UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

ACORDO DE ACIONISTAS E PODER DE CONTROLE NA SOCIEDADE ANÔNIMA BRASILEIRA

JOSÉ ORLANDO GONÇALVES DA SILVA

matrícula nº 0301025

ORIENTADOR: Prof. Márcio Souza Guimarães

JULHO DE 2005

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

RESUMO

Ao longo das últimas décadas, temos verificado uma evolução bastante importante nas relações decorrentes do exercício do voto visando à assunção ou manutenção do poder de controle na sociedade anônima, bem como nas relações dos controladores com os minoritários. Entretanto, como em todo processo evolutivo, alguns obstáculos surgem com relativa freqüência.

No presente trabalho, procuramos analisar a trajetória de luta pelo poder na sociedade anônima de capital aberto brasileira, da qual o acordo de acionistas se insere como um instrumento poderoso para afastar as possibilidades de conflitos, ressaltando que este instrumento pode, também servir aos minoritários para influenciar a gestão e melhor fiscalizar a companhia.

Para melhor compreender o assunto, faz-se necessário melhor estudar os conceitos de Governança Corporativa, relacionados ao tema, bem como as opiniões de juristas e a legislação societária reinante sobre o assunto, notadamente as recentemente modificações havidas.

O presente estudo ressalta, ainda, a importância do Programa Nacional de Desestatização – PND, da Governança Corporativa e do Novo Mercado no desenvolvimento de uma melhor estrutura de capital, com a congregação de diferentes acionistas em torno de uma mesma sociedade, com destaque para os Investidores Institucionais participando ativamente da gestão das companhias desestatizadas.

Por fim, comentamos as principais alterações produzidas pela Lei nº 10.303/01 na legislação societária, em especial com relação à vinculação dos membros do conselho de administração e diretores às decisões dos controladores tomadas em reuniões prévias.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO 05

CAPÍTULO I - ACORDO DE ACIONISTAS NO PERÍODO PRÉ-PRIVATIZAÇÕES DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO 07

I.1 – HISTÓRICO DAS SOCIEDADES MERCANTIS 07

I.2 - LEGISLAÇÃO DE OUTROS PAÍSES SOBRE ACORDO DE ACIONISTAS 10

I.3 – ACORDO DE ACIONISTAS NO BRASIL E A LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA 13

I.4 - OBJETIVO E CARACTERÍSTICAS DO ACORDO DE VOTOS 17

CAPÍTULO II - INOVAÇÕES SURGIDAS APÓS A IMPLEMENTAÇÃO DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO 21

II.1 - O PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO – PND 21

II.2 - DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA 23

II.3 - DESENVOLVIMENTO DO NOVO MERCADO 28

CAPÍTULO III - AS RELAÇÕES DE PODER NA SOCIEDADE ANÔNIMA 30

III.1 - OS INSTRUMENTOS DE GESTÃO E DE FISCALIZAÇÃO NAS S.A 30

III.1.1 – Conselho de administração 30

III.1.2 – Diretoria 33

III.1.3 - Conselho fiscal 34

III.1.4 - Auditoria Independente 37

III.1.5 - *Stakeholders* e controle externo 38

III.2 - O CRESCIMENTO DOS INVESTIDORES QUALIFICADOS 41

CAPÍTULO IV – O ACORDO DE ACIONISTAS FRENTE À LEGISLAÇÃO ATUAL E À GOVERNANÇA CORPORATIVA 42

IV.1 - O ACORDO DE ACIONISTAS NO BRASIL NOS ÚLTIMOS ANOS (1995-2004) 42

IV.2 - PRINCIPAIS ALTERAÇÕES PRODUZIDAS PELA LEI N^{O} 10.303/01 42

IV.2.1 - Acordo de votos vinculando os acionistas participantes 42

IV.2.2 - Acordo de votos vinculando os administradores 44

CONCLUSÃO 47

BIBLIOGRAFIA 48

INTRODUÇÃO

No Brasil a quase totalidade das empresas apresenta o seu controle centrado em apenas uma pessoa física ou família (direta ou indiretamente), que exerce a gestão da empresa. Essa situação também se verificava, até alguns anos, na quase totalidade das sociedades anônimas de capital aberto, cujo controle acionário era concentrado em uma pessoa, família ou pequeno grupo bastante coeso.

A reversão desta situação vem acontecendo ao longo das últimas décadas, em função de vários fatores, sendo verificada, em boa parte das companhias, uma divisão do poder de controle entre vários acionistas que, antes de se reunirem em torno da sociedade, não possuíam relacionamentos de qualquer espécie. A forma mais eficiente de ajustamento do relacionamento entre esses diferentes acionistas, atualmente empregada, se dá através de acordo de acionistas.

O acordo de acionistas, conforme define o professor João Luiz Coelho da Rocha,[1] é "uma arma versátil e poderosa de acertamento de direitos e obrigações entre acionistas, que deve favorecer o desenvolvimento das empresas".

Este instrumento tem duas vertentes, a primeira trata da regulação da compra e venda de ações ou preferência para adquiri-las, entre os signatários do instrumento, impondo, normalmente, restrições à negociação, ao que se denomina acordo de bloqueio. A segunda vertente visa ao disciplinamento do exercício do voto na companhia, resguardando o poder de controle (ou a defesa dos interesses dos minoritários, quando celebrado entre esses), que é o acordo de votos.

Esta segunda vertente muitas vezes se confunde com o próprio acordo de acionistas, por ser o dispositivo que se manifesta mais claramente nas questões que envolvam a disputa do poder de controle da sociedade. Ele, o acordo de votos, ainda que não seja formalmente integrante do acordo de acionistas (o que raramente ocorre), o é na essência, pois viabiliza a existência do segundo, o instrumento maior, com o disciplinamento do comportamento dos signatários frente às decisões a serem tomadas, mediante exercício do voto, no âmbito da companhia.

---

[1] ROCHA, João Luiz Coelho da. Acordo de Acionistas e Acordo de Cotistas, p.xiii. Lumen Juris, Rio de Janeiro, 2002.

Ressaltamos que o acordo de acionistas pode ser verificado em outros tipos de sociedades, embora o mais comum seja existir nas "companhias abertas". Pode, também, o acordo de acionistas ser celebrado por minoritários, com vistas a unir forças visando influenciar a gestão da companhia e melhor fiscalizar os atos praticados pelos administradores e pelos controladores.

No Brasil, há de se ressaltar a importância do Programa Nacional de Desestatização, instituído ainda no governo Fernando Collor de Melo, implementado a partir do governo Itamar Franco, com o maior número de privatizações ocorrendo no governo seguinte, do Fernando Henrique Cardoso. As privatizações decorrentes desse Programa alavancaram a prática do acordo de acionista no país.

Importante, também, considerar-se, para a evolução do acordo de acionista no país, a introdução dos princípios da governança corporativa a partir da criação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, com a adoção destes por um quantitativo cada vez maior de sociedades anônimas, bem como o crescimento da atuação dos acionistas minoritários, especialmente os investidores institucionais, no balizamento da atuação dos acionistas controladores das S.A. no Brasil.

Por ser o acordo de acionistas mais comum nas sociedades anônimas de capital aberto, bem como por serem estas companhias as únicas de que se possui informações mais precisas, dada a obrigação de informar à Comissão de Valores Mobiliários – CVM [2] e ao mercado a existência do instrumento, seus celebrantes e principais dispositivos, o presente trabalho foi desenvolvido com base nas informações dessa espécie de sociedade.

Nosso objetivo é, portanto, analisar o acordo de acionistas frente aos mecanismos de exercício do poder de controle nas sociedades anônimas de capital aberto. Para isso, faz-se necessário analisar, também, a legislação societária atual e os preceitos de governança corporativa, relacionados ao tema.

[2] Comissão de Valores Mobiliários – CVM, autarquia federal responsável pela fiscalização e regulamentação do mercado de capitais no Brasil, inclusive com poderes conferidos pela Lei nº 6.385, de 07.12.1976, para normatizar direitos e obrigações das companhias sob sua competência.

CAPÍTULO I - ACORDO DE ACIONISTAS NO PERÍODO PRÉ-PRIVATIZAÇÕES DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

I.1 - HISTÓRICO DAS SOCIEDADES MERCANTIS

Para melhor se entender o que é o instrumento acordo de acionistas, faz-se necessário discorrer sobre a evolução das sociedades até a época atual.

Abstraindo discussões relativamente à forma predatória como se deram o desenvolvimento humano, com a subjugação de povos e culturas, temos que a união de indivíduos com trabalho e, mais tarde, com capital permitiu a construção de impérios, nações, corporações de comércios, de serviços e de indústrias, produzindo e comercializando os mais variados bens de insumo, de consumo e de produção.

No processo de evolução humana, a forma de associação de indivíduos vem sendo aperfeiçoada desde os nossos ancestrais pré-históricos, que se uniram instintivamente visando à sobrevivência da espécie, passando pelos povos antigos, que já apresentavam sistemas organizacionais com uma divisão de trabalhos bem definida, até se chegar à alta Idade Média, com a disseminação do sistema feudal na Europa, entre os séculos IX e XI, ocasião em que ocorreu um deslocamento da figura de empreendedor do monarca para indivíduos relativamente comuns, os senhores feudais.

Porém, até então, inexistia uma relação societária, posto que os empreendedores eram os governantes (imperadores, faraós, etc.), com poderes absolutos, ou os por estes aquinhoados, como os senhores feudais, o que significava a inexistência de sócios e, por conseguinte, de uma sociedade de fato. Também inexistia a mentalidade de lucro, que exigiria a busca de excedentes, visto que as atividades exercidas eram de subsistência. Os trabalhadores ou eram escravos, provenientes de povos inimigos derrotados, ou simples servos, recebendo tão-somente precárias alimentação e estalagem.

Fato importante para a formação das sociedades foi a reversão do processo de empobrecimento nos reinos europeus, a partir do século XI, em razão do aumento da produtividade agrícola advindo da utilização de técnicas mais modernas, da abertura de novas lavouras e do crescimento demográfico. A formação de excedentes de produção agrícola e de mão-de-obra propiciaram o desenvolvimento das cidades, surgindo nelas os

burgos, bairros construídos em volta das velhas muralhas, e duas novas classes: comerciantes e artesãos. A burguesia urbana assumiu um papel econômico mais dinâmico em lugar do sistema feudal.

Nesse período formaram-se os tipos mais antigos de sociedades mercantis, com a efetiva reunião de sócios, tendo contribuído, para isto, as melhorias nas condições sociais e políticas, que trouxeram estímulos às associações e ao desenvolvimento do comércio, culminando com a "formação do direito comercial".[3]

O crescimento demográfico e econômico verificado entre os séculos XI e XIII propiciou a expansão territorial dos reinos cristão e a abertura de grandes horizontes marítimos ao comércio. Na Europa, as atividades comerciais de troca de cereais, de peles e de outras matérias-primas apresentaram um grande incremento, principalmente por produtos manufaturados, cada vez mais abundante. A indústria, o comércio e a atividade financeira floresceram nas cidades do norte da Itália (Veneza, Gênova, Florença etc.), bem como em Marselha e Barcelona, levando o Mediterrâneo e o Mar do Norte a se tornarem os dois pólos do comércio internacional[4].

A intensificação da atividade mercantil levou à profissionalização do comerciante ao aparecimento das corporações de comércio, regulando a atividade mercantil. A multiplicação das cidades livres também contribui para o surgimento de sociedades congregantes de pessoas e capitais, visando atingirem, juntos, lucros maiores que o alcançado isoladamente. Essa espécie de sociedade passou a ser denominada "em nome coletivo, a comandita simples e a conta de participação", sendo, mais tarde, "chamada simplesmente 'sociedade' ou – mais comumente – 'companhia' (palavra que formou de cum *panis*, ou seja, os que 'comem do mesmo pão', ou convivem em uma comunidade de vida ou de trabalho...)", conforme nos ensinam os professores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira.[5]

Os descobrimentos de novas terras realizados a partir da segunda metade do século XV e a forte expansão industrial ocorrida em toda a Europa, no século XVI, com o aumento da produção de bens que utilizavam matérias-primas agrícolas ou produtos minerais, propiciaram o surgimento, no século XVII, das companhias colonizadoras,

---

[3] LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José, Luiz. A Lei das S.A. (Pressuposto, Elaboração, Modificações), p. 25. Volume I, 3ª Edição. Renovar, Rio de Janeiro, 1997.
[4] LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José, Luiz. *Ob. cit.*, p. 26.
[5] LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José, Luiz. *Ob. cit.*, pp. 26 e 27.

frutos da associação dos Estados europeus com comerciantes e investidores, interessados em novos mercados, em novas rotas para o oriente e, principalmente, nas mercadorias e riquezas possivelmente existentes nos domínios a serem explorados.

O primeiro e mais importante desses empreendimentos foi a "Companhia das Índias Orientais", fundada em 1602, na Holanda, que admitiu sócios de todas as classes, nacionalidades, etnias, sem limitação de qualquer natureza. A todos os participantes do empreendimento foi outorgado um comprovante, "transferível livremente, que assegurava aos respectivos titulares direito de ação contra a Companhia para haver a sua parte no patrimônio comum, e nos lucros: daí o nome de ação ('Aktie' em Holandês) atribuído ao título de participação". [6]

Outras companhias colonizadoras foram criadas na Europa, mantendo as características básicas da pioneira e do título representativo do seu patrimônio. Esta espécie de sociedade é a precursora das sociedades anônimas de capital aberto hoje existentes. Conforme assinala Tullio Ascarelli[7], "se remontarmos à história das sociedades anônimas, depararemos com as companhias coloniais, a começar pela Companhia das Índias Orientais, em 1602."

As Bolsas de Valores surgiram ainda na Idade Média e realizavam a negociação simultânea de bens, moedas, títulos de crédito, seguros marítimos, etc. Os títulos da Companhia das Índias Orientais foram, inicialmente, comercializados nas bolsas existentes. Mais tarde, com a popularização de tal espécie de título, oriundos também de companhias similares, passaram a ser transacionados em bolsas especializadas então criadas. Apenas sete anos após o surgimento dessa Companhia, suas ações tornaram-se objeto de desenfreada especulação, com manipulação na bolsa, levando o governo a proibir operações a prazo com tais títulos.[8]

A revolução industrial, no final do século XVIII não apenas impulsionou a formação de sociedades, como transformou radicalmente o modo de vida de todos, com a formação de novos conceitos, como padronização da produção, economia de escala, economia de mercado, etc. A criação de novas indústrias, empresas mercantis e de outros empreendimentos de grande porte (ferrovias, canais para navegação, etc.) demandava

---

[6] LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José, Luiz. *Ob. cit.*, p. 31 a 33.
[7] ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado, p. 452. 1ª Edição. Bookseller, São Paulo, 2001.
[8] LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José, Luiz. *Ob. cit.*, pp. 34, 39 e 40.

quantidade elevada de capital, e isto somente foi possível graças à utilização de poupança pública, aumentando a importância de uma classe especial, a dos investidores.

Tem-se, aí, um estreitamento das relações entre empreendedor e investidor – simultaneamente ao desenvolvimento e fortalecimento do capitalismo –, gerando um círculo virtuoso, em que o incremento do processo de aperfeiçoamento das relações societárias leva ao aumento da capitalização das empresas e ao desenvolvimento do direito comercial, e vice-versa, alavancando as negociações com valores mobiliários, principalmente a partir do meado do século XIX.

Com crescimento dos empreendimentos os acionistas passaram a ter dificuldades para gerir os negócios, sendo necessário delegar poderes para outras pessoas, dando origem à classe dos administradores, bem como à segregação de funções e ao desenvolvimento de mecanismos de fiscalização e de monitorar dos atos desses profissionais (administradores).

As conturbações verificadas ao longo do tempo demandaram – e ainda hoje requerem – a edição de códigos comerciais e de leis específicas nos principais países da Europa e nos Estados da América do Norte, regulando as obrigações e direitos das sociedades e de seus sócios.[9] Conceitos de proteção a minoritários vêm sendo aperfeiçoados nas últimas décadas, visando amenizar as relações conflitantes entre os diferentes acionistas.

I.2 - LEGISLAÇÃO DE OUTROS PAÍSES SOBRE ACORDO DE ACIONISTAS

Não são precisas as informações quanto às origens das primeiras convenções entre sócios, com vistas ao exercício do poder de controle. Modesto Carvalhosa indica o instrumento "Sindicato de Acionistas" como precursor do que hoje temos como acordo de acionistas, ensinando que o seu objetivo era "organizar e unificar o voto dos acionistas com a finalidade de controlar a sociedade (sindicato de mando) ou com o fito de organizar uma minoria dispersa para resguardar seus interesses (sindicato de defesa)."[10]

Ressalta, o ilustre professor Carvalhosa, que, embora a essência do Sindicato de Acionistas fosse o pacto de unidade dos votos, "de qualquer forma, o sindicato de voto

---

[9] Vide seção seguinte: I.2 - LEGISLAÇÃO DE OUTROS PAÍSES SOBRE ACORDO DE ACIONISTAS.
[10] CARVALHOSA, Modesto. Acordo de Acionistas, p.11. Saraiva, São Paulo, 1984.

necessita do sindicato de bloqueio para obter uma real efetividade do convênio, já que, através deste último, os acionistas comprometem-se a não ceder suas ações a terceiros".[11]

Celso Barbi Filho[12] registra a existência, anteriormente ao surgimento do sindicato de acionistas, de pacto entre membros de uma sociedade comercial de Milão, no início do século XX, destinado a disciplinar a conduta em caso de concordata. Quanto ao acordo de voto, o estimado jurista ressalta que o entendimento italiano, à Luz do Código de Comércio de 1882, era pela sua ilegalidade, tendo os estudos de Tullio Ascarelli contribuído para a reversão dessa tendência. Conforme Barbi Filho assinala, o assunto foi propositalmente omitido no Código Civil de 1942, tendo o mesmo ocorrido, posteriormente, na reforma da legislação societária daquele país, efetuada em 1974. Com isso, na Itália, cabe aos juízes a aferição da validade dos pactos pelo direito obrigacional, em função do objeto ajustado.

Aponta, ainda, o citado jurista,[13] outros institutos ulteriores, formadores do conceito atual, como o *sindicat de blocage* francês, o *voting agreement* praticado na Inglaterra, e os *pooling agreement*, *shareholders agreement* e *voting trust*, dos EUA, ressaltando que o direito europeu, inicialmente, tendia pela invalidade de acordos de votos, mas não opunha óbice aos inerentes à compra e venda de ações ou preferência para adquiri-las (bloqueio).

O *sindicat de blocage* tratava somente da compra e venda de ações, visto que na França os acordos de votos eram, inicialmente, repudiados pela legislação, conforme disposto em um Decreto-Lei de 1937. Hoje são admitidos, contando que não contrariem princípios básicos, como a inalienabilidade do voto ou a sujeição das minorias.[14]

Na Inglaterra, assinala Barbi Filho, o acordo de votos era aceito e comumente praticado na figura do *voting agreement*, instituto contratual que a jurisprudência daquele país tem reconhecido como superior ao próprio estatuto.[15]

Os *pooling agreement*, *shareholders agreement* e *voting trust*, dos EUA, objetivam, respectivamente, organizar grupos de controle, regular a eleição de

---

[11] Neste ponto, é justo ressaltar que o professor Modesto Carvalhosa faz referência a Antonio Pedrol, *La Anónima Actual y la Sindicación de Acciones*, Madrid, Editorial Revista de Derecho Privado, 1969, p. 7 e segs.
[12] BARBI FILHO, Celso. Acordo de Acionistas: Panorama Atual do Instituto Brasileiro e Propostas para a Reforma de sua Disciplina Legal, *in* Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 8, p. 33, 2000.
[13] BARBI FILHO, Celso. *Ob. cit.*, pp. 33 e 34.
[14] BARBI FILHO, Celso. *Ob. cit.*, p. 33.

administradores e representar minorias nas grandes corporações. Acrescenta, o jurista, que "prestigia-se no direito norte-americano a plena eficácia dos acordos de acionistas, através da *mandatory injunction*, ordem do juiz dada diretamente à parte para que cumpra o pactuado." [16]

A esse respeito, ensina o Professor Arnoldo Wald que, "inspirado na prática norte-americana dos *investment agreement* [os acima citados *pooling agreement*, *shareholders agreement* e *voting trust*], o acordo de acionistas foi, aos poucos, se generalizando nos direitos de inspiração romana, adaptando-se aos países de direito escrito, como a Alemanha, a Suíça, a França, a Espanha, a Argentina e o México".[17] (grifo no original)

A legislação societária Alemã de 1937 não previa expressamente os acordos de acionistas, enquanto que a atual, de 1965, "reputa como inválidas algumas modalidades de pactos, o que faz se presumir como admissíveis os demais".[18] A jurisprudência germânica sempre acatou a prática do instituto, ressalvada a apuração de ilegalidade apresentada em caso concreto. Igualmente, na Suíça tais acordos foram considerados lícitos.[19]

Barbi Filho anota, ainda, que na Espanha a legislação também era omissa acerca do acordo de acionistas, encontrando-se na tendência doutrinária e na jurisprudência a "aceitação da utilização das convenções, tanto no voto quanto no bloqueio". Acrescenta que "uma Circular da Direção do Contencioso Espanhol de 1968 fixou expressamente a admissibilidade dos acordos de voto e bloqueio".[20]

No México, a exemplo do verificado na França, os acordos de votos eram inicialmente considerados nulos, por força do art. 198 da Lei Geral de Sociedades Mercantis, de 1934. Porém, este dispositivo legal não impedia a celebração de pacto versando sobre bloqueio (compra e venda de ações ou preferência para adquiri-las). Essa tendência, em relação aos acordos de votos, foi gradativamente sendo revertida, sendo hoje considerados válidos.[21]

---

[15] BARBI FILHO, Celso. *Ob. cit.*, p. 34.
[16] BARBI FILHO, Celso. *Ob. cit.*, p. 34.
[17] WALD, Arnoldo. O Acordo de Acionistas e o Poder de Controle do Acionista Majoritário, *in* Revista de Direito Mercantil, nº 110, p. 12, 1998.
[18] BARBI FILHO, Celso. *Ob. cit.*, p. 34.
[19] BULGARELLI, Waldírio. A Regulamentação Jurídica do Acordo de Acionistas, no Brasil, *in* Revista de Direito Mercantil, nº 40, p. 83, 1980.
[20] BARBI FILHO, Celso. *Ob. cit.*, p. 34.
[21] BULGARELLI, Waldírio. *Ob. cit.*, p. 82.

A Argentina, assim como outros países da América do Sul (Bolívia, Chile e Uruguai), vêm utilizando comumente o acordo de acionistas, sem que haja disposição legal sobre o assunto.[22]

Como se observa pela exposição acima, a legislação e/ou a jurisprudência de vários países acatou, no primeiro momento ou mais recentemente, o instituto acordo de acionista, visando o bloqueio e o voto. Ressalte-se que os mercados de valores mobiliários de muitos dos países precursores do acordo de acionistas, como os Estados Unidos da América e diversos países da Europa, se desenvolveram pujantemente, apresentando uma aceitável confiabilidade aos investidores. Ao contrário do verificado no Brasil, em muitos desses países as companhias têm suas bases acionárias dispersas entre muitos acionistas, com os controladores, via de regra, possuindo bem menos que metade das ações.[23]

Em resumo, o acordo de acionistas nasceu para conjugar interesses de diferentes acionistas que têm participação significativa na sociedade. Inicialmente, esse instrumento era utilizado para o possibilitar o exercício do poder de controle, congregando acionistas que detinham, no conjunto, da maior parcela do capital votante, possuíssem tecnologia estratégica, ou, ainda, fossem grandes clientes ou fornecedores. Com a evolução do mercado de valores mobiliários e fortalecimento dos acionistas minoritários, também passou a ser firmado por minoritários interessados em participar mais ativa e fortemente da gestão ou fiscalização da companhia.

I.3 – ACORDO DE ACIONISTAS NO BRASIL E A LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA

No Brasil, conforme assinalamos na Introdução, a estrutura de capital preponderante nas sociedades anônimas de capital aberto foi, durante muito tempo – ainda existem muitas companhias com essa estrutura de capital –, centrada em uma pessoa, família ou grupo relativamente harmônico, que possuía pouco mais de 50% do capital votante de companhia aberta, restando as demais ações (o máximo possível) distribuídas entre centenas ou milhares de acionistas minoritários.

Como era permitido às empresa, anteriormente à edição da Lei nº 10.303/01,[24] emitirem até 2/3 do total de suas ações da espécie preferencial, os controladores podiam

---

[22] BARBI FILHO, Celso. *Ob. cit.*, p. 34.

[23] Ressalte-se que na quase totalidade dos países desenvolvidos todas as ações emitidas conferem ao seu detentor o direito de voto.

[24] Essa Lei, que modificou dispositivos da Lei nº 6.404/76, alterou essa relação, admitindo a emissão de, no máximo, 50% de preferenciais pelas sociedades anônimas.

exercer seus o poderes de mando com pouco mais de 16% do capital (metade + 1 das ações ordinárias e nenhuma preferencial), sem correr o risco de perda do controle da companhia. Hoje, com as alterações produzidas pela Lei nº 10.303/01, ainda assim, um acionista ou grupo pode exercer o controle de uma sociedade detendo percentual bastante reduzido do seu capital. Isto é, com pouco mais de 25% das ações emitidas pela companhia.

Com a evolução e crescimento dos mercados e das sociedades, estas passaram a congregar acionistas de diferentes procedências, mormente de relacionamento não muito próximo. A forma usual de reuni-los passou a ser através de empresas de participação,[25] sendo as principais decisões que afetassem a companhia aberta tomadas no âmbito da *holding*.

Em ambos os tipos de estrutura de controle de companhia aberta, até a iniciação do uso de acordos de acionistas, não existiam dispositivos aperfeiçoados de resolução de conflitos, sendo estes sanados com negociações pessoalmente conduzidas pelos interessados. Não se conseguindo resolver as desavenças de forma amigável, o acionista superado no voto recorria à justiça, ocasionando desgastes à companhia, ou ameaça alienar a sua participação para terceiros.

Até a promulgação do Decreto-Lei nº 2.627/40 (primeira legislação tratando das sociedades anônimas), conforme assinala Waldírio Bulgarelli, o acordo de votos era praticamente desconhecido no Brasil. Ao comentar o citado Decreto, Trajano de Miranda Valverde observou o seguinte quanto a esse instituto:[26]

> "Aparece sob prisma diferente a questão das convenções ou acordos coletivos destinados a regular o exercício do direito de voto. Eles são comuns em países onde o capitalismo chegou ao auge. Visam, geralmente, a garantir o domínio sobre a sociedade, quando os acionistas coligados formam a maioria, ou à defesa dos interesses individuais, quando os acionistas coligados representam a minoria."

---

[25] Neste ponto, cabe comentar que, no início, as *holdings* – como são mais conhecidas as empresas de participação – foram proibidas em muitos países, passando posteriormente a serem aceitas, em certos casos, com limitações. No Brasil, não há legislação tratando especificamente do assunto.

[26] VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedade por Ações, vol. II, p.59 e ss., 2ª Edição, 1953. Citado por Waldírio Bulgarelli. *Ob. cit.*, pp. 85 e 86.

O Decreto acima citado ainda não apresentava previsão legal sobre acordos de acionistas, existindo, entretanto, algumas correntes doutrinárias sobre o assunto, dentre as quais se destacavam duas, conforme comenta Celso Barbi Filho:[27]

> "Uma, admitindo a validade do acordo como negócio jurídico fundado no direito das obrigações e válido dentro do princípio privatista de que está permitido tudo que a lei não proíbe. A eventual ilicitude ficava reservada ao exame de casos concretos pelos tribunais nas hipóteses de venda do voto ou das convenções permanentes. Outra corrente repudiava o acordo de acionistas, por constituir pacto que retirava das assembléias sua função institucional de fórum de debates, fazendo prévias todas as resoluções dos signatários. Não se negava a validade *inter partes*, do negócio, mas apenas sua oponibilidade à companhia."

De fato, a despeito da ausência de dispositivo legal regulando o instrumento, alguns empresários brasileiros já utilizavam, há tempos, os acordos de acionistas, sendo essa prática intensificada a partir da década de 60, com a participação do BNDES [28] em companhias privadas, bem como pelo aumento da formação de *joint ventures* com empresas estrangeiras, levando ao crescimento da participação de minoritários qualificados e ao controle compartilhado.

Quanto à legalidade do acordo de acionistas, a edição da Lei nº 6.404, em 15 de dezembro de 1976, afastou eventuais dúvidas, através do seu artigo 118. Verificamos, entretanto, que este artigo da lei societária traz em seu conteúdo dispositivos de reduzida profundidade normatizadora, quanto à utilização desse instrumento. Em seu *caput*, trata da validade do instrumento, fixando que seus dispositivos "deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede".[29]

---

[27] BARBI FILHO, Celso. *Ob. cit.*, p. 35.

[28] Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE, criado em junho de 1952., através da Lei nº 1.628, e teve a sua denominação alterada pelo Decreto-Lei nº1.940/82 para Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. O Sistema BNDES é o principal instrumento do Governo Federal para os financiamentos de longo prazo, com ênfase no estímulo à iniciativa privada nacional.

[29] "Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, ou exercício do direito de voto, deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.
§ 1º As obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos.
§ 2° Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117).
§ 3º Nas condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas.
§ 4º As ações averbadas nos termos deste artigo não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão.
§ 5º No relatório anual, os órgãos da administração da companhia aberta informarão à assembléia-geral as disposições sobre política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, constantes de acordos de acionistas arquivados na companhia."

O parágrafo 1º do mencionado artigo dispõe sobre as "obrigações ou ônus decorrentes desses acordos", que "somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos", enquanto que os parágrafos 3º e 4º trazem que os acionistas celebrantes de acordo podem, de conformidade com as condições previstas no acordo, "promover a execução específica das obrigações assumidas", e que as ações averbadas nos termos do artigo em tela "não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão".

Ainda relativamente ao exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117),[30] o seu parágrafo 2° vedava – e mantém a proibição – ao acionista alegar isenção de responsabilidade em razão de disposição do acordo. Portanto, a lei societária submete as cláusulas inseridas no acordo de acionistas aos dispositivos de proteção da companhia, exigindo que o exercício do direito a voto somente se dê no interesse da companhia, condicionando a utilização do poder de controle com "o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social", bem como impedindo o "exercício abusivo de poder".

Observa-se, ainda, que a lei societária, em seu art. 116 [31], reforçou a legalidade do acordo de voto como instrumento de viabilização do exercício do poder de controle, inserido ou não este no acordo de acionistas.

O acordo de acionistas, ressalte-se, é um contrato parassocial, posto que não possui a sociedade como parte, mas, ao dispor sobre direitos de voto, produz efeitos no âmbito da companhia. Conforme ensina o professor Modesto Carvalhosa, citando o Fabio Comparato[32]:

> "Trata-se o acordo de acionistas de negócio celebrado sem a intervenção da companhia, e alheio a seus aos constitutivos, à sua organização, ao funcionamento de seus órgãos e às

---

[30] "Art. 115 - O acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas." (redação original)
"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:
.....
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." (redação original)
"Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder." (redação original)

[31] "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 ..." (grifo meu)

> alterações na sua estrutura. A sociedade, com efeito, é parte estranha ao acordo [de acionistas], o qual distingue-se, por seu objeto e sua finalidade, do direito próprio da companhia. Não obstante, em se tratando de acordo de voto, este produz efeitos no âmbito da sociedade." (grifo meu)

Com relação às partes contratantes, o acordo de acionistas é considerado, via de regra, como um contrato plurilateral, visto que ao regular sobre o exercício do voto, habitualmente o faz em relação a todos os partícipes, normalmente mais de dois. Entretanto, pode, também, existir acordo firmado entre apenas dois acionistas, ou, ainda, existirem vários celebrantes, mas com as regras de conduta somente se aplicando a um ou dois deles. Nestes últimos exemplos, os contratos serão considerados uni ou bilaterais.

I.4 - OBJETIVO E CARACTERÍSTICAS DO ACORDO DE VOTOS

O acordo de acionistas, conforme comentado na Introdução, pode ser desmembrado em dois pactos, o primeiro, visa regular a compra e venda de ações ou preferência para adquiri-las entre os signatários do instrumento, impondo, normalmente, restrições à alteração da posição acionária detida. O segundo, que é o acordo de votos, objetiva o disciplinamento do exercício do voto na companhia, resguardando o poder de controle ou a defesa dos interesses dos minoritários. Conforme bem define Modesto Carvalhosa:[33]

> "Trata-se o acordo de acionistas de um negócio jurídico privado, concluído entre acionistas de uma mesma companhia, tendo por objeto a regulação do exercício dos direitos referentes a suas ações, tanto no que se refere ao voto como à negociabilidade das mesmas".

Como apresentamos na seção anterior, pelo "espírito" da lei societária, o acordo de acionistas compromete todos os coligados – e somente estes – aos seus dispositivos,[34] podendo, dentre suas cláusulas – ou à parte, como melhor convier aos partícipes –, constar a vinculação do exercício de voto como entenderem os subscritores do acordo ser o melhor para a companhia, respeitado o disposto nos artigos 115 a 117 da citada lei.

Mediante acordo de votos firmado – e obedecidos os limites impostos pela legislação societária –, os acionistas podem dispor, no instrumento, sobre a forma de votação das matérias levadas às assembléias da companhia. Esta é a essência do acordo de votos.

---

[32] CARVALHOSA, Modesto. *Ob. cit.*, p. 37.
[33] CARVALHOSA, Modesto. *Ob. cit.*, p. 9.
[34] Cabe lembrar que neste Capítulo estamos tratando do período anterior à Lei nº 10.303/01.

Tratando-se de acordo de votos celebrado entre acionistas que possuam, no conjunto, a maioria do capital votante, este será um instrumento destinado à obtenção, num primeiro momento, e manutenção, em seguida, do poder de controle da companhia objeto. As discussões dos assuntos de competência de assembléia geral (ordinária ou extraordinária) da companhia se darão em reunião prévia dos acionistas subscritores do pacto, onde será deliberado o voto a ser uniformemente praticado na assembléia, devendo todos seguir a orientação vencedora. Esta é a forma de se pôr em prática esse instrumento, no âmbito dos controladores.

Pode, também – e isto vêm ocorrendo nos últimos anos com maior freqüência –, o acordo de votos ser pactuado entre minoritários, visando o exercício das prerrogativas da Lei nº 6.404/76, no que se refere à eleição de representantes nos conselhos de administração[35] e fiscal[36], podendo, assim, esse grupo, influenciar a gestão da companhia e melhor fiscalizar os atos praticados pelos administradores e pelos controladores.

Com o acordo de votos firmado entre os controladores, o poder de mando se mantém com o grupo celebrante do acordo de acionistas, posto que, ainda que haja discordância entre os pactuantes, fica afastada a hipótese de um deles se aliar a outro acionista minoritário, que possua participação relevante, e formar na assembléia da companhia outro grupo que passe a prevalecer sobre o antigo, pela maior quantidade de votos então reunida, impondo opinião contrária à dos antigos controladores, enfraquecendo o instrumento maior, o acordo de acionistas.

O acordo de votos, no caso em que congrega os acionistas majoritários, visa, portanto, a garantia da estabilidade do acordo de acionistas, no qual ele está inserido, e da

---

[35] Lei nº 6.404/76 (Redação original):
"Voto Múltiplo
Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários."

[36] "Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.
§ 1º O conselho fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembléia-geral.
§ 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembléia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia-geral ordinária após a sua instalação.
§ 3º O pedido de funcionamento do conselho fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer assembléia-geral, que elegerá os seus membros.
§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:
a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto;" (Redação original)

própria companhia, que sem a imposição da decisão quanto ao voto a ser praticado, o grupo de controle ficaria ao arbítrio das vontades de acionista que não estivesse efetivamente compromissado com seus pares.

De outra forma, o acordo de votos (aliado ao de bloqueio, se necessário) possibilita, ainda, que um determinado acionista minoritário goze das prerrogativas de um controlador, caso venha a celebrar tal instrumento com o acionista detentor da maior participação no capital votante da companhia, e que necessite consolidar o seu poder de controle, em vista da existência de outro grupo oponente com participação relevante, ou para obter votos suficientes para a aprovação de matérias que exijam quorum qualificado.[37]

Existe, ainda, a possibilidade de alguns acionistas então minoritários se unirem, firmando acordo – de votos, com ou sem o de bloqueio – e passarem a constituir um grupo com participação superior a dos então controladores. Ressaltamos que, conforme comentamos ao longo do presente trabalho, no Brasil a maioria do capital votante está centrado em uma pessoa, família ou grupo relativamente coeso, tornando tal possibilidade extremamente remota.

Porém, ainda que de difícil constatação, a hipótese acima, poderá ser viabilizada no caso de dissolução do acordo de votos do grupo majoritário, ou da redução do poder desse grupo, seja pela retirada de um dos participantes, seja pela alienação de ações de um de seus membros para terceiros.[38] Assim, um acordo originalmente celebrado visando à eleição de representantes de minoritários nos conselhos de administração e fiscal pode vir a servir de base para a assunção do poder de controle na companhia, inclusive com a admissão de algum(uns) dos acionistas integrantes do antigo grupo controlador.

Na prática, os acordos entre os acionistas controladores, tanto os de voto, quanto os de bloqueio, vieram a se constituir numa importante alternativa às sociedades de participação (*holdings*) que agrupavam acionistas com o fim exclusivo de controlar outra

---

[37] É necessário ressaltar que cabe, neste caso, ao minoritário exigir concessões, tais como poder de veto em determinadas matérias, estabelecimento de objetivos de seu interesse em relação às diretrizes da companhia e forma de se retirar da sociedade, para que não se torne refém do majoritário, visto que se prevalecer unicamente a proporcionalidade das participações acionárias com direito a voto, detidas pelos celebrantes, de fato nada de positivo lhe trará o instrumento, ao contrário, sequer poderá firmar voto dissidente nas assembléias.

[38] A esse respeito, cabe comentar que a outra vertente do acordo de acionistas, o acordo de bloqueio, busca viabilizar o instrumento maior através de cláusulas impedindo que um de seus celebrantes aliene parte ou a totalidade de suas ações para terceiros, sem que as ofereça, em iguais condições, para seus pares (deverá apresentar proposta firme de interessado). Portanto, a manutenção do poder do grupo dependerá de um ou mais, dentre os celebrantes do acordo, possuir recursos para a aquisição da posição ofertada. Não havendo, abrir-se-á uma brecha para os então minoritários “tomarem o poder”.

pessoa jurídica. Mais ainda: trazem as vantagens de não haver a constituição de uma personalidade jurídica para tal fim e de ficarem mais bem definidas as formas de resolução de conflitos e as condições de retirada de participantes, podendo ou não registrarem prazos de duração.

É importante lembrar que esses acordos de voto devem ser pactuados e exercidos no interesse da companhia. Se os subscritores do acordo tomam deliberações respaldadas nesse instrumento, "porém contrárias aos interesses atuais ou iminentes da sociedade, sujeitam-se ao ressarcimento das perdas e danos".[39]

[39] CARVALHOSA, Modesto. *Ob. cit.*, p. 129-130.

CAPÍTULO II - INOVAÇÕES SURGIDAS APÓS A IMPLEMENTAÇÃO DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO

II.1 - O PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO - PND

A utilização do instrumento acordo de acionistas ganhou grande impulso, no Brasil, conforme já comentamos, com as privatizações realizadas no âmbito do Programa Nacional de Desestatização – PND. Este Programa foi instituído no governo Fernando Collor de Melo, através da Lei nº 8.031/90, mas somente regulamentado no governo Itamar Franco, mediante Decreto nº 1.068/94, sendo implementado em seguida.

O PND objetivou, principalmente, reordenar os investimentos públicos para empreendimentos estratégicos, transferindo a participação detida nas demais empresas para a iniciativa privada. Dessa forma, os recursos públicos poderiam ser mais bem empregados, em seguimentos em que o Estado entende ser essencial a sua presença, cabendo aos investidores privados a alocação de recursos nas empresas desestatizadas, permitindo a retomada de investimentos nessas empresas e possibilitando-as alcançar melhores desempenhos, com o aumento da oferta e melhoria de produtos e serviços. Por conseguinte, visou, também, o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários, conforme preceitua o art. 1º da Lei nº 8.031/90.[40]

No governo Fernando Henrique Cardoso foi editada a Lei nº 9.491/97, revogando a Lei nº 8.031/90 e alterando brandamente as diretrizes do PND.[41] Também foi editado

---

[40] "Art. 1º - É instituído o Programa Nacional de Desestatização, com os seguintes objetivos fundamentais:
I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público;
II - contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público;
III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;
IV - contribuir para modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia;
V - permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;
VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa."

[41] As alterações realizadas no objetivo do Programa pela Lei nº 9.491/97, foram pequenas, em relação à redação original, sendo apresentadas nos incisos II e IV do seu art. 1°:
"II - contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida;"
"IV - contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infra-estrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia, inclusive através da concessão de crédito;"

novo Decreto, de nº 2.594/98**,** dando nova regulação ao Programa. Nesse governo foi realizado o maior número de privatizações.

Segundo a legislação desestatizadora, cabe ao Conselho Nacional de Desestatização[42], dentre outras atribuições, aprovar a modalidade operacional e as condições aplicáveis a cada desestatização. Nisso, cada desestatização teve suas particularidades. Em muitas, como as verificadas nos setores elétrico e telefônico, foi requerida a inclusão, no grupo adquirente, de acionista detentor de tecnologia específica do setor de atuação da empresa privatizada para conduzir a área técnica. A participação dos empregados também foi incentivada, com a oferta de ações a preços menores que o pago pelo adquirente, bem como com financiamento pelo BNDES, com taxa de juros atraentes.

Um dos empreendimentos que o mercado considera como exemplo bem sucedido de desestatização trata-se da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), maior mineradora brasileira. O grupo vencedor da licitação adquiriu o controle acionário da companhia através da Valepar S.A., sociedade de propósito específico (SPE), que tem como único e exclusivo objeto a participação na CVRD, conforme determinado no Edital de Privatização. A Vale do Rio Doce, livre das "amarras" governamentais, pôde implementar mais agilmente uma série de projetos que a levaram a obtenção de resultados ainda melhores que os anteriormente alcançados, com a conseqüente valorização de suas ações no mercado.

A participação dos empregados nessa privatização se verificou principalmente através de um clube de investimentos denominado Clube de Investimento dos Empregados da Vale – Investvale, que admitiu todos os empregados das empresas componentes do "grupo" Vale do Rio Doce. Esse clube contraiu financiamento junto ao BNDES e cada participante contribuiu com a quantia simbólica de R$1,00 pelo direito ao lote de 626 ações da CVRD, que passaram a integrar o Patrimônio do Clube e foram utilizadas na integralização da participação na SPE Valepar. Os dividendos pagos pela companhia desestatizada vinham sendo utilizados, conforme estipulado no contrato de financiamento, para quitar as parcelas destes, sendo suficientes para o cumprimento de tal obrigação. Em novembro de 2003 o Investvale alienou sua participação na SPE (Valepar) para o BNDESPAR auferindo expressiva rentabilidade.

(grifei as alterações comentadas)

[42] Conforme art. 6º da Lei nº 9.491/97.

Infelizmente, tal fato não se verificou, ainda, em outras empresas privatizadas, como, por exemplo, na Companhia Estadual de Gás do Rio de Janeiro e na MRS Logística S.A. (concessionária da malha sudeste da antiga Rede Ferroviária Federal). Observa-se que nem todas as empresas desestatizadas abriram o seu capital. Algumas, inclusive, desobedeceram ao preceituado em seus Editais de Privatização esquivando-se de obterem registro de companhia aberta.

II.2 - DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Deve-se, principalmente, ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil.[43] Em maio de 1999 o IBGC apresentou, na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Para a elaboração desse Código, o IBGC utilizou alguns documentos, dentre os quais diversos códigos estrangeiros – dentre os quais se destacava o Código Cadbury –, um trabalho realizado por Roberto Teixeira da Costa sobre o conselho de administração, em dispositivos da própria lei das S.A. correlacionados ao assunto e nas conclusões de um encontro de empresários brasileiros, realizado em 1997, denominado *Top Management Summit*, que tratou de temas também relativos ao conselho de administração.[44]

O citado Código cobra transparência nas informações a serem levadas a público e aos acionistas, política conhecida como *disclosure*. Para tanto, concede um significativo destaque ao relatório anual da administração, defendendo que nele deveriam constar os sistemas de avaliação dos conselheiros e diretores, o número de ações e remuneração dos administradores e qual o Código de Melhores Práticas é adotado pela companhia. Podemos conceituar transparência como a facilidade que terceiros, externos à administração da companhia (minoritários, investidores, empregados, órgãos fiscalizadores, etc.) têm para fazer uma análise crítica das atividades da sociedade e de seus dados econômicos.

O Código cobra, também, dos administradores, uma adequada prestação de contas aos acionistas, pelos atos praticados, isolada ou conjuntamente. Este dever, denominado *accountability*, é uma responsabilidade supralegal dos administradores.

---

[43] O IBGC foi criado em 1995, com o nome de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – IBCA, era formado por um grupo de empresários, membros de conselhos, executivos, consultores e estudiosos de administração empresarial. No início de 1999 passou a ter a denominação atual.

[44] Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, disponível no *site* na *internet* do IBGC, no endereço www.ibgc.org.br. Acesso em 10/04/2005.

Recomenda, o Código do IBGC, que as atividades do conselho de administração sejam disciplinadas em um regimento interno, o qual deverá prever situações de conflitos de interesses entre os conselheiros e conflitos com a diretoria, inerentes ao controle da sociedade anônima, notadamente com o executivo principal. Os princípios da boa governança corporativa, dentre outros objetivos, visam diminuir estes conflitos, inevitáveis, em prol da própria companhia.

Para um efetivo funcionamento do conselho de administração o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa determina como essencial que os conselheiros sejam independentes e pró-ativos. Para isso é importante que os acionistas (principalmente o controlador) tenham a consciência de que quanto maior a independência dos conselheiros maior será o benefício da companhia. Segundo o Código, a independência dos membros do conselho consubstancia-se em não terem estes qualquer vínculo com a sociedade, sendo entendido como vínculo: (i) relações empregatícias com a sociedade, com sua coligada ou controlada, ou ainda com alguma sociedade considerada como *stakeholder* (credora, cliente, fornecedora)[45] da companhia; (ii) relações contratuais, sejam estas de prestação de serviços, consumo ou fornecimento de produtos; e (iii) ser ao mesmo tempo diretor da companhia ou ter relação de parentesco com algum diretor.

Uma forma de otimizar o funcionamento do conselho de administração, recomendada pelo Código, é criar, através de um regimento interno, diversos comitês por delegação dos membros do conselho. Tais comitês teriam funções distintas uns dos outros, podendo ser divididos em finanças, auditoria, recursos humanos, relações com o mercado, produtividade e qualidade, dentre muitos outros. Determinados acionistas minoritários poderiam indicar conselheiros para certos comitês específicos (como o de produtividade/qualidade ou de auditoria), dependendo do seu interesse, facilitando a sua proteção e impedindo o controlador de indicar um conselheiro seu para tal comitê.[46] Ressalte-se que as decisões sugeridas pelos comitês devem ser levadas ao plenário do conselho de administração[47], que poderá conter regras especiais de votação por maioria.

Resta claro, portanto, que o ponto central da governança corporativa reside no conselho de administração como o principal órgão social para desenvolver uma boa prática de governança empresarial nas sociedades. Podemos destacar que o grande

---

[45] Sobre *stakeholders* comentaremos no capítulo III, sessão 1.5.

[46] COSTA, Roberto Teixeira da. Conselho de Administração – Recomendações Práticas para seu Melhor Funcionamento, p. 17. 2ª edição, Banco Sul América, março, 1997.

objetivo do conselho de administração, à vista dos preceitos de governança corporativa, é possibilitar uma melhor fiscalização dos recursos empregados na companhia, objetivando a maximização do retorno do investimento dos acionistas, agregando valor ao empreendimento. Para isso faz-se necessário, além da competente atuação de um conselho de administração independente, realizando uma efetiva monitoração da diretoria executiva, a contratação de uma auditoria independente de qualidade e a constituição de um conselho fiscal atuante e permanente.[48]

No Brasil, devido à relativamente recente abertura econômica e a limitação dos recursos estatais para financiamentos, ganharam importância os investidores institucionais, brasileiros e estrangeiros. Entretanto, estes investidores não desejam aplicar seus recursos em qualquer companhia, preferindo as que sejam transparentes e que possuam um bom nível de relacionamento com os acionistas minoritários. Os investidores institucionais procuram não apenas proteção, querem influenciar diretamente a administração da companhia, visando garantir a maximização do seu investimento, monitorando a gestão da diretoria e a atuação do acionista controlador.

Ressalte-se que a Lei nº 6.404/76, ao longo de seus artigos, traz dispositivos que refletem fortes princípios de governança corporativa, aplicáveis, portanto, a todas as companhias, mas que na prática são comumente esquecidos por aquelas que ainda não tenham abraçado as diretrizes do IBGC. Esses preceitos em favor da governança corporativa residem principalmente nos artigos que tratam dos deveres, responsabilidades e competência dos acionistas controladores, diretores, conselheiros de administração e fiscais, ressaltando, ainda mais, os que determinam como devem estes proceder em determinada situações que produzam efeitos perante terceiros (entenda-se minoritários, em primeiro lugar, e ao mercado, como um todo)[49] e os que garantem a eleição de representantes nos conselhos fiscal e de administração, direitos que muitas companhias tentam obstar.[50]

---

[47] Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, disponível no *site* na *internet* do IBGC, no endereço www.ibgc.org.br. Acesso em 07/05/2005.

[48] BUONOMO, Renata. O que as boas práticas da Governança Corporativa podem fazer pela sua empresa?; artigo disponível em http://www.laboris.com.br/artigos_17.asp. Acesso em 10/04/2005.

[49] Ressaltamos a importância do art. 157 da Lei societária, que trata do "Dever de Informar". Dentre outros dispositivos, destaca-se o inserido no § 4º, que estabelece que: "Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia."

[50] A esse respeito cabe destacar a atuação da CVM determinando, quando acionada, que a empresa atenda aos pleitos dos minoritários – se comprovadamente legítimo –, se necessário suspendendo a assembléia da

De igual forma, a lei societária buscou proporcionar aos minoritários condições especiais de resgate ou venda das suas ações, consubstanciados em casos específicos, como os de retirada (ou 'de dissidência', com o resgate sendo realizado pela companhia), de fechamento de capital (o controlador adquire as ações) ou de alienação de controle de companhia aberta (o novo controlador faz a compra). Esses últimos direitos não coadunam com os objetivos da governança corporativa, que visam principalmente proporcionar aos minoritários incentivos para permanecer na companhia e às companhias a se manterem com capital aberto. Porém, revelam-se esses direitos como os mínimos para o caso de os minoritários desejarem se afastar da companhia, seja por discordar de certas decisões tomadas, inclusive quanto a de fechamento de capital de companhias, fato que reduz drasticamente a liquidez das suas ações.

Quanto à independência do conselho de administração, a lei societária nada dispõe sobre vínculo empregatício ou de prestação de serviços existente entre os membros do conselho e a sociedade, sua coligada ou controlada. Traz, apenas, no art. 147, § 3º (incluído pela Lei nº 10.303/01), que "o conselheiro deve ter reputação ilibada", acrescentando, o mesmo dispositivo, a vedação à eleição, "salvo dispensa da assembléia-geral", daquele que: "I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal"; e "II - tiver interesse conflitante com a sociedade" (Incisos incluídos pela Lei nº 10.303/01).

Já em relação ao acúmulo de funções de conselheiro e diretor, referida lei permite, através do art. 143, § 1º, que apenas um terço dos primeiros sejam também diretores da mesma companhia. Observamos que o citado dispositivo societário contraria o disposto no Código do IBGC, o qual recomenda que nenhum conselheiro acumule a função de diretor.

No que se refere à atuação da CVM na proteção dos acionistas e buscando criar práticas de boa governança corporativa, podemos destacar as seguintes Instruções editadas pela CVM: 358/02 que obriga as companhias a publicarem fatos relevantes, tais como aumento de capital, eleição de novos diretores, dentre outros; 202/93 (com as diversas alterações introduzidas pelas instruções CVM Nºs 238/95, 245/96, 274/98, 309/99, 344/00, 351/01, 358/02 e 373/02) que regula o registro de companhia aberta e obriga a eleição de um diretor de relações com os investidores; 361/02, que dispõe sobre o cancelamento do registro de companhia de capital aberto na CVM, dentre diversas outras Instruções.

---

companhia ou exigindo nova convocação para a correta realização da eleição, independentemente da eventual aplicação de outras sanções aos acionistas controladores.

As bolsas de valores e entidades de mercados de balcão organizado, como entidades auto-reguladoras, são peças fundamentais para incentivar a implementação de práticas qualitativas de governança corporativa nas companhias de capital aberto. A Lei nº 6.385/76, em seu art. 17 e parágrafo único,[51] expressamente conferiu àquelas entidades o *status* de órgãos auxiliares da CVM, com as prerrogativas de fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas, possuindo autonomia administrativa, financeira e patrimonial.

Como entidades auto-reguladoras, elas podem estipular certas exigências às companhias abertas que desejem ter os valores mobiliários de sua emissão negociados em seus recintos. Igualmente, uma bolsa de valores pode estimular a implantação dos princípios de governança corporativa com a instituição de índices próprios composto apenas por ações de companhias que primem pela adoção dessas boas práticas. No Brasil, a Bovespa instituiu em 2001 o IGC - o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. Em outubro de 2004 contava com uma carteira com 51 papéis, tendo-se verificado, desde sua criação, uma alta acumulada de 114%, contra apenas 65,8% do Índice Bovespa.[52] Outros índices foram criados com base em companhias que adotam os preceitos estipulados pelo IBGC.

Vale ressaltar que quanto maior a difusão de ações entre o público, maior a dissociação entre a propriedade e o controle. Sendo assim, a proteção à minoria acionária é fundamental para se garantir uma boa governança corporativa e para que a sociedade consiga atrair novos investimentos, conseqüentemente desempenhando sua função social com mais responsabilidade perante a comunidade na qual está inserida e garantindo a continuidade da empresa.

---

[51] Redação original do art. 17 e de seu parágrafo único:
"Art . 17. As bolsas de valores terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.
Parágrafo único. Às bolsas de valores incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas."
Nova redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001, art. 17 e de seu parágrafo único, que foi renumerado para § 1º:
"Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.
§ 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.".

[52] Valor Econômico. Brasil é um dos mais comprometidos com boa governança, matéria publicada em 11/10/2004 – edição nº 1114, disponível no *site* na *internet* da Bovespa, no endereço www.bovespa.com.br. Acesso em 07/04/2005.

II.3 - DESENVOLVIMENTO DO NOVO MERCADO

O voto é o direito político pelo qual o acionista exerce o seu poder de decisão na sociedade. Quanto mais ações preferenciais sem direito a voto existirem na companhia, maior é a possibilidade de surgirem conflitos entre acionistas, uma vez que os preferencialistas não têm as prerrogativas de exercer o voto contrário aos interesses dos controladores [53], ficando ao arrepio de eventuais abusos por parte do controlador. Uma sociedade anônima que prime pela boa governança corporativa emitirá apenas ações ordinárias, bem como lançará mão de mecanismos para alcançar uma variedade considerável de acionistas e apresentará informações de melhor qualidade aos seus acionistas e ao mercado.

Visando alcançar uma excelência na relação entre acionistas nas companhias, foi criado, em dezembro de 2000, o Novo Mercado, que exige das companhias um maior compromisso com os minoritários, com a adoção de outros mecanismos, além dos recomendados pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, do IBGC.

O Novo Mercado brasileiro é fortemente inspirado no *Neuer Markt* alemão, segmento especial criado na bolsa de valores de Frankfurt, visando atrair sociedades de crescimento, promovendo o desenvolvimento do *venture capital* (capital de risco que necessita de uma saída, em especial via bolsa de valores). Institutos de pesquisa da Alemanha chegaram à conclusão de que a baixa performance do mercado acionário naquele país se devia ao baixo nível de proteção aos acionistas minoritários. Sendo assim, um dos princípios básicos para a listagem de companhias no *Neuer Markt* foi a adoção pelas companhias de práticas que protegessem seus acionistas minoritários.[54]

---

[53] Exceto na ocorrência da hipótese prevista no § 1º do art. 111 da Lei nº 6.404/76, que traz: "As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso".

[54] Como requisitos para listagem das companhias no *Neuer Markt* alemão devem ser destacados: (i) somente ações com direito a voto são admitidas à negociação; (ii) demonstrativos trimestrais devem ser publicados, nos quais devem ser divulgados fluxos de caixa e demonstrações consolidadas; (iii) um calendário anual da companhia, contendo as assembléias gerais deve ser publicado; (iv) um contrato é celebrado entre a sociedade administradora da bolsa de Frankfurt e as companhias listadas, o qual prevê arbitragem para solução de quaisquer conflitos envolvendo acionistas e facilita a alterações nas condições e requisitos entre as companhias a o *Neuer Markt*.

No Brasil, além da exigência de que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias, para fazerem parte do Novo Mercado as companhias devem cumprir outras obrigações, tais como:[55]

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Informar negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no estatuto social da companhia. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.[56]

Portanto, a atuação do Novo Mercado visa alcançar um passo além da adoção das boas práticas de governança corporativa por parte das sociedades anônimas brasileiras, com o implemento de novos dispositivos em prol dos acionistas minoritários.

---

[55] Informações obtidas no *site* na *internet* da Bovespa, no endereço http://www.bovespa.com.br/. Acesso em 08/05/2005.

[56] Informações obtidas no *site* na *internet* da Bovespa, no endereço http://www.bovespa.com.br/. Acesso em 08/05/2005.

CAPÍTULO III - AS RELAÇÕES DE PODER NA SOCIEDADE ANÔNIMA

III.1 - OS INSTRUMENTOS DE GESTÃO E DE FISCALIZAÇÃO NAS S.A.

III.1.1 - Conselho de administração

A história da evolução da sociedade mercantil mostrou que, com o crescimento dos empreendimentos, tornou-se muito difícil que os próprios sócios administrassem a empresa. Separou-se, então, a gestão da propriedade com a criação de um órgão executivo, a diretoria. Com o crescimento em número e em tamanho das sociedades anônimas, os acionistas passaram a não ter mais a capacidade de fiscalizar e monitorar devidamente os atos dos administradores, fazendo-se necessário à criação de um órgão de administração específico para fiscalizar a gestão da companhia e deliberar sobre assuntos de maior relevância, que, por sua natureza, excedessem a alçada da diretoria e exigissem maior rapidez na apreciação, não podendo aguardar a convocação e realização de assembléia.[57] Normalmente o Estatuto da companhia traz as competências de cada órgão da sociedade, abarcando as determinações já contidas na lei societária.

No Brasil, em sua legislação societária anterior (Decreto-Lei nº 2.627/40), o conselho de administração não era expressamente previsto, muito embora também não fosse proibido e algumas companhias, como a Companhia Siderúrgica Nacional, já o adotavam.

Esse sistema de gestão recebeu influência do norte-americano, que, apesar de formalmente ser unitário, na prática apresenta dois níveis de órgãos administrativos. Isto ocorre, pois aquele sistema jurídico prevê basicamente "um único órgão administrativo, o *board of directors*, que, embora potencialmente dotado de funções executivas, não as exerce, delegando-as aos *officers*, que, de fato e de direito, gerem a sociedade".[58] (VER)

Com o advento da Lei nº 6.404/76, o conselho de administração passou a ser expressamente previsto em nosso sistema legal, obrigatório para as sociedades anônimas

[57] Túlio Ascarelli apresenta o seguinte comentário o exposto: "*Nas sociedades anônimas, em substância, o direito parte do conceito de que, em conseqüência do número dos acionistas e da variabilidade deles, o sócio, como tal, não pode administrar, direta e pessoalmente, a sociedade. Daí a distinção entre sócios e diretores; entre um órgão deliberativo (assembléia) e um órgão que preside à gestão normal da sociedade (diretores)." Ob. cit.*, p. 334.

de capital aberto e para as de capital autorizado (art. 138, *caput*, e parágrafo 2º), não havendo impedimento para a sua instituição nas demais companhias. Com a previsão do conselho, um órgão – a diretoria – fica responsável pela representação direta da companhia, contraindo obrigações e adquirindo direitos e outro – o conselho de administração – assume as atribuições principais de fixar a estratégia empresarial da companhia e de fiscalizar os atos dos diretores, inclusive nomeando-os e destituindo-os. Essas atribuições do conselho de administração encontram-se dispostas no art. 142 da lei societária.[59]

Um conselho de administração adequadamente constituído pode desempenhar um papel chave na estrutura da governança empresarial. É neste órgão que os membros eleitos pelos acionistas representam os interesses destes últimos na companhia, devendo, porém, agir sempre no exclusivo benefício da sociedade, conforme preceitua o art. 154 da lei das S.A.[60] Ao administrador que não observar a obrigação maior para com a companhia, cabe Ação de Responsabilidade, nos termos do art. 159.[61]

---

[58] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O Conselho de Administração na Sociedade Anônima, p. 19. Atlas, São Paulo, 1997.

[59] "Art. 142. Compete ao conselho de administração:
I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
VIII - autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.
§ 1º Serão arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros. (Parágrafo Renumerado pela Lei nº 10.303/01)
§ 2º A escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos na forma do art. 141, § 4º, se houver. (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303/01)."

[60] "Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. parágrafo 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres."

[61] "Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.
§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembléia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for conseqüência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral extraordinária.
§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia.
§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral.
§ 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.
§ 5° Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

Cabe ao conselho de administração desempenhar um papel ainda maior na vida societária de uma sociedade anônima, como órgão de interface entre os acionistas, os detentores do capital que constitui a sociedade, e a diretoria que efetivamente representa a sociedade, indo além da pura e simples fiscalização dos atos dos diretores.

O conselho de administração é, também, uma forte arma para a proteção dos acionistas minoritários, que através do sistema do voto múltiplo, adotado pela lei do anonimato, em seu art. 141, podem eleger com maior facilidade membros para o conselho de administração, desde que detenham, pelo menos, um décimo do capital com direito a voto.[62] A redação original do § 4º do citado art. 141 somente garantia, no caso de o conselho de administração ser constituído por quantitativo de membros efetivos inferior a 5 (cinco), aos acionistas possuidores de 20% ou mais das ações com direito a voto (excluído o controlador) eleger, se requerido a adoção do processo de voto múltiplo, um membro e suplente.

Com a nova redação dada e dispositivos acrescentados pela Lei nº 10.303/2001 ao citado art. 141,[63] o percentual mínimo de ações com direito a voto detidas pelos minoritários, para a aplicação da faculdade prevista nesse artigo, foi alterado para 15%, independentemente do número de membros do conselho, bem como acrescentado igual

---

§ 6° O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.
§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador."

[62] Assim dispõe o *caput* do art. 141. "Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários."

[63] A redação dos parágrafos do art. 141 que tratam do assunto é a seguinte:
"§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4º, ser-lhes-á facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4º. (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembléia-geral. (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
§ 7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinqüenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, componha o órgão. (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)."

direito aos acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito que representem, no mínimo, 10% do capital social, que não houverem exercido o direito eventualmente previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.[64]

Acrescentou, ainda, a Lei nº 10.303, através da inclusão do § 5º ao citado artigo, a faculdade de os titulares de ações com direito a voto e os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, caso não perfizerem isoladamente o quorum exigido para elegerem seus representantes, agregarem suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, desde que a soma de suas ações alcance, no mínimo, 10% do capital social da companhia.

III.1.2 - Diretoria

Conforme comentamos anteriormente, o acionista controlador possui um poder relativamente forte na maior parte das sociedades anônimas brasileiras, com grande ingerência na gestão da empresa. Tal fato leva ao esvaziamento dos poderes dos diretores, que deveriam ser os "oficiais de campo" do empreendimento.

Observamos que a lei societária brasileira não é muito objetiva na disposição das competências de cada órgão da companhia, principalmente em relação às atuações do conselho de administração e da diretoria, deixando ao arbítrio dos acionistas, mediante Estatuto, estipular o que cabe aos cada um desses institutos[65]. Somente há clara definição quanto à representação da companhia, que, conforme previsto no parágrafo 1º do art. 138, cabe privativamente à diretoria.

Outro ponto importante – e já comentado – é o disposto no parágrafo único do art. 143 da lei das S.A., que permite que um terço dos membros do conselho de administração seja eleito para cargos na diretoria. Os cargos de conselheiro e de diretor de uma mesma companhia em uma mesma pessoa, sem dúvida alguma pode gerar conflitos de interesses na própria sociedade, sendo extremamente prejudicial à sua governança corporativa e possibilitando a desconfiança por parte dos acionistas. Isto é agravado quando o presidente do conselho de administração é, ao mesmo tempo, o diretor-presidente da sociedade.

---

[64] Assim dispõe o Art. 18: "O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração."

[65] "Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria."

Reforçando a corrente pró-governança corporativa, tem-se que uma companhia que almeje ter como fonte de recursos permanente o mercado de capitais – seja via emissão e colocação pública de valores mobiliários, seja via financiamentos com taxas atrativas – necessita demonstrar claramente as suas políticas de gestão. A adoção de uma administração profissional é uma medida que garante não somente uma melhor imagem da companhia no mercado com vista a obtenção de recursos. Propicia, via de regra, uma melhoria no resultado da empresa e garante a sobrevivência da empresa no mercado competitivo.

A escolha de profissionais gabaritados tem, necessariamente, que vir acompanhada de uma clara definição das competências da diretoria, via estatuto social. Entretanto, a decisão de profissionalizar a diretoria significa melhor delimitar, também através do estatuto social, a competência do conselho de administração, conforme requerido no art. 142 da lei do anonimato, notadamente quanto a fixação da "orientação geral dos negócios da companhia". Significa, também e principalmente, despojar-se, o controlador, de parte do poder de gestão que em regra possui, posto que decisões do dia-a-dia da empresa serão tomadas por pessoas a ele (controlador) desvinculadas.

A esse respeito, Lamy Filho e Bulhões Pedreira manifestam o entendimento de que "na empresa moderna, o poder do acionista controlador perdeu, por isso, a sua discricionariedade, limitado, que está, pelo imperativo técnico da presença do administrador profissional."[66]

As relações com os membros dos conselho fiscal e de administração, conforme enfatizado ao longo deste trabalho, devem ser harmoniosas e regradas com a responsabilidade e comprometimento de todos para com os objetivos da companhia. Um ponto importante de apoio ao trabalho dos diretores é a confiança a ser adquirida dos membros dos demais órgãos da sociedade, que canalizarão seus esforços para a apresentação de contribuições para a melhoria dos resultados do empreendimento, ao invés de servirem de focos de conflitos.

III.1.3 - Conselho fiscal

O conselho fiscal é um órgão de extrema importância para os acionistas minoritários de uma sociedade, pois cabe a ele, de conformidade com o art. 163 da Lei nº

[66] *Ob. cit.*, p. 196.

6.404/76, fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários. Embora o acionista controlador detenha, em regra, o poder de eleger a maioria de seus membros, os minoritários podem exercer o seu poder de fiscalização da gestão da companhia através de seu(s) representante(s).

Quando se trata do tema da governança corporativa, este órgão ganha importância ainda maior, pois, conforme assinalado na sessão II.2 - Desenvolvimento da Governança Corporativa, um conselho fiscal atuante e permanente é fundamental para, ao lado de um conselho de administração independente e de uma auditoria independente de qualidade, realizar a correta fiscalização dos recursos empregados na companhia. De acordo com os preceitos do Código do IBGC, para a implementação de um sistema eficiente de controle dos atos de gestão da sociedade, além de permanente, deveria o conselho fiscal ser composto por membros desvinculados dos acionistas e administradores, com uma remuneração adequada e suscetíveis de sanções em caso de negligência.

Ressaltamos que, embora a lei das sociedades por ações estabeleça a necessidade de sua existência (art. 161), cabe ao estatuto social dispor sobre o seu funcionamento, se permanente ou não. Se não permanente, poderá ser instalado pela assembléia-geral (qualquer uma) a pedido de acionistas que representem, no mínimo, dez por cento das ações com direito a voto, ou cinco por cento das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia-geral ordinária após a sua instalação.

De conformidade com o § 4º do art. 161, o conselho fiscal poderá contar com um membro titular e um suplente eleitos em votação em separado pelos preferencialistas sem direito a voto, ou com voto restrito. Igual direito é disponibilizado aos minoritários que detiverem 10% ou mais das ações com direito a voto. Nenhuma alteração se processou na forma de eleição dos seus membros desde a criação da atual lei societária.

Entretanto, a CVM procurou fortalecer o conselho fiscal como instrumento legal de defesa dos acionistas minoritários, através da Instrução CVM nº 324/00 – editada com base nos poderes delegados através do Art. 291 da Lei nº 6.404 –, que fixou “escala reduzindo em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias ao pedido de instalação de conselho fiscal” em empresa de capital aberto. Os novos percentuais estipulados através dessa Instrução variam conforme a seguir:

Capital Social da companhia aberta	% de Ações com direito a voto	% de Ações sem direito a voto
Até R$ 50.000.000,00	8%	4%
Entre R$ 50.000.000,00 e R$ 100.000.000,00	6%	3%
Entre R$ 100.000.000,00 e R$ 150.000.000,00	4%	2%
Acima de R$ 150.000.000,00	2%	1%

Como o conselho de administração, o conselho fiscal é – ainda – considerado um órgão de deliberação colegiada, manifestando, portanto, suas decisões mediante reuniões devidamente convocadas pelo regime da deliberação majoritária. Entretanto, o art. 163, que traz a competência desse órgão, com as alterações produzidas pelas Leis n°s 9.457/97 e 10.303/01, reforçaram o poder fiscalizador deste órgão, inclusive individualizando parte desse poder, ao dispor que, por qualquer de seus membros, poderá fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários (inciso I); denunciar aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembléia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia (inciso IV); solicitar aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora, assim como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais (§ 2º); solicitar aos auditores independentes, se a companhia possuir, esclarecimentos ou informações, e a apuração de fatos específicos (§ 4º).

Ressalte-se que, quanto à subordinação, tanto o conselho de administração, quanto o conselho fiscal se reportam à Assembléia Geral dos Acionistas, com uma diferença favorável ao conselho fiscal, em termos de importância, uma vez que os conselheiros de administração, além de prestar conta de seus atos à Assembléia Geral, também o fazem ao conselho fiscal.[67] Além disso, cabe ao conselho fiscal assistir as reuniões do conselho de administração e/ou da diretoria de que constem assuntos sujeitos a sua (conselho fiscal) opinião, podendo, assim, acompanhar a discussão dos assuntos antes de serem aprovados

[67] Conforme §§ 1º e 2º do art. 163, que trata das competências do conselho fiscal:
"§ 1º Os órgãos de administração são obrigados, através de comunicação por escrito, a colocar à disposição dos membros em exercício do conselho fiscal, dentro de 10 (dez) dias, cópias das atas de suas reuniões e, dentro de 15 (quinze) dias do seu recebimento, cópias dos balancetes e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente e, quando houver, dos relatórios de execução de orçamentos."
"§ 2º O conselho fiscal, a pedido de qualquer dos seus membros, solicitará aos órgãos de administração esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora, assim como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais. (Redação dada pela Lei nº 10.303/01)"

por estes órgãos ou remetidos para a sua manifestação ou mesmo para a deliberação final dos acionistas.[68]

Entretanto, ainda que consideradas as alterações recentemente produzidas pela Lei nº 10.303/01, o conselho fiscal é pouco ou mal utilizado pelos acionistas minoritários de grande parte das companhias brasileiras, seja pela falta de conhecimento do seu alcance, dos seus benefícios, seja por não ser obrigatório, seja, ainda, pelo fato de o controlador eleger a maior parte de seus membros. Na prática, somente os investidores institucionais têm utilizado este instrumento. Ainda assim, verifica-se que em algumas companhias que possuem investidores institucionais com investimentos em percentual suficiente para exigir a instituição do conselho fiscal, deixa este de ser instalado por falta de interesse. De uma forma geral, o conselho fiscal é preterido pela auditoria independente.

III.1.4 - Auditoria Independente

A atividade dos auditores independentes é obrigatória nas companhias de capital aberto, conforme disposto no art. 177, parágrafo 3º, da lei das S.A., sendo responsável pela aferição da confiabilidade dos controles internos da companhia e da autenticidade das informações contábeis, cuja veracidade e transparência são fundamentais para a avaliação dos investidores. O seu trabalho está diretamente relacionado ao *disclosure* de informações da companhia.

Dentre as competências do conselho de administração (inciso IX do art. 142 da Lei nº 6.404/76), inclui-se a de "escolher e destituir os auditores independentes, se houver". Entendemos que essa competência deveria caber à Assembléia Geral Ordinária, com os acionistas administradores não podendo exercer o direito de voto, conforme disposto no § 1° do art. 134 da lei societária.[69]

A Lei nº 6.385/76, ao criar a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, estabeleceu, em seu art. 26, que os auditores independentes de companhias abertas deveriam ser registrados na CVM, para poderem auditar as demonstrações financeiras e balanços patrimoniais daquelas companhias. A medida imposta pela citada lei visou

---

[68] Conforme § 3° do art. 163: "Os membros do conselho fiscal assistirão às reuniões do conselho de administração, se houver, ou da diretoria, em que se deliberar sobre os assuntos em que devam opinar (ns. II, III e VII)."

[69] § 1° do art. 134: "Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembléia [geral ordinária] para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo."

alcançar maior confiança dos acionistas e possíveis investidores para as demonstrações contábeis das sociedades anônimas de capital aberto.

A CVM editou a Instrução CVM nº 308/99, reformulando a regulamentando da atividade de auditores independentes. Essa Instrução estabeleceu novas exigências para o registro inicial e manutenção deste pelos auditores, tais como submissão a Exame de Qualificação Técnica com vistas a habilitação (art. 30) e a implementação de Programas Interno de Controle de Qualidade (art. 32) e de Educação Continuada (art. 32), ambos seguindo as diretrizes emanadas do Conselho Federal de Contabilidade – CFC e do Instituto Brasileiro de Contadores – IBRACON.

Outra exigência importante efetivada através do art. 32 da citada Instrução é o Controle de Qualidade Externo, que se trata da obrigação de os auditores independentes, a cada quatro anos, submeter-se à revisão do seu controle de qualidade, segundo as diretrizes emanadas do Conselho Federal de Contabilidade - CFC e do Instituto Brasileiro de Contadores – IBRACON, que será realizada por outro auditor independente, também registrado na Comissão de Valores Mobiliários. Este procedimento visa aumentar o grau de confiabilidade dos trabalhos de auditoria, visto que inibe a possibilidade de falhas pelo emprego incorreto – ou incompleto – das normas de auditoria emanadas do Conselho Federal de Contabilidade.

O ponto mais controvertido da Instrução CVM nº 308/99 foi a exigência de Rotatividade dos Auditores, estabelecido através do seu art. 31, que determina que os auditores – pessoas físicas ou jurídicas – "não podem prestar serviços para um mesmo cliente, por prazo superior a cinco anos consecutivos, contados a partir da data desta Instrução, exigindo-se um intervalo mínimo de três anos para a sua recontratação".

III.1.5 - Stakeholders e controle externo

Pode, em certas ocasiões, o controle de uma sociedade anônima estar fora da própria sociedade. Aqueles que determinam os rumos da sociedade, nessa forma de controle, que a doutrina estrangeira conceituou como *stakeholders*, estão situados fora da administração e da composição acionária da companhia, diversamente do constatado no controle acionário comum, no qual o controlador final – pessoa física ou grupo coeso – detém o controle de fato e de direito. Este fenômeno já foi caracterizado por boa parte da doutrina e pode ser exercido de algumas formas diferentes.

É mais possível a ocorrência do controle externo em mercados onde não há uma vasta dispersão acionária e não existe um grande número de companhias listadas em bolsas de valores. A Alemanha e o Japão são exemplos de países onde esta modalidade de controle é freqüente.[70] Nesses países, principalmente na Alemanha, há uma forte presença dos bancos influenciando as decisões tomadas pelas sociedades e a ocorrência de vários casos de propriedade cruzada entre diferentes companhias. Entretanto, verifica-se que a principal característica do sistema onde ocorre esta situação é a forma de controle direto via débito, em contraposição ao controle direto via *equity*. A propriedade acionária encontra-se bastante concentrada, principalmente em poder dos bancos e a sociedade recebe recursos basicamente por meio de financiamentos pelos próprios bancos e outras instituições financeiras.

Pode, também, esse tipo de controle ser exercido pelos clientes, fornecedores, funcionários, credores e até mesmo pelo Estado. Comparato ensina que o controle externo não deve ser necessariamente definido como um poder de controle, mas como uma "influência dominante" (*herrschender Einfluss*), conforme conceitua a legislação alemã. Ensina, o eminente professor, que "o controlador, no caso, não é necessariamente, nem membro de qualquer órgão social, mas exerce o seu poder de dominação *ab extra*." [71]

Embora possa parecer distante da realidade brasileira, temos vários casos em que esse controle é exercido por fornecedores ou clientes exclusivos, a qual não sobreviveria se o fornecimento ou compras diminuísse ou terminasse. Essas empresas tornam-se reféns daqueles que, de fato, são os seus provedores de recursos.

Também os debenturistas podem exercer uma influência dominante perante a companhia emissora, caso esta venha a descumprir obrigações pactuadas na escritura de emissão das debêntures. Tal influência é aumentada ainda mais quando as debêntures forem conversíveis em ações, pois segundo o art. 57, parágrafo 2º, da lei das S.A., dependerá de prévia aprovação dos debenturistas alteração do estatuto visando mudança no objeto social ou criação de ações preferenciais ou modificação das vantagens das já existentes.

---

[70] O controle é externo porque pode ser exercido através do mercado de capitais, independente das relações internas da companhia.

[71] COMPARATO, Fábio Konder. O Poder de Controle na Sociedade Anônima, p. 69. 2ª Edição. Forense, Rio de Janeiro, 1983.

O controle externo pode, ainda, ser exercido pelo “credor pignoratício das ações”, conforme registra o *caput* do art. 113 da lei societária, que limita o exercício do direito de voto pelo acionista ao dispor que este “não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações”. O parágrafo único do mesmo artigo ressalta o poder do credor garantido por alienação fiduciária da ação, ao assinalar que o acionista devedor por esta modalidade de operação somente poderá exercer o direito de voto “nos termos do contrato”. Os credores, em ambos os casos, exercem forte influência sobre o poder de gestão, caso as ações dadas em garantia representem o controle da companhia.

Outras formas de manifestação dessa espécie de controle, embora, em tese, possam ocorrer no Brasil, na prática somente são verificados em outros países, como o poder exercido pelos funcionários em companhias alemãs e japonesas, por exemplo, em que muitas decisões empresariais somente são tomadas levando-se em consideração os interesses dessa classe nas respectivas companhias.

Adicionalmente, a legislação brasileira prevê o controle externo às instituições financeiras, seguradoras ou entidades abertas de previdência privada que se encontrem em estado de liquidação extrajudicial, intervenção ou administração especial temporária. Nesses casos, são nomeadas, pelo respectivo órgão fiscalizador (Banco Central do Brasil ou Superintendência de Seguros Privados), pessoas para fiscalizar ou mesmo gerir (interventores) os negócios das sociedades.

Outra forma de ingerência no controle da companhia, também de natureza externa, porém menos invasiva, se estabelece a partir da legislação e normas específicas para o setor, acompanhada da atuação das instituições responsáveis pelo seu cumprimento (*enforcement*). Nas sociedades anônimas, o primeiro instrumento é a própria lei do anonimato, que baliza a atuação dos gestores da companhia, bem como visa evitar abusos por parte dos seus controladores.

Podem os acionistas minoritários recorrer à CVM, órgão regulador do mercado de valores mobiliários, e às bolsas de valores, que têm poder de regulamentação sobre as companhias nelas listadas, quando constatarem que seus direitos estão sendo violados. Essas instituições detêm o poder de investigar e de punir eventuais irregularidades cometidas, bem como de mandar reverter os atos danosos à companhia, aos seus acionistas minoritários ou ao mercado, de uma forma geral.

Quanto ao sistema judiciário, este exerce o seu poder de ingerência em praticamente toda a esfera global, impondo limites, determinando ações ou omissões, interpretando legislações, etc. Não é diferente no mercado de valores mobiliários, que se sujeita à supremacia do poder judiciário.

III.2 - O CRESCIMENTO DOS INVESTIDORES QUALIFICADOS

Um dos principais estimuladores das discussões em torno da governança corporativa nas sociedades anônimas é a importante e crescente presença de investidores institucionais no mercado brasileiro. Esses investidores, estrangeiros, como fundos *private equity* e *venture capital*, ou nacionais, como as entidades fechadas de previdência privada ("EFPP"), detêm uma soma significativa de recursos a serem investidos em diversos segmentos da economia, especialmente via mercado de valores mobiliários.

Tais investidores, entretanto, evitam aplicar seus recursos em qualquer sociedade, pois há o risco de se tornarem reféns de acionistas majoritários. O investidor institucional procura, portanto, direcionar seus recursos para companhias que primem pela transparência e qualidade gerencial, além do respeito e compromisso com o minoritário, permitindo-lhes exercer uma maior fiscalização nas suas gestões.

Em razão de a modalidade de controle interno existente em nosso país ser o majoritário, os maiores conflitos inerentes às companhias ocorrem entre os acionistas controlador e os minoritários, uma vez que o primeiro detém a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos membros da administração.

A celebração de acordos de acionistas seria uma forma de regular possíveis conflitos entre os acionistas. O acordo pode limitar os poderes do acionista controlador, indicando determinadas matérias estratégicas para a companhia, as quais necessitam de aprovação de acionistas minoritários, além de poder prever o direito dos acionistas minoritários subscritores do acordo de indicar um certo número de membros para o conselho de administração.

O investidor institucional, dada a quantidade expressiva de recursos possuídos, tem maiores condições de celebrar acordos com os acionistas controladores inserindo cláusulas visando à proteção dos seus direitos – e dos demais minoritários –, incluindo o poder de veto em determinadas – ou todas – matérias.

CAPÍTULO IV – O ACORDO DE ACIONISTAS FRENTE À LEGISLAÇÃO ATUAL E À GOVERNANÇA CORPORATIVA

IV.1 - O ACORDO DE ACIONISTAS NO BRASIL NOS ÚLTIMOS ANOS (1995-2004)

No período dos governos Itamar Franco até o atual (Luis Inácio "Lula"da Silva) foram desestatizadas dezenas de companhias, sendo muitas de capital aberto (algumas eram fechadas e obtiveram seus registros de companhias abertas por força do Edital de Privatização). Dessas, estima-se que a maioria possua acordo de acionistas disciplinando a atuação conjunta dos subscritores.

No cerne do acordo de acionistas é realizada a divisão dos poderes da companhia, como, por exemplo, a forma de eleição de membros dos conselhos de administração e fiscal, se instalado, e diretoria. Também serve para disciplinar a forma de se tomar as principais decisões na companhia e ao estabelecimento de regras de aumento e/ou redução da participação no capital da companhia, incluindo o eventual exercício de direito de preferência na aquisição de participação de acionista dissidente.

IV.2 - PRINCIPAIS ALTERAÇÕES PRODUZIDAS PELA LEI N^{O} 10.303/01

IV.2.1 - Acordo de votos vinculando os acionistas participantes

O artigo 118 da Lei n° 6.404/76 que, conforme comentamos, trata especificamente de acordo de acionistas, trazia, originalmente, em seu conteúdo, reduzido quantitativo de regras normatizadoras desse instrumento. Não foram efetivadas muitas alterações através da Lei n° 10.303/01, mas os principais acréscimos realizados, inerentes à vinculação de votos, trouxeram muitos questionamentos, em especial dos defensores dos princípios de governança corporativa e dos acionistas minoritários.

Relevante ressaltar que alguns dos dispositivos adicionados já vinham sendo praticados, o que gerava litígios quando um dos acionistas celebrantes resolviam contestar a aplicação do consignado no acordo de votos. Conforme definiu o jurista Luiz Alberto Colonna Rosman, "a rigor, as normas dos parágrafos inseridos no artigo 118 não inovam a legislação, podendo-se mesmo afirmar que têm natureza interpretativa, visando apenas a confirmar a validade de cláusulas usuais de acordos de acionistas, que são indispensáveis

para dar eficácia e segurança jurídica à organização do controle compartilhado de companhias por dois ou mais grupos empresariais".[72]

Também comentamos no Capítulo I, parte I.1.1 (Histórico), que a lei das S.A. originalmente já reconhecia, em seu art. 116, a faculdade de os acionistas disporem sobre o poder de controle mediante "acordo de voto" no âmbito do acordo de acionistas, levando para as reuniões prévias dos subscritores desse instrumento as discussões acerca do voto a ser proferido nas assembléias, devendo todos acatar a decisão da maioria.

Quanto ao objetivo do acordo de votos, afirmamos que é a garantia da estabilidade do próprio acordo de acionistas, no qual ele está inserido, e da própria companhia, pois a determinação de se votar uniformemente evita possível instabilidade por conta de acionista dissidente, celebrante do instrumento – se inexistisse essa obrigação –, votar contrariamente aos seus pares ou, ainda que se abstivesse, de outro grupo de acionistas, detentores de participação expressiva no capital votante, impor derrota aos controladores.

Ressalte-se que está sendo tratado do poder de controle, muitas vezes construído em negociações acirradas, com ou sem o pagamento de prêmio pelo controle, mas formalizado mediante o acordo de acionistas. Este, por sua vez, tem como dispositivo essencial para sua efetivação o acordo de votos. Ressalte-se, ainda, a inserção no caput do art. 118 da 6.404/76 desse predicado (poder de controle), dando força a esse entendimento.[73]

Ainda que consignado em acordo de votos, e disposto no "espírito" da lei societária, discussões – inclusive no Judiciário – se instalavam quanto à validade ou não do voto proferido em desacordo com a decisão da reunião prévia, notadamente quando o acionista dissidente alegava estar divergindo em prol da companhia e/ou que a orientação de voto acordada contrariava os arts. 115, 116 e/ou 117 da lei das S.A.[74] Para acabar com as controvérsias, o legislador acrescentou, mediante a Lei nº 10.303/01, o parágrafo 8º ao art. 118, dispondo que "o presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação

---

[72] ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Acionistas e Administração. Matéria publicada no Jornal do Brasil em 30.10.01. Disponível no site da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), na internet no endereço www.econ.puc-rio.br/gfranco/LARosman.htm. Acesso em 05/02/2005.

[73] Art. 118 - redação original: "Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, ou exercício do direito de voto, deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede."

Art. 118 - com a nova redação dada pela Lei nº 10.303/01: "Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede." (grifei a alteração comentada)

[74] Vide comentários à p. 10.

da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado."

Entretanto, ainda restava um risco para os acionistas controladores, que era a possibilidade de o acionista discordante, mesmo não se associando a outro minoritário, de se abster de votar ou não comparecer à assembléia, poderiam, ainda, os controladores, conforme ressalta Luiz Leonardo Cantidiano, "serem derrotados por outro grupo de acionistas, detentores de parcela ponderável de ações votantes".[75]

Para sanar essa questão, incluiu-se o parágrafo 9º ao citado artigo, que expressa o seguinte: "o não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omisso e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada."

Ressalte-se a diferença entre os dois dispositivos elencados nos parágrafos anteriores, pois, no caso de o acionista dissidente votar contrariamente ao acordado em reunião prévia (§ 8º), seu voto pode ser declarado nulo pelo presidente da assembléia, ainda permanecendo o risco de outro grupo de acionista reunir votos em quantidade superior a do grupo de acionistas fiéis ao acordo de votos. Na hipótese seguinte, de abstenção ou ausência de acionista celebrante do instrumento (§ 9º), é assegurado o exercício do voto pela parte prejudicada – demais acionistas do acordo – com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omisso.

IV.2.2 - Acordo de votos vinculando os administradores

Conforme se depreende da leitura dos já citados parágrafo 8º e 9º do art. 118 da lei societária, inseridos pela Lei nº 10.303/01, a orientação de voto transcendeu aos acionistas subscritores do acordo de votos, passando a ser permitido determinar em reunião prévia o exercício de voto dos conselheiros de administração e aos diretores "eleitos nos termos de acordo de acionistas". Essa disposição estabelecida pela nova lei avivou a indignação dos defensores das Boas Práticas de Governança Corporativa e dos acionistas minoritários, provocando muitas críticas aos legisladores e artigos inflamados contrários a essa

[75] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Reforma da Lei das S.A. - Comentada, p. 131. Renovar, Rio de Janeiro, 2002.

inovação, bem como, por outro lado, defesas apaixonadas da garantia ao poder de controle e de que sem a vinculação restaria inócuo o próprio acordo de votos entre os acionistas controladores.[76]

Questionam, os partidários da governança corporativa, que os dispositivos criados vão de encontro aos preceitos essenciais da governança corporativa, principalmente quanto à autonomia do conselho de administração e a formação de uma diretoria profissional. Alegam, com razão, que houve um retrocesso no que se refere ao poder de ingerência dos minoritários, com as alterações produzidas no art. 118 da lei societária pela Lei nº 10.303, em razão da permissão da vinculação de votos – acordo de votos – não só dos acionistas signatários de acordo de acionistas às decisões tomadas com base neste acordo, como também dos conselheiros de administração eleitos por estes.

Os parágrafos 8º e 9º recém introduzidos prevêem, inclusive, que, relativamente às decisões colegiadas (assembléia, Conselho de Administração e Diretoria, no que couber) não será computado o voto proferido na com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado, e que nos casos de não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como que nas abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, é assegurado à "parte prejudicada" o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omisso e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

Embora, na prática, se verifique em muitas das empresas brasileiras uma submissão dos conselheiros e diretores eleitos pelos controladores às diretrizes por estes traçadas, o que faz deles meros condutores das decisões dos seus “patrões”, o que se verifica agora é a formalização desse fato mediante utilização de reunião prévia de acionistas para determinar aos conselheiros e diretores votarem determinadas matérias de acordo com o por eles [controladores] disposto, esvaziando a competência estabelecida no citado art. 142 ou no próprio estatuto social.

Ocorrendo o permitido por esses novos dispositivos, fica o conselheiro eleito pelos minoritários ou preferencialistas prejudicado, pois nada poderá fazer para prevalecer seus pontos de vista, já que os seus pares estão impedidos de efetivamente votar de acordo com

---

[76] ARAGÃO, Paulo Cezar. A Disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/01), *in* Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, pp. 367-384. 1ª Edição. Forense, Rio de Janeiro, 2002.

as suas convicções, obrigados que estão a repetir a manifestação constante da "orientação de voto" dos acionistas. Somente restará ao conselheiro não alcançado pelas determinações dos controladores, registrar seu voto discordante que, entretanto, ainda que possa apresentar algum valor para a Companhia, de forma alguma poderá ser aproveitado.[77]

Nestes casos, estaria ocorrendo desrespeito ao art. 139, vez que, de fato, os poderes dos conselheiros teriam sido assumidos pelos acionistas controladores. Porém, deve-se ressaltar, que os deveres e responsabilidade dos conselheiros são indelegáveis, dentre estes o de lealdade à própria companhia e não àqueles que os elegeram. Trata, o conselho de administração de matérias de interesse público, de direito inderrogável dos acionistas minoritários, que não pode ser alterado pela vontade dos controladores.

[77] CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: Seu Funcionamento e Participação de Membros Indicados por Acionistas Minoritários e Preferencialistas, *in* Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, pp. 385-421. 1ª Edição. Forense, Rio de Janeiro, 2002.

CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, verificamos que o poder de gestão das sociedades anônimas de capital aberto no país passou – e continua passando – por transformações importantes. As práticas recomendadas pelo Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa representam um importante incentivo à adoção de políticas de melhoria da relação entre acionistas controladores e minoritários, bem como destes últimos com a administrações das companhias.

Quanto ao acordo de acionistas, há uma crescente evolução de seu uso, tanto pelos majoritários, em busca da manutenção do poder de controle, quanto pelos minoritários, visando melhor fiscalizar os atos de gestão.

O crescimento dos investidores institucionais também agregaram qualidade às companhias, dado o poder fiscalizador por eles exercido, melhor acompanhando as decisões tomadas no âmbito das companhias. O controle externo (*stakeholders*) praticamente inexiste no Brasil, mas é uma forma em desenvolvimento que pode crescer em importância ao longo dos próximos anos.

Entretanto, verifica-se que falta à legislação societária um aperfeiçoamento no campo da proteção aos minoritários, no sentido de fortalecer a sua participação no conselho fiscal e na escolha e destituição dos auditores independentes. Carece, ainda, a lei societária, de mecanismos para garantir uma maior independência não só ao conselho fiscal, mas também ao conselho de administração, conforme recomenda o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. As recentes alterações produzidas pela Lei nº 10.303/01 no art. 118 da lei societária, com a permissão da vinculação de votos não só dos acionistas signatários de acordo de acionistas às decisões tomadas com base neste acordo, como também dos conselheiros de administração eleitos por estes, caracterizam um retrocesso no que foi obtido com o Código do IBGC. Mais que isso, conflita com o art. 139 da própria lei societária, que estabelece que “as atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto”.

BIBLIOGRAFIA

1. ARAGÃO, Paulo Cezar. A Disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/01), *in* Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, 1ª Edição. Forense, Rio de Janeiro, 2002.

2. ASCARELLI, Túlio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado, 2ª Edição, Saraiva, São Paulo, 1969.

3. BARBI FILHO, Celso. Acordo de Acionistas: Panorama Atual do Instituto Brasileiro e Propostas para a Reforma de sua Disciplina Legal, *in* Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 8, 2000.

4. BULGARELLI, Waldírio. A Regulamentação Jurídica do Acordo de Acionistas, no Brasil, *in* Revista de Direito Mercantil, nº 40, 1980.

5. BUONOMO, Renata. O que as boas práticas da Governança Corporativa podem fazer pela sua empresa?; artigo disponível em http://www.laboris.com.br/artigos_17.asp. Acesso em 10/04/2005.

6. CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: Seu Funcionamento e Participação de Membros Indicados por Acionistas Minoritários e Preferencialistas, *in* Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, 1ª Edição. Forense, Rio de Janeiro, 2002.

7. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Reforma da Lei das S.A. - Comentada, Renovar, Rio de Janeiro, 2002.

8. CARVALHOSA, Modesto. Acordo de Acionistas, Saraiva, São Paulo, 1984.

9. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4ª Edição, Saraiva, São Paulo, 2002.

10. COMPARATO, Fábio Konder. O Poder de Controle na Sociedade Anônima, 2ª Edição, Forense, Rio de Janeiro, 1983.

11. COSTA, Roberto Teixeira da. Conselho de Administração – Recomendações Práticas para seu Melhor Funcionamento, Banco Sul América, 2ª Edição, março de 1997.

12. HALLQVIST, Bengt. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, in Revista de Administração – USP, v.35, nº 2, São Paulo, abril/junho 2000.

13. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José, Luiz. A Lei das S.A. (Pressuposto, Elaboração, Modificações), Volume I, 3ª Edição. Renovar, Rio de Janeiro, 1997.

14. ROCHA, João Luiz Coelho da. Acordo de Acionistas e Acordo de Cotistas, Lumen Juris, Rio de Janeiro, 2002.

15. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Acionistas e Administração. Matéria publicada no Jornal do Brasil em 30.10.01. Disponível no site da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), na internet no endereço www.econ.puc-rio.br/gfranco/LARosman.htm. Acesso em 05/02/2005.

16. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O Conselho de Administração na Sociedade Anônima, Atlas, São Paulo, 1997.

17. Valor Econômico. Brasil é um dos mais comprometidos com boa governança, matéria publicada em 11/10/2004 – edição nº 1114, disponível no *site* na *internet* da Bovespa, no endereço www.bovespa.com.br. Acesso em 07/04/2005.

18. VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedade por Ações, Vol II, Forense, 2ª Edição, Rio de Janeiro, 1953.

19. WALD, Arnoldo. A CVM e a Nova Legislação, *in* Revista da CVM, nº 35 – Edição Especial, 2002.

20. WALD, Arnoldo. O Acordo de Acionistas e o Poder de Controle do Acionista Majoritário, *in* Revista de Direito Mercantil, nº 110, 1998.