ao total do capital social	
<input type="checkbox"/> se participa de acordo de acionistas	
<input type="checkbox"/> se o acionista for pessoa jurídica, lista contendo as informações referidas nos subitens "a" a "d" acerca de seus controladores diretos e indiretos, até os controladores que sejam pessoas naturais, ainda que tais informações sejam tratadas como sigilosas por força de negócio jurídico ou pela legislação do país em que forem constituídos ou domiciliados o sócio ou controlador	
<input type="checkbox"/> data da última alteração	
2. Em forma de tabela, lista contendo as informações abaixo sobre os acionistas, ou grupos de acionistas que agem em conjunto ou que representam o mesmo interesse, com participação igual ou superior a 5% de uma mesma classe ou espécie de ações e que não estejam listados no item 15.1:	X
a. Nome	X
<input type="checkbox"/> nacionalidade	X
<input type="checkbox"/> CPF/CNPJ	X
<input type="checkbox"/> quantidade de ações detidas, por classe e espécie	X
<input type="checkbox"/> percentual detido em relação à respectiva classe ou espécie e em relação ao total do capital social	X
<input type="checkbox"/> se participa de acordo de acionistas	X
<input type="checkbox"/> data da última alteração	X
3. Em forma de tabela, descrever a distribuição do capital, conforme apurado na última	

assembleia geral de acionistas:	
a. número de acionistas pessoas físicas	
<input type="checkbox"/> número de acionistas pessoas jurídicas	
<input type="checkbox"/> número de investidores institucionais	
<input type="checkbox"/> número de ações em circulação, por classe e espécie	
4. Caso o emissor deseje, inserir organograma dos acionistas do emissor, identificando todos os controladores diretos e indiretos bem como os acionistas com participação igual ou superior a 5% de uma classe ou espécie de ações, desde que compatível com as informações apresentadas nos itens 15.1 e 15.2	X
5. Com relação a qualquer acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte, regulando o exercício do direito de voto ou a transferência de ações de emissão do emissor, indicar:	X
a. partes	X
<input type="checkbox"/> data de celebração	X
<input type="checkbox"/> prazo de vigência	X
<input type="checkbox"/> descrição das cláusulas relativas ao exercício do direito de voto e do poder de controle	X
<input type="checkbox"/> descrição das cláusulas relativas à indicação de administradores	X
<input type="checkbox"/> descrição das cláusulas relativas à transferência de ações e à preferência para adquiri-las	X
<input type="checkbox"/> descrição das cláusulas que restrinjam ou vinculem o direito de voto de membros do conselho de administração	X
<input type="checkbox"/> Indicar alterações relevantes nas participações dos membros do grupo de controle e administradores do emissor	X
<input type="checkbox"/> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes	