

2011

# Proteção ao Acionista Minoritário no Brasil: Breve Histórico, Estrutura Legal e Evidências Empíricas

Bruno Meyerhof Salama  
Viviane Muller Prado

# PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO NO BRASIL: BREVE HISTÓRICO, ESTRUTURA LEGAL E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Bruno M. Salama<sup>1</sup>  
Viviane Muller Prado<sup>2</sup>

Acionistas são burros e impertinentes: burros porque compram ações e impertinentes porque exigem lucro em troca.<sup>3</sup> É assim que Carl Fuerstenberg, um poderoso banqueiro alemão do período entre-guerras, referiu-se aos acionistas minoritários. Desde então, diversas mudanças significativas ocorreram. Hoje, o argumento de que acionistas minoritários são meros oportunistas não pode mais ser levado a sério<sup>4</sup>. Já não há dúvidas de que a existência de especulação no mercado acionário com ampla participação de investidores é importante para a existência do mercado secundário, para a mobilização de capitais, desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e crescimento econômico<sup>5</sup>. Além disso, nos últimos anos, uma série de estudos mostrou que o aumento da proteção aos minoritários está diretamente associado à melhor avaliação das empresas pelos investidores e à existência de mercados de valores mobiliários mais desenvolvidos<sup>6</sup>. Com isso, na última década,

---

\* A versão original deste artigo foi publicada em inglês. Vide Bruno M. Salama and Viviane M. Prado, Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure, and Empirical Evidence, 4 Journal of Civil Law Studies (2011, no prelo). Esta versão em português contém pequenas adaptações e atualizações.

<sup>1</sup> Professor de Direito, Fundação Getúlio Vargas. E-mail: bruno.salama@fgv.br.

<sup>2</sup> Professora de Direito, Fundação Getúlio Vargas. E-mail: viviane.prado@fgv.br.

<sup>3</sup> “Aktionare sind dumm und frech. Dumm, weil sie Aktien kaufen, und frech, weil sie dann auch noch Dividende haben wollen”. Carl Fuerstenberg (1850-1933). In: Theodor Baums e Kenneht Scott, *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*. 53 AM. J. Comp. L. 31 (2005).

<sup>4</sup> Em textos mais antigos, é comum encontrar acionistas minoritários retratados negativamente. Ver, por exemplo, Walter Rathenau. *Vom Aktienwesen*, traduzido para o português em 2002 (In: Revista do Direito Mercantil, v. 128, 2002, p. 202).

<sup>5</sup> Por exemplo, Asli Demigüç-Kunt & Vojislav Maksimovic. *Law, Finance and Firm Growth*. 53 J. Fin. 2107 (1998) (mostrando que em países com um mercado de capitais ativo, as empresas conseguiram maiores financiamentos); Maurice Obstfeld. *Risk-Taking, Global Diversification and Growth*. 84 Am. Econ. Rev. 1310 (1994) (mostrando que o crescimento está relacionado com a habilidade dos investidores de diversificar investimentos através dos mercados); Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales. *Financial Dependence and Growth*. 88 Am. Econ. Rev. 559 (1998) (mostrando que em países com mais proteção a investidores estrangeiros, as indústrias dependentes de capital estrangeiro são mais desenvolvidas). Ver também Hal S. Scott. *International Finance: Rule Choices for Global Financial Markets*. In: *Research Handbook in International Economic Law*. A. Guzman e A. Sykes (editores), 2007.

<sup>6</sup> Rafael La Porta, Florêncio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer. *Corporate Ownership around the World*. Journal of Finance, vol. 54 em 471 (1999); Rafael La Porta, Florêncio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny. *Investor Protection: Origins, Consequences and Reform*. NBER Working Paper, n. W4728 (1999); Edward Glaeser, Simon Johnson e Andrei Shleifer. *Coase versus the Coasians*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, nº 3, em 853-899 (2001); Andrei Shleifer e Daniel Wolfenzon.

chegou-se a um consenso nos meios acadêmicos quanto à necessária proteção jurídica dos acionistas minoritários, não apenas por uma questão de equidade, mas também de eficiência.

Este artigo examina elementos-chave da história, estrutura e aplicação dos mecanismos jurídicos de proteção dos acionistas minoritários no Brasil e está dividido da seguinte maneira. A seção I examina a evolução histórica da proteção dos minoritários no Brasil, o que ajuda a contextualizar a Lei das Sociedades Anônimas<sup>7</sup> e suas posteriores reformas. Salienta-se aqui a evolução recente do mercado de capitais brasileiro, principalmente quanto ao fato de, pela primeira vez na história empresarial brasileira, ser possível encontrar o capital disperso em algumas companhias abertas. A seção II apresenta os principais pontos do atual regime jurídico de proteção ao minoritário. Analisam-se aqui as provisões mais importantes da Lei das S.A. e da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como os regulamentos mais relevantes da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). A seção III apresenta os resultados de pesquisas empíricas que tentaram mensurar o grau de efetividade (*enforcement*) da regulação dos direitos dos minoritários no âmbito judicial e administrativo. A seção IV conclui.

#### I. A Proteção do Acionista Minoritário em Perspectiva Histórica

A Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) é a principal fonte do regime jurídico de proteção dos acionistas minoritários. Tal Lei foi concebida no contexto do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), que definia as estratégias de desenvolvimento econômico brasileiro na segunda metade da década de 70<sup>8</sup>. Nesta época, a formação de grandes grupos econômicos nacionais era vista como um componente central nas estratégias de desenvolvimento. A Lei das S.A. fez então parte de uma série de medidas desenhadas para desenvolver o mercado de capitais brasileiro,

---

*Investor Protections and Equity Markets*. Harvard Institute of Economic Research Paper nº 1906 (2000); Robert D. Cooter. *Innovation, Information and the Poverty of Nations*. 33 Fla. St. U. L. Rev. 373 (2005).

<sup>7</sup> Lei Federal nº 6.404 de 1976.

<sup>8</sup> Ver capítulo IV do PND II (Estratégias Econômicas: Opções Básicas. Fortalecimento da Empresa Nacional e Capital Estrangeiro). Ver também Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração e Modificações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1; Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 3-12; e Orlando Gomes. Fontes e Significado das Inovações da L. n. 6.404. *Revista Forense*, v. 275, 1981.

medidas estas que incluíam benefícios fiscais para a empresa que abrisse o capital e para os investidores que alocassem recursos nas bolsas de valores.<sup>9</sup>

A Lei refletiu a dinâmica política daquele tempo. O regime militar lutava para manter o poder político concentrado enquanto incentivava o crescimento econômico. De modo similar, a Lei de 1976 teve por objetivo diluir o capital acionário sem democratizar o poder político dentro das empresas. O objetivo central era justamente preservar os interesses dos controladores de grandes grupos empresariais nacionais<sup>10</sup>. Por outro lado e por vezes contrariando os interesses dos controladores, a Lei das S.A. criou mecanismos de proteção dos acionistas minoritários, com o objetivo de incentivar os investidores a aplicar recursos no mercado de valores mobiliários<sup>11</sup>.

Para manter a estrutura de poder dentro das empresas brasileiras que decidiram abrir seu capital, a Lei acionária de 1976 permitiu que as companhias emitissem ações preferenciais sem voto até o limite máximo de 2/3 de suas ações<sup>12</sup>. Ao mesmo tempo, a Lei requisitava que essas ações sem direito a voto tivessem algum tipo de vantagem econômica em relação a ações com direito a voto. Sendo assim, tornou-se comum para as companhias determinar uma vantagem econômica irrisória para essas ações preferenciais, apenas para cumprir o requisito legal. Frequentemente as companhias abertas tinham estatutos prevendo que ações sem direito a voto tinham prioridade temporal no recebimento de dividendos ou apenas prioridade em caso de liquidação da companhia. A Lei, no entanto, garantia aos minoritários uma série de direitos individuais e previa deveres e responsabilidades específicas para administradores e acionistas controladores da companhia. Além disso, também em 1976, criou-se a

---

<sup>9</sup> Ver David Trubek, Jorge H. Gouvea Vieira e Paulo Fernandes de Sá. *O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. Ver também Mário Henrique Simonsen e Roberto de Oliveira Campos. *A Nova Economia Brasileira*. 3ª ed. Rio de Janeiro: José Olympio, 1979, p. 206-207.

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, Modesto Carvalhosa. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas. Seu Modelo Econômico*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.

<sup>11</sup> Esta dupla preocupação de fortalecer os conglomerados brasileiros e proteger os acionistas minoritários pode ser encontrada na Exposição de Motivos da Lei das S.A., escrita por Mário Henrique Simonsen, então Ministro da Fazenda: “O projeto visa, basicamente, a criar a estrutura legal ao fortalecimento do mercado de capitais do país, que no atual estágio de desenvolvimento da economia brasileira, é essencial para a sobrevivência das empresas privadas. A mobilização voluntária de economias para o setor produtivo requer um sistema que garanta ao acionista minoritário a observância de regras claras e equitativas, que sejam atraentes em termos de segurança e lucratividade sem paralisar a comunidade de negócios.”

<sup>12</sup> A permissão de emitir até 2/3 de ações sem direito a voto significa que na estrutura de controle mais simples, uma empresa poderia ser controlada com apenas um sexto do capital social. Além disso, em estruturas piramidais, o controle poderia – em teoria – ser exercido com um capital insignificante.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que era, e ainda é, a responsável por regular, supervisionar e punir os agentes do mercados de valores mobiliários<sup>13</sup>.

A concepção original da Lei das Sociedades por Ações brasileira estava em consonância com o modelo de industrialização por substituição de importações que prevalecia no Brasil nos anos 70<sup>14</sup>. Isso explica, em grande medida, por que a Lei não foi substancialmente alterada até que aqueles modelos perdessem a sua supremacia no debate político e econômico. No Brasil, a substituição de modelos econômicos aconteceu com a democratização do país e com as reformas econômicas encabeçadas pelo então presidente Fernando Collor (1990-1992) e consolidadas por Itamar Franco (1992-1994) e Fernando Henrique Cardoso (1995-2003). Como consequência, a Lei acionária foi reformada duas vezes, primeiro em 1997<sup>15</sup> e depois em 2001<sup>16</sup>.

A reforma de 1997 objetivou facilitar o programa de privatizações da época<sup>17</sup>. A mudança mais relevante e mais polêmica foi a eliminação do direito ao *tag along* (venda conjunta) para os acionistas minoritários com direito a voto<sup>18</sup> na hipótese de transferência do controle acionário da companhia<sup>19</sup>. A eliminação do direito de *tag along* significava que novos proprietários poderiam comprar o bloco de controle sem precisar fazer oferta pública de aquisição das ações dos minoritários com direito a voto. Como resultado disso, o governo pôde embolsar todo o prêmio de controle pago nas privatizações das estatais. A reforma de 1997 também aboliu outros mecanismos de proteção ao minoritário, em especial o direito de retirada em diversas situações,

---

<sup>13</sup> A CVM foi criada pela Lei Federal nº 6.385 de 1976. Trata-se de uma agência federal ligada ao Ministério da Fazenda.

<sup>14</sup> Jeswald W. Salacuse. *From Developing Countries to Emerging Markets: A Changing Role for Law in the Third World*. 33 INTL LAW 875 (1999).

<sup>15</sup> Lei Federal nº 9.547 de 1997.

<sup>16</sup> Lei nº 10.303 de 2001. Além disso, as seções da Lei das S.A. que estabelece regras de contabilidade foram emendadas em 2007

<sup>17</sup> O Programa Nacional de Desestatização – PND foi criado em 1990 pela Lei nº 8.031. Esta lei foi posteriormente revogada pela Lei nº 9.491 de 1997, que reformou o programa.

<sup>18</sup> Ações sem direito a voto nunca tiveram o privilégio de serem submetidas a ofertas públicas obrigatórias nas alienações do poder de controle.

<sup>19</sup> “Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

§ 2º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.” Redação do art. 254 da Lei das S.A.; desde 1997, o artigo foi revogado).

inclusive nas fusões e cisões. Acabou também por possibilitar a diminuição do preço das ações nos casos em que esses direitos continuaram a ser efetivos.<sup>20</sup>

Diante disso, o impacto imediato das privatizações no Brasil no desenvolvimento da bolsa de valores foi discreto.<sup>21</sup> Hoje, acredita-se que as reformas de 1997 reduziram a confiança do investidor.<sup>22</sup> Tanto é assim que no fim da década de 90 o mercado de capitais enfrentou uma crise séria. O número de empresas listadas na Bovespa caiu de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume de transações diminuiu de US\$191 bi em 1997 para US\$101 bi em 2000 e US\$65 bi em 2001.

Essa queda acentuada no mercado de capitais brasileiro foi desencadeada por diversos fatores. Em primeiro lugar, ao longo da década de 90, o Brasil e outras economias emergentes enfrentaram uma série crise de liquidez (o México em 1995, a Coreia do Sul e a Tailândia em 1997, a Rússia em 1998, o Brasil em 1999, a Turquia em 2000-01 e a Argentina em 2001-02).<sup>23</sup> Em todos esses países, a combinação de grande endividamento a curto prazo e pouco capital internacional líquido resultaram em vulnerabilidade, crise de confiança e redução nos fluxos de capital. Conforme as condições financeiras internacionais pioravam, o Brasil passou por um período de recessão e de intensa desvalorização do Real. Em 1998-99, a taxa de crescimento anual caiu para 0,5%, a moeda nacional perdeu praticamente um terço do seu poder de compra (de abril de 1998 a abril de 1999) e os déficits fiscais atingiram índices exorbitantes. Em segundo lugar, a carga tributária distorcida contribuiu para comprimir os investimentos locais. Aliás, os déficits fiscais levaram o governo a arrecadar impostos sobre todas as

---

<sup>20</sup> Antes da reforma de 1997, os acionistas dissidentes tinham o direito de retirada a um preço igual ao valor contábil das suas ações. A reforma permitiu que os estatutos estabelecessem que a amortização poderia ser inferior ao valor contábil se ela fosse calculada com base no valor econômico da companhia. Este seria baseado, por sua vez, nos lucros estimados por padrões previstos no estatuto.

<sup>21</sup> Érica Rocha Gorga. *Direito Societário Brasileiro e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma Perspectiva de "Direito e Economia"*. Tese de Doutorado apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 2005, p. 93 (“o programa brasileiro de privatizações, ao contrário de programas similares no resto do mundo, não resultou em um desenvolvimento consistente do mercado de capitais nacional.”).

<sup>22</sup> No começo de 1999, a CVM emitiu a Instrução nº 299 como parte de uma tentativa de remediar os efeitos deletérios da reforma de 1997 no mercado de capitais brasileiro. Em 2002, essa Instrução foi parcialmente revogada pela Instrução nº 358 que, por sua vez, foi emendada pelas Instruções nº 369 em 2006 e 449 em 2007. O requisito de publicação do preço das vendas de 5% dos blocos de ações com direito a votos foi mantido (aliás, aperfeiçoado) ao longo do processo.

<sup>23</sup> Nelson H. Barbosa Filho. *International Liquidity and Growth in Brazil*. Central for Economic Policy Analysis Working Paper, 2001, disponível em: <http://newschool.edu/cepa/publications/workingpapers/archive/cepa200104.pdf>.

transações financeiras, incluídas aí a compra e venda de ações.<sup>24</sup> Em terceiro lugar, permitiu-se que as empresas brasileiras negociassem seus papéis no mercado norte-americano, através dos American Depositary Receipts - ADRs), transferindo parte das operações para o mercado americano.<sup>25</sup>

Em consequência, o Congresso Nacional voltou a debater possíveis reformas à Lei das S.A. A idéia era reforçar a proteção aos minoritários como forma de incentivo a investimentos. No início, foram apresentadas propostas no sentido de eliminar as ações sem direito a voto, além de reintroduzir os direitos de *tag along*. Entretanto, pressões políticas de grupos controladores fizeram com que as reformas alcançassem avanços mais modestos.<sup>26</sup> Em vez de eliminar as ações sem direito a voto, como originalmente pretendido, a reforma de 2001 reduziu o limite de 2/3 para 50% das ações emitidas.<sup>27</sup> As companhias já listadas, no entanto, não se submeteram ao novo limite. Não bastasse isso, os direitos de *tag along* foram reintroduzidos, mas apenas para os titulares de ações com direito a voto, limitando-se ao direito de receber 80% do preço pago pelas ações do controle.<sup>28</sup>

Para compensar a não-eliminação das ações preferenciais, a reforma de 2001 tentou garantir vantagens mais concretas para os acionistas detentores de ação sem voto. Como detalharemos em outra seção deste artigo, isto foi possível através da permissão para a empresa de optar entre estabelecer dividendos obrigatórios mínimos para ações

---

<sup>24</sup> O imposto sobre transações financeiras (CPMF) era arrecadado em todos os débitos (transferências ou saques de dinheiro) feitos em contas bancárias. Ele foi inicialmente cobrado a 0,2%, mas com o tempo, subiu para 0,38%. Criado em 1997 como um imposto temporário, permaneceu obrigatório até 2007. Uma isenção para investimentos no mercado de capitais teve lugar entre 2004 e 2007.

<sup>25</sup> Em julho de 2002, o New York Times escreveu que a CPMF tinha feito com que as transações da Bovespa custassem 165% a mais que as transações da bolsa de valores de Nova Iorque. Entre 1997 e 2002, em torno de 40% dos investidores da Bovespa migraram para os ADRs (The New York Times, July 30, 2002, Stoking a Stock Market 'Revolution').

<sup>26</sup> Ver Érica Rocha Gorga. *Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil*. 27 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 803 (2006) (discutindo que na reformulação de 2001, os grupos de interesses "controladores" conseguiram "capturar" a legislação tanto direta quanto indiretamente. Diretamente, e de maneira mais efetiva, os grupos de interesse exerceram pressão nos legisladores e no Presidente para que eles desistissem de emendas visando ao aumento dos direitos dos acionistas minoritários (...). Os grupos de interesse também conseguiram influenciar indiretamente as reformas propostas por adicionar diversas emendas ao texto da lei. Essas emendas reduziram a efetividade dos direitos dos minoritários).

<sup>27</sup> Lei das S.A., art. 15.

<sup>28</sup> "A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle." (Lei das S.A., art. 254-A). A reforma de 2001 também criou a possibilidade de que o governo poderia ter uma *golden share* (concedendo poderes de veto especiais) em empresas privatizadas. (Lei das S.A., art. 17, §7).

preferenciais, dividendos superiores àqueles das ações com direito a voto ou direitos de *tag along* para preferencialistas na hipótese de alienação do poder de controle.<sup>29</sup>

Pode-se afirmar que a reforma de 2001 melhorou o nível de proteção dos acionistas minoritários. As melhorias incluíram um requisito de oferta pública aos minoritários em caso de fechamento de capital<sup>30</sup>, a inclusão de cláusulas proibindo e criminalizando expressamente a prática de *insider trading*<sup>31</sup> e o aumento da representação de minoritários e preferencialistas no Conselho de Administração<sup>32</sup>. Ao mesmo tempo, a preservação das ações sem direito a voto e as limitações ao direito de *tag along* significaram que a posição do minoritário não foi tão privilegiada como alardeado por diversos políticos à época.

Foi a auto-regulação – muito mais que a regulação estatal – que viria a criar as condições para a expansão das práticas de governança corporativa, bem como a maior proteção dos investidores. Em dezembro de 2000, pouco antes da aprovação da reforma de 2001 no Congresso Nacional, a Bovespa criou três tipos de segmentos de listagem de especiais governança corporativa. Nesses novos segmentos, as empresas podiam voluntariamente concordar em adotar práticas de governança que iam além do mínimo estabelecido pela Lei das Sociedades Anônimas, fornecendo mais transparência e fortalecendo os direitos dos investidores.<sup>33</sup>

---

<sup>29</sup> Lei das S.A., art. 17

<sup>30</sup> “Art. 4. (...) §4º. O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários” (...) “Art. 4-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia (...)”

<sup>31</sup> Lei das S.A., art. 155 e art. 27-D da Lei 6.385/76, com redação dada pela Lei 10.303/2001

<sup>32</sup> Lei das S.A., art. 141, § 4º.

<sup>33</sup> A criação dos segmentos especiais foi inspirada no *Neuer Markt* alemão. Ver *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro, um estudo por MB Associados*, disponível em: [www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/mercado_capitais_desafios.pdf). É importante perceber que os segmentos europeus, como o *Neuer Markt* alemão, geralmente são feitos para atrair empresas para mercados em ascensão e de tecnologia, principalmente em áreas como internet, telecomunicações, informação e bitecnologia. Os segmentos da Bovespa não têm restrição por atividade, tampouco são voltados para as pequenas empresas. Ver Stijn Claessens; Daniela Klingebiel, e Mike Lubrano. *Corporate Governance Reform Issues in Brazilian Equity Markets*, disponível em:



Os três principais novos segmentos foram denominados *Novo Mercado*, *Nível 1* e *Nível 2*. O maior avanço do Novo Mercado foi proibir a emissão de ações sem direito a voto, que já havia causado tanta controvérsia no passado.<sup>34</sup> Companhias listadas no Novo Mercado também são obrigadas a garantir o direito de *tag along*, sem restrições, para todos os seus acionistas<sup>35</sup>. Além disso, elas devem preencher uma série de requisitos adicionais, tais como: (1) manter um mínimo de 25% de ações em circulação<sup>36</sup>, (2) estabelecer que o Conselho de Administração da companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de até dois anos, sendo que 20% dos conselheiros devem ser independentes<sup>37</sup>, (3) submeter as demonstrações financeiras anualmente nos padrões internacionais de contabilidade, aceitando-se o US GAAP ou o IRFS<sup>38</sup>, e (4) fazer ofertas públicas com base no valor econômico das ações em circulação no caso de retirada do Novo Mercado.<sup>39</sup> Além disso, quaisquer conflitos societários devem ser resolvidas por arbitragem.<sup>40</sup>

A principal distinção entre o Novo Mercado e o Nível 2 é que este último permite que as companhias emitam ações sem direito a voto.<sup>41</sup> Mesmo assim, os acionistas de ações preferenciais das empresas do Nível 2 têm assegurado o direito a voto em determinadas situações, como no caso de fusão ou aquisição, cisão, na aprovação de contratos entre empresas do mesmo grupo econômico, em aumento do capital social, na escolha do auditor independente, e no caso de alteração do estatuto, inclusive no que diz respeito às regras de governança corporativa<sup>42</sup>. Além disso, caso acionistas controladores ponham as suas ações à venda, uma oferta pública precisa ser

---

[www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Brazil-CG%2BReform%2BIssues%2B\(2001\).pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Brazil-CG%2BReform%2BIssues%2B(2001).pdf) (compilando os estudos que levaram à criação do Novo Mercado); Maria Helena Santana, *et al.* *Novo Mercado and its followers: case studies in Corporate Governance Reform. Focus* 05, 2008, disponível em: [www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus+5/\\$FILE/Novo+Mercado+text+screen+4-21-08.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Focus+5/$FILE/Novo+Mercado+text+screen+4-21-08.pdf) (descrevendo a história da criação, a implementação e os resultados concretos de cada segmento.); e Ronald Gilson, Henry Hansmann, e Mariana Pargendler. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S. and the EU*, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226> (usando os segmentos especiais brasileiros como um estudo para uma teoria páraestatal de regulação paralela de ações).

<sup>34</sup> Regras do Novo Mercado, item 3.1, VI.

<sup>35</sup> Regras do Novo Mercado, item 8.1. Especificando que no caso de venda do controle, o comprador precisa fazer uma oferta pública a todas as outras ações em termos iguais (sem teto de 80%).

<sup>36</sup> Regras do Novo Mercado, item 7.3 e item 2.1 (definindo a flutuação mínima).

<sup>37</sup> Regras do Novo Mercado, itens 4.3 e 4.4.

<sup>38</sup> Regras do Novo Mercado, itens 6.1 e 6.2.

<sup>39</sup> Regras do Novo Mercado, item 10.2. Além disso, as ações da companhia não poder ser negociadas no Novo Mercado por pelo menos 2 anos após a formalização da delistagem. (Regras do Novo Mercado, 11.7).

<sup>40</sup> Regras do Novo Mercado, item 13.1.

<sup>41</sup> Regras do Nível 2, item 3.1, (i).

<sup>42</sup> Regras do Nível 2, item 4.1.

feita aos acionistas preferenciais na quantia de pelo menos 80% dos valores pagos ao grupo controlador (lembre-se que, pela Lei das S.A., acionistas preferenciais não tem direito ao *tag along*<sup>43</sup>). Quanto ao Nível 1, que é o menos exigente de todos os segmentos, as companhias listadas têm de preencher variações menos rigorosas dos requisitos do Novo Mercado e do Nível 2. Embora o Nível 1 também requeira que as empresas mantenham 25% das suas ações em circulação, a maioria das suas previsões lida com mecanismos que ampliam a transparência e os requisitos de participação.<sup>44</sup> De qualquer forma, as empresas listadas em qualquer um dos segmentos especiais terão sempre de atender a padrões mínimos previstos na Lei das S.A.

Após um início fraco, os segmentos da Bovespa começaram a ser utilizadas por agentes de mercado. Em novembro de 2007, o *Financial Times* escreveu “há pouco tempo, a Bolsa de Valores de São Paulo era bastante monótona, semelhantemente a outras latino-americanas. (...) Desde então, as coisas mudaram. Em 2006, o volume médio de transações atingiu R\$2,4 bi. No mês passado, foi R\$6,7 bi. A oferta pública inicial extraordinária da Bovespa em 26 de outubro elevou-a ao topo do ranking dos mercados de capitais mundiais.” A Bovespa fechou o ano de 2007 com um aumento acumulado de 72% em dólares, o terceiro maior aumento dentre as bolsas de valores do mundo.<sup>45</sup> É importante perceber também que os efeitos da última crise econômica foram pouco sentidos até agora. Em 2008, houve uma retração tanto do número de empresas listadas na Bovespa quanto do seu volume de capitalização<sup>46</sup>. No entanto, esta tendência foi rapidamente revertida, já que o mercado de capitalização da Bovespa em 2009 aumentou 82,5%, se comparado a 2008.<sup>47</sup>

No início de 2010, quase metade das 433 empresas listadas na Bovespa também estavam listadas em algum segmento especial: 106 no Novo Mercado, 19 no Nível 2, e

---

<sup>43</sup> Regras do Nível 2, item 8.1.3. Ver Ricardo Leal & André Carvalhal da Silva. *Prêmio IBGC de Governança Corporativa*. 2007 (atentando ao fato de que a porcentagem de empresas em que as ações preferenciais sem direito a voto representam menos de 20% aumentou de 17.9% em 1998, para 39.6% em 2007).

<sup>44</sup> Regras do Nível 1, Parte IV e item 5.2.

<sup>45</sup> O crescimento anual foi superado apenas pelas bolsas de valores de Shenzhen (180.84%) e Shanghai (110.15%), ambas localizadas na China. A principal concorrente da Bovespa na América Latina, a bolsa do Médico, acumulou um crescimento de 11.32% em 2007. Fonte: O Globo Online, 28 de dezembro de 2007 (“Bovespa fecha o ano como 3ª mais rentável do mundo, com alta de 72% em dólar”).

<sup>46</sup> Relatório Anual da Bovespa (2008), disponível em: [www.bmfbovespa.com.br/Relatorio2008/english/index\\_Anuar.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/Relatorio2008/english/index_Anuar.pdf).

<sup>47</sup> Boletim Empresas, 12ª Edição, Ano 2, disponível em: [www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim\\_empresas.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim_empresas.asp).

35 no Nível 1.<sup>48</sup> As outras 273 empresas ainda obedecem a padrões legalmente exigidos de governança corporativa, mas a maioria delas abriu o capital há muito tempo. Aliás, a listagem voluntária em um dos segmentos especiais tornou-se prática comum nas aberturas de capital dos últimos anos.

As regras da auto-regulação da Bovespa passaram por um processo de revisão que terminou em setembro de 2010. Nesta modificação, o Novo Mercado passou a ter as seguintes regras: (1) a companhia, em seu estatuto, não pode limitar o número de votos de acionistas em percentuais inferiores a 5% do capital social; (2) é vedada a previsão de quorum qualificado; (3) são proibidas cláusulas estatutárias que impeçam o exercício do direito de voto ou imponham ônus aos acionistas, se votarem em determinado sentido; (4) não é permitida previsão estatutária que obriga a realização de oferta pública de aquisição de ações quando se atingir determinada participação acionária; (5) não é possível o acúmulo de cargos do Presidente do Conselho de Administração e do Diretor Presidente em uma mesma pessoa; (6) é obrigatório que o Conselho de Administração manifeste-se sobre qualquer processo de oferta pública de ações da companhia; (7) exige-se a divulgar a política de negociação de valores mobiliários da companhia; (8) a companhia deve divulgar Códigos de Conduta. O Nível 2 também incorporou tais regras, com exceção da proibição do estatuto obrigar a realização de oferta pública de aquisição de ações quando se atingir determinada participação acionária. No Nível 1, somente acrescentaram-se as regras sobre cumulação de cargo de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente, sobre divulgação de política de negociação de valores mobiliários e Código de Conduta.

Ao final do processo de revisão, regras consideradas importantes para o aperfeiçoamento da governança corporativa pela Bovespa e pelo mercado não foram aprovadas. Desta forma, foram reprovadas pelas empresas listadas nos segmentos diferenciados a obrigatoriedade de realização oferta pública quando o acionista que atingir participação relevante de 30%; obrigatoriedade de Comitê de Auditoria e existência de Conselho de Administração com 30% dos seus membros sendo independentes.

Os acadêmicos debatem sobre a medida em que níveis superiores de governança corporativa possam ter sido a causa ou a consequência do desenvolvimento econômico

---

<sup>48</sup> *Id.*

brasileiro.<sup>49</sup> Não é possível ser conclusivo sobre o exato efeito e papel do aperfeiçoamento das regras de governança corporativa no aperfeiçoamento do mercado acionário brasileiro. Também não se pode ignorar que o ciclo econômico virtuoso do Brasil reforçou a efetividade e a estabilidade desse desenho jurídico. De toda forma, é inegável que a proteção ao acionista minoritário é hoje substancialmente maior se comparada à primeira versão da Lei das S.A.

## II. O Regime Jurídico de Proteção ao Acionista Minoritário

Os mecanismos jurídicos de proteção aos acionistas minoritários estão previstos de maneira esparsa na Lei das S.A., nos normativos da CVM, para as companhias abertas, e na regulação privada da Bovespa, para aqueles investidores de companhias listadas em níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1).

O ponto de partida para conhecer o regime jurídico de proteção dos acionistas minoritários no direito brasileiro está nos direitos essenciais enumerados na lei acionária.<sup>50</sup> Tratam-se de direitos individuais que não estão na esfera de decisão dos acionistas em Assembléia Geral e não podem ser retirados por previsão estatutária. Conforme a lei das S.A., os direitos essenciais são os seguintes: (1) receber dividendos, (2) participar do acervo da companhia em caso de liquidação, (3) fiscalizar a gestão da empresa, conforme mecanismos previstos na lei acionária, (4) exercer preferência na subscrição de novas ações e outros títulos conversíveis em ações e (5) retirar-se da sociedade nos casos previstos em lei.<sup>51</sup>

---

<sup>49</sup> Ver Érica Gorga. *Changing The Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 439, 444 (2009). Ver Brian R. Cheffins. *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. 30 J. Legal Stud. 459, 469 (2001); John C. Coffee, Jr. *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*. 111 Yale L. J. 76 (2001).

<sup>50</sup> Para se ter uma visão panorâmica da percepção inicial do regime de proteção do acionista minoritário no Brasil, ver: Waldírio Bulgarelli. *Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A (de acordo com a reforma da Lei n.º 6.404/76)*, Rio de Janeiro: Renovar, 1998; José Alexandre Tavares Guerreiro. Direitos das minorias na sociedade anônima, *Revista de direito mercantil*, vol. 63, 1986, p. 106-111; Tullio Ascarelli. Usos e abusos das sociedades anônimas, *Revista Forense*, vol. 88, 1941, p. 5-33; e *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, 2.ª ed., São Paulo: Saraiva, 1969.

<sup>51</sup> Lei das S.A., art. 109.

Estes (e também outros direitos dos minoritários) ganham conteúdos específicos ao longo da regulação societária. Para descrevê-los sistematicamente na regulação estatal e privada brasileira, propomos sua classificação conforme a sua natureza. Nesse sentido, propomos dividi-los em direitos de participação, direitos patrimoniais, direitos de fiscalização e à informação, e direitos procedimentais. A seguir apresentamos os mecanismos de proteção assim sistematizados.

### *Direitos de Participação*

Os direitos de participação são aqueles que permitem aos acionistas opinar ou indicar representante para os órgãos nos quais são tomadas as decisões da companhia, nomeadamente Assembleia Geral e Conselho de Administração.

A forma de participação mais significativa é o exercício do direito a voto. A lei estabelece algumas formalidades que devem ser seguidas para assegurar a possibilidade de participação de todos os acionistas nas Assembleias Gerais. Essas formalidades incluem prazo de convocação, publicidade da convocação em veículos de imprensa de grande circulação, a existência de um quórum mínimo de instalação e outro de deliberação de determinadas matérias. Se as formalidades não forem observadas, a decisão será passível de invalidade pelo Poder Judiciário ou em procedimento arbitral, caso a companhia preveja este meio privado de solução de controvérsias.<sup>52</sup>

O direito a voto e as regras formais para a realização de Assembleia Geral, no entanto, devem ser vistos com ressalvas. Isto porque as companhias brasileiras, na sua grande maioria, são de controle concentrado.<sup>53</sup> O acionista controlador ou o bloco de controle forma sistematicamente a maioria em Assembleia, capaz de determinar o conteúdo das deliberações e de eleger os administradores da companhia. Desta maneira,

---

<sup>52</sup> Lei das S.A., arts. 121 a 137. Ver Luiz Gastão Paes de Barros Leães. Vícios em Assembleia-Geral Ordinária. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 154-166 (discutindo os requisitos legais geralmente aplicáveis a deliberações válidas na Assembleia Geral).

<sup>53</sup> Sobre a característica concentrada das companhias abertas brasileiras, ver: Alexandre di Micelli da Silverira, Ricardo P.C. Leal, Andre Carvalhal da Silva, Lucas Ayres B.de C. Ayres. Evolution and Determinants of Firm-level Corporate Governance Quality in Brazil, junho/2007, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=995764>. Neste estudo, demonstrou-se que, em 2004, os três principais acionistas das companhias brasileiras eram titulares em média de 79,3% do capital votante. Sobre a análise jurídica do regime adequado para um sistema no qual as companhias são de controle concentrado, ver: Eduardo Secchi Munhoz, Desafios do direito brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado, in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (coordenadores). *Direito Societário: desafios atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 119-155.

ser minoritário em uma sociedade por ações, ainda que titular de ações com voto, não significa ser capaz de interferir efetivamente da tomada de decisão. Ainda assim, o voto e a participação na Assembléia têm importância como forma de fiscalização e de limites ao poder do controlador. Explica-se melhor. Ao obrigar que certos temas sejam decididos em Assembléia, tais como, distribuição de dividendos, aprovação das contas da administração, eleição e remuneração e administradores, exige-se publicidade destas informações, abre-se espaço para questionamento e a possibilidade que as deliberações sejam impugnadas perante o Poder Judiciário ou pela CVM.

Recentemente, no entanto, surgiram no Brasil algumas companhias com capital difuso. Em março de 2010, a Bovespa tinha apenas cinco empresas nas quais os três maiores acionistas detinham juntos menos de 25% do total do capital votante.<sup>54</sup> Além disso, havia pouco mais de uma dúzia de companhias nas quais os três maiores acionistas detinham entre 25% e 49,9% do capital votante.<sup>55</sup> A emergência de empresas com capital pulverizado levou a CVM a prestar mais atenção às formalidades nas Assembléias Gerais. Nesse sentido, a CVM estabeleceu uma lista detalhada de informações que devem ser disponibilizadas aos acionistas antes da realização de Assembléias Gerais e regulamentou o exercício de votos por procuração.<sup>56</sup>

O direito a voto, todavia, pode ser restringido pelo estatuto da companhia, dando origem a ações preferenciais sem direito ou com direito restrito a voto. Um debate vem acompanhando a existência das preferenciais sem direito a voto há muito tempo. Parte dos autores nacionais defende que as ações preferenciais configuram-se como uma alternativa para a capitalização da empresa e atinge o interesse específico de alguns acionistas interessados em ter um retorno maior do investimento que compensa a retirada do direito de voto.<sup>57</sup> Outros defendem a ausência da ação sem voto ou com voto restrito, pois *per se* é prejudicial aos minoritários. Como foi dito anteriormente,

---

<sup>54</sup> Gafisa, Lojas Renner, Ideiasnet, e Dimed. Fonte: site da Bovespa.

<sup>55</sup> Eternit, Tecnosolo, Bematech, Embraer, Tovs, Cia Hering, BR Brokers, Dasa, Odontoprev, ALL Amer Lat, Itaúsa, Mont Aranha, Agra Incorp, Tempo Part, Cremer, São Carlos, entre outras. Fonte: site da Bovespa.

<sup>56</sup> Instrução da CVM nº 481 de 2009.

<sup>57</sup> Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira, *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*, v. 1, 3ª. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, 182-197. Esta obra, por ser de autoria dos autores do Projeto de Lei das S.A., trazem o histórico do debate da elaboração da legislação acionária brasileira. Ainda em defesa das ações preferenciais: Arnoldo Wald, Em Defesa das ações preferenciais, in *Revista de Direito Mercantil*, vol. 78, abril-junho, 1990, p. 19-23; Mauro Rodrigues Penteadado. Ações preferenciais, in Jorge Lobo, *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.200, I* Rio de Janeiro: Forense, 2002; Nelson Eizirik, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, 2ª. Ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 29-52.

atualmente a Lei das S.A. permite hoje que as companhias listadas emitam até 50% de suas ações preferenciais sem direito a voto. Estas ações somente adquirem direito a voto caso a companhia não distribua aos acionistas os dividendos fixos e mínimos. Esse direito durará até que o pagamento seja feito – se o dividendo não for cumulativo – ou até que todos os dividendos cumulativos sejam pagos.<sup>58</sup>

Um dos grandes diferenciais do Novo Mercado da Bovespa é não permitir a negociação de ações sem direito a voto. Além disto, os titulares de ações preferenciais negociadas no Nível 2 da Bovespa têm direito a votar nas seguintes matérias: transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse, desde que sejam matéria de assembléia; avaliação de bens que concorram para aumento de capital; e escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia.

Considerando ainda a característica do controle concentrado das companhias brasileiras listadas, outro direito de participação importante dos minoritários é o direito de indicar membros para o Conselho de Administração. Minoritários que representem pelo menos 10% do capital votante têm direito de requerer o voto múltiplo para a eleição dos membros do Conselho de Administração.<sup>59</sup> O voto múltiplo é um mecanismo pelo qual a cada ação com direito a voto é dado o direito de votar tantas vezes quanto for o número de assentos vagos no Conselho. Por exemplo, se os acionistas estão elegendo cinco membros, cada ação tem direito a cinco votos. Ao concentrar todos os votos em um ou dois candidatos, este procedimento dá poder para que a minoria eleja pelo menos um pequeno número de membros do Conselho de Administração.

A reforma de 2001 da Lei das S.A. também ampliou a participação dos minoritários no Conselho de Administração. Assim, acionistas representando 15% das ações votantes podem eleger e destituir um dos membros e seu suplente.<sup>60</sup> Igual direito tem os acionistas preferenciais sem direito a voto que representem pelo menos 10% do

---

<sup>58</sup> Lei das S.A., art. 111. Ver também Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 483-508. Ver ainda Nelson Eizirik. *Ações preferenciais, Não pagamento de dividendos. Aquisição do direito de voto*. Revista de Direito Mercantil, n. 146, 2007, p. 23-29

<sup>59</sup> Lei das S.A., art. 141.

<sup>60</sup> Lei das S.A., art. 141, §4, I.

capital social.<sup>61</sup> Note-se, entretanto, que os acionistas controladores detêm sempre o direito de apontar a maioria dos conselheiros.<sup>62</sup> Dessa forma, o direito a ser representado no Conselho de Administração não dá aos minoritários o direito de influenciar ativamente a tomada de decisão do Conselho. De qualquer forma, a representação neste órgão cria uma instância adicional na qual se pode obter informações a respeito da condução dos negócios da companhia e, às vezes, questionar e opor-se a decisões.

As companhias listadas nos segmentos especiais da Bovespa seguem regras mais rígidas e ganham regramento sobre a composição do Conselho de Administração devendo, no Novo Mercado e no Nível 2, este órgão colegiado ser composto por pelo menos cinco membros dos quais, no mínimo, 20% precisam ser independentes.<sup>63</sup>

### *Direitos Patrimoniais*

A maioria (se não todos) dos direitos aos acionistas são, direta ou indiretamente, direitos de cunho econômico, já que o valor da ação reflete, em tese, o valor desses direitos – mesmo que imperfeitamente. Aqui, no entanto, a expressão direitos patrimoniais é empregada no seu sentido estrito, geralmente utilizado pela doutrina

---

<sup>61</sup> Lei das S.A., art. 141, §4, II.

<sup>62</sup> O regime jurídico que rege a participação dos minoritários no Conselho de Administração tem sido objeto de controvérsias. A CVM já se pronunciou duas vezes sobre o assunto. Primeiro, ela decidiu que, se a empresa não emite ações preferenciais, acionistas que detêm 10% do capital podem eleger um membro do Conselho de Administração (mesmo que a Lei das S.A. estabeleça um requisito de 15%). Ver CVM/RJ, Processo Administrativo Sancionador 2005/5564, disponível em:

[www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4846-2.HTM](http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4846-2.HTM). Depois, em uma consulta formal, a CVM decidiu que se um acionista exercer seu direito de eleger um membro do Conselho de Administração em uma eleição separada na Assembleia Geral, ele não pode usar o voto múltiplo. Ver “Consulta de Ultrapar Participações S.A. sobre Eleição de Conselheiros, Reg. 3649/02”, disponível em:

[www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-016D16042002.htm](http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-016D16042002.htm).

<sup>63</sup> Regras do Novo Mercado, item 4.3 e Regras do Nível 2, item 5.3. Um “membro independente” é definido como “um membro da Diretoria que (i) não tem vínculo algum com a companhia além da propriedade de ações; (ii) não é um acionista controlador, cônjuge de acionista controlador ou parente até segundo grau, não é e não foi ligado, nos 3 últimos anos, a qualquer companhia relacionada aos acionistas controladores (esta restrição não se aplica a pessoas ligadas à área do governo, da educação e da pesquisa); (iii) não foi um executivo da companhia, não foi empregado por ou trabalhou para a companhia; (iv) não é um fornecedor ou distribuidor direto ou indireto dos serviços e/ou produtos da companhia, a ponto de perder a independência; (v) não é um empregado ou gerente de empresa que forneça ou distribua bens e/ou serviços para a companhia; (vi) não é cônjuge ou parente até segundo grau de executivos da companhia; (vii) não recebe qualquer tipo de compensação financeira da companhia, com exceção daquela relacionada às suas atividades como membro da Diretoria (esta restrição não se aplica a dinheiro recebido como dividendos).” Ver Rafael Liza Santos, Alexandre di Miceli da Silveira, Lucas Ayres B. de C. Barros. *Board Interlocking in Brazil: Directors’ Participation in Multiple Companies and its Effect on Firm Value*, Jan/2009, disponível em:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1018796](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018796).



brasileira.<sup>64</sup> Desta perspectiva, os direitos patrimoniais básicos são o direito aos dividendos, o direito ao *tag along*, o direito de preferência em aumento de capital, o direito de recesso mediante recebimento de reembolso e direito a receber parte do patrimônio em caso de liquidação da sociedade.

Quanto ao direito ao dividendo, a lei acionária brasileira determinar a distribuição de dividendo obrigatório de, pelo menos, 25% dos lucros da companhia, salvo se outro percentual for estabelecido no estatuto social.<sup>65</sup> Há também regras sobre a forma de distribuição dos dividendos de acordo com o tipo de ação. As ações preferenciais sem direito a voto só podem ser negociadas no mercado de valores mobiliários se a elas foram atribuídas uma dessas três vantagens: (1) a prioridade no recebimento dos dividendos que correspondam, no mínimo, a 3% do valor do patrimônio líquido da ação; (2) dividendos, pelo menos, 10% superiores daqueles distribuídos para as ações com direito a voto, sendo que a base de cálculo é o valor por ação; ou (3) direito de participar do prêmio no caso a alienação do poder de controle, isto é, *tag along* com o valor de oferta pública baseado em 80% do preço pago aos acionistas controladores, e também direito a dividendo igual ao distribuído para as ações ordinárias.<sup>66</sup>

Outro direito pecuniário relevante para os investidores é o direito ao *tag along*. Quando há alienação do poder de controle da companhia, o adquirente deve fazer oferta pública de aquisição das ações dos acionistas minoritários. Como já foi dito, as reformas de 2001 recolocaram o direito de *tag along*, embora o tenham feito de maneira limitada, pois possuem direito a participar da oferta pública apenas os titulares de ações com direito a voto e o valor é reduzido a 80% do preço pago pelo bloco controlador.<sup>67</sup> Além disso, a reforma de 2001 estabeleceu um mecanismo alternativo para que a aquisição do

---

<sup>64</sup> Luiz Gastão Paes de Barros Leães. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*. São Paulo, 1969; e *Dividendo Obrigatório e Participação dos Administradores nos Lucros da Companhia*, in *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989 (examinando o direito a receber dividendos).

<sup>65</sup> Lei das S.A., art. 202, § 2º.

<sup>66</sup> Lei das S.A., art. 17, § 1º.

<sup>67</sup> Na prática, os debates quanto aos eventos que levam à transferência de controle tendem a terminar em controvérsia. Um caso famoso envolvendo a questão foi a venda da Telecom Italia, controladora indireta da TIM. Em decisão não unânime, a CVM afirmou que a oferta pública não era obrigatória. No entanto, cada membro justificou sua decisão de maneira diversa. A decisão está disponível em: [www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-026ED15072009.htm](http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-026ED15072009.htm). Ver também Guilherme Döring Cunha Pereira. *Alienação do Poder de Controle Acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995; Roberta Nioac Prado. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.: Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005; e Calixto Salomão Filho. *Alienação de Controle: O Vaivém da Disciplina e seus Problemas*, in *O Novo Direito Societário*, 2ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2002, p. 117-140.

controle de companhias listadas implique o pagamento aos minoritários. Pela Lei das S.A., os adquirentes podem oferecer aos minoritários a opção de que permaneçam como acionistas da companhia em troca de um prêmio.<sup>68</sup> Esse prêmio deve ser equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e a quantia paga pelas ações do bloco de controle.

Os segmentos de listagem da Bovespa estabelecem ainda regras mais rígidas. No Novo Mercado, em que as preferenciais sem direito a voto são proibidas, as ações dos acionistas minoritários minoria têm os direitos de *tag along* no valor total.<sup>69</sup> A mesma regra se aplica às ações ordinárias do Nível 2.<sup>70</sup> Este segmento, que permite a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, garante a estas o direito de *tag along* correspondentes a 80% do valor pago ao grupo controlador, por ação.<sup>71</sup>

Outro direito patrimonial previsto na lei é o direito recesso, isto é, o direito de se retirar da companhia em determinadas hipóteses previstas em lei recebendo o valor do reembolso. Esse direito existe nas seguintes situações: mudança de proporção nas classes de ações que resulte em uma perda para o acionista dissidente (a não ser que isso seja expressamente permitido pelo estatuto), mudança nos termos de resgate ou amortização de uma ou mais classes das ações preferenciais, ou a criação de uma nova classe, com mais privilégios, desde que isso cause prejuízo para os acionistas dissidentes.<sup>72</sup> O direito de recesso existe também quando há redução dos dividendos obrigatórios e na mudança no objeto social da companhia.<sup>73</sup> Há regras específicas para o direito de recesso em companhias abertas. Nos casos de fusão, incorporação e participação em grupos societários, os investidores no mercado acionário somente possuem o direito de retirada se houver perda de liquidez e dispersão no mercado.<sup>74</sup> A lei também prevê o direito de recesso na hipótese de cisão da companhia, mas apenas se a cisão resultar em mudança no objeto social (exceto quanto o patrimônio cindido for

---

<sup>68</sup> Lei das S.A., art. 254, § 4º.

<sup>69</sup> Regras do Novo Mercado, item 8.1.

<sup>70</sup> Regras do Nível 2, item 8.1.

<sup>71</sup> Regras do Nível 2, item 8.1.3.

<sup>72</sup> Nesses casos, os direitos de dissidência só se aplicam se o acionista foi prejudicado pela transação (Lei das S.A., art. 137, I, e art. 136, I e II).

<sup>73</sup> Lei das S.A., art. 137, *caput*, e art. 136, III e VI.

<sup>74</sup> A Lei das S.A. estabelece que, nesses casos, os acionistas que tiverem ações de determinada classe ou tipo com dispersão e liquidez no mercado não terão direito de retirada, desde que: a liquidez é evidente quando o tipo ou classe de ação, ou o certificado que a representa, é parte de um índice que representa um portfólio de títulos mobiliários no Brasil e no exterior, definido pela CVM; e a dispersão é provada quando a maioria dos acionistas controla menos de metade das ações emitidas daquele determinado tipo ou classe. Lei das S.A., art. 137, II e art. 136, IV e V.

transferido para uma empresa cujo objeto social corresponda ao da sociedade cindida), se houver uma redução nos dividendos obrigatórios ou se a cisão implicar em participação em grupos sociedades de direito.<sup>75</sup>

Outro ponto importante relacionado ao direito de retirada liga-se com os critérios de apuração do valor do reembolso. O estatuto social pode estabelecer os critérios para a avaliação das ações dos acionistas dissidentes. O valor somente pode ser inferior ao patrimônio líquido levantado no último balanço se representar o valor econômico da empresa a ser apurado em avaliação específica.<sup>76</sup> A avaliação de ações para fins de reembolso, na prática, pode dar ensejo a controvérsias e longos processos judiciais.<sup>77</sup>

Direitos patrimoniais dos minoritários ganham especificidades em operações societárias, em especial a operação de incorporação de sociedade controlada pela controladora.<sup>78</sup> A Lei das S.A. estabelece que, nesses casos, a troca das ações deve ser feita com base no valor do patrimônio líquido das ações de ambas as sociedades. A avaliação do ativo e passivo das companhias envolvidas na operação deve ter como base o mesmo critério e a mesma data, ao preço de mercado ou de acordo com outro critério indicado pela CVM.<sup>79</sup> Se a relação de substituição de ações dos acionistas que não fazem parte do bloco de controle for considerada menos vantajosas que aquela estabelecidas por este critério, os acionistas dissidentes têm o direito de escolher entre se retirar pelo valor do patrimônio líquido ou valor econômico, dependendo do que estiver previsto no estatuto, ou pelo valor apurado especialmente no processo de incorporação.<sup>80</sup> Para mitigar os problemas associados ao conflito de interesses que inevitavelmente surge nesses tipos de operação, em 2008, a CVM emitiu um Parecer de Orientação (n.º 35/2008) contendo uma série de procedimentos que devem ser seguidos durante a negociação de uma fusão ou da incorporação entre controladas e controladoras. Esses procedimentos incluem a criação de um comitê independente para

---

<sup>75</sup> Lei das S.A., art. 137, III E art. 136, IX.

<sup>76</sup> Lei das S.A., art. 45, § 1º.

<sup>77</sup> Ver Mary Siegel. *Back To The Future: Appraisal Rights In The Twenty-First Century*. 32 Harv. J. on Legis. 79 (1995) (examinando a história do recurso nos Estados Unidos).

<sup>78</sup> Um caso exemplar sobre a questão envolve a VASP, empresa de aviação que faliu. A CVM examinou o nível de negociação das ações e decidiu a favor dos minoritários. Ver o Processo Administrativo Sancionador 23/99 da CVM. Outro caso exemplar foi a incorporação do Banco Santander Noroeste S.A. por uma outra controladora, Banco Santander Brasil S.A. Após a primeira instância ter decidido a favor dos minoritários, o Banco Santander apelou da decisão, mas o entendimento inicial foi ratificado. Ver o Processo Administrativo Sancionador 24/04 da CVM e decisões do Tribunal de Justiça de São Paulo n.º. 510.984-4/8, 219.385-4/2, e 516.357-4/0.

<sup>79</sup> Lei das S.A., art. 264.

<sup>80</sup> Lei das S.A., art. 264, § 3º.

avaliar a imparcialidade e a integridade da operação societária pela interpretação dos deveres fiduciários dos administradores.

Outro ponto relevante para a proteção dos acionistas minoritários são os seus direitos nos casos de fechamento de capital. Com a reforma da lei em 2001, o cancelamento do registro só é possível se a empresa que emitiu as ações, a maioria dos acionistas ou a empresa controladora fizer uma oferta pública para adquirir as ações em circulação no mercado. O preço da oferta pública será calculado com base em um ou mais dos seguintes critérios: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação de múltiplos, cotação das ações no mercado de valores mobiliários ou outros critérios adotados pela CVM.<sup>81</sup> Se menos de 5% de todas as ações emitidas pela empresa ainda não houver sido liquidadas após a expiração da oferta pública, a companhia pode compulsoriamente decidir resgatá-las (*squeeze out*).<sup>82</sup> Para as empresas listadas no Novo Mercado ou no Nível 2, o valor da oferta pública não pode ser inferior ao valor econômico da ação.<sup>83</sup>

Finalmente, os acionistas têm o direito de preferência na subscrição de novas ações emitidas em decorrência de aumento de capital proporcionalmente ao número de ações que eles tenham no momento.<sup>84</sup> Para evitar a diluição injustificada dos minoritários em operações de aumento de capital, a Lei das S.A. exige que todas as propostas desse tipo de operação contenham uma justificativa econômica para o aumento de capital e o critério utilizado para o cálculo do preço das ações que a serem emitidas.<sup>85</sup>

---

<sup>81</sup> Lei das S.A., art. 4, § 4º.

<sup>82</sup> Lei das S.A., art. 4, § 5º.

<sup>83</sup> Regras do Novo Mercado, item 10.1 e Regras do Nível 1, item 10.1. A reforma de 2001 da Lei das S.A. também estabeleceu que se um acionista controlador adquirir ações de uma empresa listada que já esteja sob seu controle, e essas ações aumentarem a sua influência a ponto de diminuir a circulação das ações restantes, o acionista controlador precisa fazer uma oferta pública de compra das ações restantes. (Lei das S.A., art. 4 § 6º). A Instrução da CVM nº. 361 de 2002, art. 26, estabeleceu que essa oferta pública deve ser feita sempre que o acionista controlador adquirir direta ou indiretamente ações que apresentem mais que 1/3 do total de ações de cada tipo ou classe de ações da companhia.

<sup>84</sup> Lei das S.A., arts. 171. A Exposição de Motivos da Lei das S.A. estipulou que “a eliminação do direito de preferência é permitida apenas quando o direito de preferência, além de tornar difícil a organização e distribuição das ações emitidas no mercado, não tiver importância como um instrumento para a proteção dos acionistas contra uma mudança das ações quanto ao risco.” Ver Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *A Proteção dos Credores e Acionistas nos Aumentos de Capital Social*, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 230-252; e Modesto Carvalhosa. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. vol. 2, São Paulo: Saraiva, 1997, p. 290.

<sup>85</sup> O critério para o cálculo do preço de emissão deve ser aquele relacionado com a rentabilidade da empresa, o valor do patrimônio líquido da própria ação, ou o valor de quotação em bolsa das ações, nos

## *Direitos de Fiscalização e Direito à Informação*

Por outro lado, para garantir o exercício dos direitos patrimoniais e verificar se há boa condução dos negócios sociais, estão previstos o direito a fiscalização e à informação. O direito a fiscalização deve ser exercido por meio do Conselho Fiscal ou, então, no pedido de exibição dos livros.

Os acionistas minoritários geralmente exercem os seus direitos de fiscalizar e de obter informação por meio do Conselho Fiscal. Os estatutos podem – mas não são obrigados a – prever que o Conselho Fiscal seja permanente.<sup>86</sup> Quando o Conselho Fiscal não é permanente, ele pode ser instalado pelo requerimento de acionistas que representem 10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto.<sup>87</sup> Todos os acionistas preferenciais que tenham ações sem direito a voto ou com direito restrito a voto podem, juntos, escolher um membro do Conselho em votação separada, e o mesmo direito é garantido à minoria acionária que tenham pelo menos 10% do capital votante.<sup>88</sup> Um problema que permeia a possibilidade da minoria de controlar o grupo controlador é que a lei garante aos acionistas controladores o direito de eleger a maioria dos membros do Conselho Fiscal.<sup>89</sup>

O Conselho Fiscal não tem poderes para decidir assuntos da empresa. Não obstante, seus membros podem, individualmente, dar opinião acerca de certos assuntos, principalmente no que diz respeito à integridade da administração e ao cumprimento,

---

termos da Lei das S.A., art. 170. Sobre este tema, ver Mauro Rodrigues Penteado. *Aumento de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

<sup>86</sup> Lei das S.A., art. 161.

<sup>87</sup> *Id.* A Instrução nº 324 da CVM reduz a porcentagem de votos necessária para a convocação do Conselho Fiscal, proporcionalmente ao capital da companhia.

<sup>88</sup> A CVM recentemente alertou formalmente o presidente de uma Assembleia Geral por ele ter impedido a tentativa de um acionista minoritário de indicar um membro do Conselho Fiscal por questões meramente formais. Ver o Processo Administrativo Sancionador 2008/12062 da CVM, disponível em: [www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-12062%20Telebr%C3%A1s](http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/TA%20RJ2008-12062%20Telebr%C3%A1s).

<sup>89</sup> Lei das S.A., art. 161, § 4º. Ver também o Parecer de Orientação nº 19/1990 da CVM, estabelecendo que o acionista controlador não pode eleger membros do Conselho Fiscal utilizando suas ações preferenciais sem direito a voto. Recentemente, houve casos em que os acionistas controladores desobedeceram esta diretriz da CVM, e o órgão considerou esses atos ilegais. Ver o Processo Administrativo Sancionador 02/07, no qual a CVM considerou abusiva a indicação, para o Conselho Fiscal, de pessoas ligadas ao acionista controlador, se esta indicação foi feita em uma votação separada (disponível em: [www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/IA%2002-07%20T%C3%A0xtil%20Renaux%20SA.asp](http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2009/rordinario/inqueritos/IA%2002-07%20T%C3%A0xtil%20Renaux%20SA.asp)). Outros casos incluem o Processo Administrativo Sancionador 20/04, disponível em: [www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/IA%2020-04%20Springer.asp](http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/IA%2020-04%20Springer.asp); Processo Administrativo Sancionador 07/05, disponível em: [www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/04\\_24\\_07-05.asp](http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2007/rordinario/inqueritos/04_24_07-05.asp); e Processo Administrativo Sancionador 2002/4985, disponível em: [www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2005/rordinario/inqueritos/11\\_08\\_RJ2002-4985.asp](http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2005/rordinario/inqueritos/11_08_RJ2002-4985.asp)).

pelos administradores, dos seus deveres legais.<sup>90</sup> Por requisição de qualquer um dos seus membros, o Conselho também pode pedir informações aos administradores, bem como requerer a apresentação de documentos financeiros ou contábeis específicos.<sup>91</sup> Além disso, o Conselho Fiscal opina sobre o relatório anual da administração e nas propostas e planos de aumento de capital, novos investimentos, distribuição de dividendos e submissão a transações como incorporações, fusões e cisões.<sup>92</sup> Não bastasse isso, ele pode convocar as Assembleias se os administradores não o fizerem a tempo, além de examinar os livros da empresa trimestralmente.<sup>93</sup>

Os acionistas minoritários também podem agir sem recorrer ao Conselho Fiscal. Se uma requisição de pelo menos 5% do capital votante for feita, uma inspeção completa dos livros da sociedade pode ser ordenada pelo Poder Judiciário, caso ocorram atos contrários à lei ou ao estatuto, ou haja motivo para suspeitar que sérias irregularidades tenham sido cometidas pela empresa.<sup>94</sup>

O direito à informação ganha contornos especiais para a proteção do acionista minoritário que se configura como investidor no mercado de ações. Isto decorre da informação ser um ponto importante para a proteção dos investidores, tanto para a tomada de decisão de entrar e sair do investimento quanto para a formação do preço dos títulos negociados. A transparência não se refere apenas à proteção do acionista, mas à tutela do mercado como um todo.

As empresas listadas precisam publicar uma vez por ano uma demonstração financeira que inclua um balanço, uma demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, uma demonstração do resultado do exercício e uma declaração das alterações na sua posição financeira.<sup>95</sup> Em dezembro de 2007, a seção da Lei das S.A. que disciplina as demonstrações financeiras foi emendada com o objetivo de aproximar o GAAP brasileiro dos padrões de contabilidade internacionais.<sup>96</sup> Essas reformas

---

<sup>90</sup> Lei das S.A., art. 163.

<sup>91</sup> Lei das S.A., art. 163, § 2º.

<sup>92</sup> Lei das S.A., art. 163, III.

<sup>93</sup> Lei das S.A., art. 163 V e VI.

<sup>94</sup> Lei das S.A., art. 105.

<sup>95</sup> Lei das S.A., art. 176.

<sup>96</sup> Lei Federal nº 11.638 de 2007. Além disso, a Instrução nº 457 de 2007 da CVM estabeleceu que “as companhias listadas devem, a partir de 2010, apresentar seus relatórios financeiros consolidados de acordo com o IFRS (*International Financial Reporting Standards*), como disposto pela IASB (*International Accounting Standards Board*) (...) até o fim de 2009, as companhias públicas podem opcionalmente, apresentar seus relatórios de acordo com os novos padrões, em vez de utilizar os padrões de contabilidade brasileiros.”

criaram as demonstrações dos fluxos de caixa e do valor adicionado, mudaram regras que diziam respeito ao critério e método de contabilidade, à classificação de bens, a restrições ao uso de contas de bens transferidos, ao estabelecimento de critérios para a avaliação de bens, intangíveis e bens empenhados a negócios de longo prazo e dívidas. Além disso, algumas regulamentações foram promulgadas recentemente com o objetivo de padronizar a informação disponível para reguladores e investidores. Pela Instrução n.º 480 da CVM, editada em 2009, os emissores são obrigados a enviar informações periódicas à CVM de acordo com o novo formato e manter dados disponíveis aos investidores por três anos, inclusive na sua página eletrônica.<sup>97</sup> Dentre essas informações, há aquelas envolvendo transações com partes relacionadas e a remuneração dos administradores.<sup>98</sup>

As empresas listadas nos segmentos especiais da Bovespa têm requisitos mais rigorosos de divulgação. No Novo Mercado e no Nível 2, as empresas precisam preparar relatórios de balanço anuais de acordo com os padrões de contabilidade internacionais (US GAAP ou IFRS), o que aumenta a qualidade (e a quantidade) de informação que está publicamente disponível.<sup>99</sup> Essas empresas precisam disponibilizar o percentual de ações detidas pelos acionistas controladores.<sup>100</sup> Elas também são obrigadas a organizar reuniões públicas com analistas e investidores pelo menos uma vez por ano, apresentar um calendário anual com os eventos relevantes do ano seguinte (como as datas das Assembleias Gerais, a publicação de resultados financeiros, etc.)<sup>101</sup>, apresentar informação detalhada acerca das transações com partes relacionadas<sup>102</sup>, e disponibilizar mensalmente um resumo das transações com derivativos e ações da empresa que foram feitas pelos acionistas controladores.<sup>103</sup>

---

<sup>97</sup> Instrução da CVM n.º 480 de 2009, art. 13, §§ 1º e 2º.

<sup>98</sup> Sob o argumento de que isso violaria um direito constitucional à privacidade, o IBEF – Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças do Rio de Janeiro questionou em juízo a constitucionalidade do requisito quanto à remuneração dos administradores. A CVM quer que as companhias listadas divulguem a máxima, média e mínima remuneração do Conselho de Administração e da Diretoria. O IBEF aceitou a divulgação das quantias global, mas afirma que a ilegalidade está na possibilidade de o público ficar sabendo da remuneração dos CEOs. O IBEF obteve uma Medida Cautelar permitindo que os seus membros não divulguem informações quanto às suas remunerações. Ver SLS 1.210-RJ, Relator Cesar Asfor Rocha, 13 de abril, 2010 (disponível em: [www.stj.gov.br](http://www.stj.gov.br)).

<sup>99</sup> Regras do Novo Mercado, item 6.2 e Regras do Nível 2, item 6.2.

<sup>100</sup> Regras do Novo Mercado, item 9.1; Regras do Nível 2, item 9.1; e Regras do Nível 1, item 6.1.

<sup>101</sup> Regras do Novo Mercado, itens 6.6 and 6.7; Regras do Nível 2, itens 6.6 and 6.7; e Regras do Nível 2, itens 4.4 e 4.5.

<sup>102</sup> Regras do Novo Mercado, item 6.8; Regras do Nível 2, item 6.8; e Regras do Nível 1, item 4.6.

<sup>103</sup> Regras do Novo Mercado, itens 9.1.1 e 9.1.2; Regras do Nível 2, itens 9.1.1 e 9.1.2; e Regras do Nível 1, itens 6.1.1 e 6.1.2.

Administradores das empresas listadas têm de informar à bolsa de valores e publicar na imprensa qualquer resolução da Assembleia Geral ou da administração ou de quaisquer eventos relevantes que venham a ocorrer durante negociações que possam influenciar substancialmente o preço de mercado das ações emitidas pela companhia ou a decisão dos investidores de vender, comprar ou exercer qualquer direito concernente às ações da companhia.<sup>104</sup> Pela regulação atual da CVM, eventos relevantes incluem a assinatura de contratos para a transferência do controle da sociedade (mesmo se a transferência for condicionada), mudanças no controle da companhia (inclusive pela execução ou alteração do acordo de acionistas), a autorização para que ações sejam emitidas (tanto no mercado nacional quanto no internacional), alterações nos critérios de contabilidade, e aprovação dos planos de opção de ações, dentre vários outros.<sup>105</sup> Além disso, a regulação da CVM requer a divulgação de informações sobre vendas de blocos de ações com direito a voto iguais ou superiores a 5%. A divulgação também é necessária quando o proprietário de um tipo ou classe de ações alcança 5% (ou perde 5%) do total do tipo ou classe.<sup>106</sup>

#### *Direitos processuais*

Outro ponto que é importante abordar são os direitos processuais, isto é, a legitimidade processual para pleitear direitos perante o Poder Judiciário. Processos contra administradores podem ser levados ao tribunal pela companhia por requerimento dos acionistas minoritários. Entretanto, a efetividade desses processos é enfraquecida porque a Assembleia Geral (e não a Diretoria, como ocorre nos Estados Unidos) tem de aprová-los; e os acionistas controladores têm historicamente obstado à sua aprovação. Essa questão é agravada se considerarmos que é comum no Brasil que administradores tenham laços pessoais (senão familiares) com o grupo controlador.

---

<sup>104</sup> Lei das S.A., art. 157. Os administradores podem, no entanto, recusar-se a divulgar esse tipo de informação quando eles acreditarem que a divulgação colocará um interesse legítimo da companhia em risco. (Instrução da CVM nº 258 de 2002).

<sup>105</sup> Instrução da CVM nº 358 de 2002.

<sup>106</sup> Instrução da CVM nº 299 de 1999, art. 6; e Instrução da CVM nº 358 de 2002, art. 11 (administradores) e art. 12 (acionistas). Empresas listadas nos segmentos especiais da Bovespa também precisam divulgar qualquer propriedade direta ou indireta excedendo 5% do capital social da companhia, até o nível dos acionistas pessoa física. (Regras do Novo Mercado, item 7.2, XV; Regras do Nível 2, item 7.2, (XV); Regras do Nível 2, item 5.2, (XV).



Se a Assembleia Geral não aprovar o ajuizamento da ação, a minoria acionária que represente pelo menos 5% do capital votante ainda pode ir a juízo.<sup>107</sup> Mas os incentivos para que os acionistas minoritários façam isso são poucos, já que eles terão de arcar com os custos iniciais do processo e a decisão – que é, geralmente, incerta e extremamente demorada – beneficiará diretamente a companhia. Por isso, processos contra os administradores são raros. Os mecanismos processuais que realmente poderiam proteger os minoritários seriam, portanto, as *class actions*, que têm pouquíssimo espaço nas leis brasileiras. No fim das contas, os acionistas minoritários permanecem mais vulneráveis às ações dos administradores que os próprios controladores. Afinal, se os administradores lesarem o grupo controlador, eles podem ser facilmente demitidos; mas se apenas a minoria for atingida, é pouco provável que eles cheguem sequer a ser processados.

#### *Proteção Indireta*

Outra forma de verificar proteção do minoritário é aquela que segue uma via indireta. Quando se fala em proteção indireta quer se dizer que o instrumento jurídico tem como principal finalidade a proteção do patrimônio da companhia contra os abusos e conflitos em relação àqueles que tomam as decisões. Este tipo de proteção reflete-se apenas indiretamente no interesse dos acionistas minoritários. São regras que pretendem afastar a expropriação dos minoritários em razão dos chamados “benefícios privados do controle”.

A Lei das S.A. rege o exercício do voto na Assembleia Geral e o exercício do poder de controle ao longo da vida da empresa. Nesse sentido, cada acionista tem o dever legal de votar no interesse da companhia.<sup>108</sup> Na prática, um voto é considerado abusivo – e, portanto, anulável – se for exercido com a intenção de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou se tiver por objetivo obter uma vantagem indevida para o próprio acionista ou para um terceiro.<sup>109</sup> Além disso, todo acionista é impedido de votar em uma decisão da empresa sobre a avaliação de propriedade com a qual ele próprio contribuiu para formar o capital social da companhia, sobre a aprovação das

---

<sup>107</sup> Qualquer acionista pode dar início à ação se os procedimentos não começarem em até três anos da data da aprovação, em Assembleia Geral, do processo. Lei das S.A., art. 159.

<sup>108</sup> Lei das S.A., art. 159.

<sup>109</sup> Lei das S.A., art. 115.

suas contas – se ele for administrador –, ou com qualquer outra decisão que possa beneficiá-lo ou com a qual ele e a companhia possam ter interesses conflitantes.<sup>110</sup>

Acionistas controladores têm o dever de usar os seus poderes para que a empresa atinja os seus objetivos e desempenhe a sua “função social”<sup>111</sup>, além de ter deveres e responsabilidades para com os outros acionistas, para com os empregados e para com a comunidade na qual ela opera, direitos e interesses pelos quais o acionista controlador precisa zelar e respeitar.<sup>112</sup> A Lei das S.A. também contém uma descrição detalhada dos deveres e responsabilidades dos administradores.<sup>113</sup> Os administradores têm deveres

---

<sup>110</sup> Art. 115, § 1º.

<sup>111</sup> Art. 116, parágrafo único Ver Modesto Carvalhosa. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. 2. São Paulo: Saraiva, p. 464, (colocando que a verificação do conflito de interesses requer um exame formal, abstrato e *a priori* da posição de cada acionista em face da companhia e da lei). Ver, em sentido contrário, Fábio Konder Comparato. Controle Conjunto, Abuso no Exercício do Voto Acionário e Alienação Indireta de Controle Empresarial in *Direito Empresarial, Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 89 (argumentando que a proibição de votar em certas circunstâncias deve ser interpretada de forma que nenhum acionista possa obter uma vantagem às custas dos outros acionistas). Ver também Luiz Gastão Paes de Barros Leães. Conflito de Interesses, *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 09-27; Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993, p. 91; e José Alexandre Tavares Guerreiro. Conflito entre Sociedade Controladora e Controlada e ente Coligadas, No Exercício do Voto em Assembleias Gerais e Reuniões Sociais. *Revista de Direito Mercantil*, vol. 51, 1983, p. 30 (todos defendendo que questões tratando de conflito de interesses devem ser abordadas *a posteriori* e caso a caso). As decisões da CVM não seguem um padrão claro. Ver o Inquérito Administrativo RJ 2001/4977 (decidindo que um acionista controlador é impedido *a priori* de aprovar o pagamento de *royalties* em um contrato a ser celebrado com uma companhia controladora indireta). Para um comentário desta decisão, ver Erasmo Valadão Azevedo e Novaes França, *Revista de Direito Mercantil* vol. 125, 2002, at 140-170. Ver, em sentido contrário, Inquérito Administrativo CVM 2002/1153 (decidindo que os conflitos de interesse devem ser analisados *a posteriori* e caso a caso para que se possa verificar se realmente houve prejuízo à companhia).

<sup>112</sup> Ver Fábio Konder Comparato. *A Reforma da Empresa in Direito Empresarial. Estudos e Pareceres*. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 1995 (examinando a “função social” das empresas).

<sup>113</sup> O artigo 117, § 1º da Lei das S.A. contém um rol não taxativo de ações “abusivas” que incluem as situações em que os acionistas controladores (i) orientam a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levam-na a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; (ii) promovem a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; (iii) promovem alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; (iv) elegem administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; (v) induzem, ou tentam induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral; (vi) contratam com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; (vii) aprovam ou fazem aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade; (viii) subscrevem ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. Ver também Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Forense: Rio de Janeiro, 2005.

fiduciários de diligência<sup>114</sup> e lealdade, como é previsto na maioria das legislações empresariais modernas.<sup>115</sup> Há também algumas responsabilidades que se aplicam à própria empresa. Por exemplo, a empresa é responsável civilmente por qualquer prejuízo causado a terceiros por erros ou irregularidades nos livros da companhia.<sup>116</sup>

As restrições à venda de ações baseada em informação privilegiada dos administradores e acionistas controladores são outra forma de proteção indireta aos minoritários.<sup>117</sup> A proibição da utilização indevida de informações já consta da Lei das S.A. desde a sua criação, em 1976, mas com a reforma de 2001 que foi criminalizada a prática do *insider trading*. Foi apenas em 2009, após a realização de um convênio sobre troca de informações entre a CVM e o Ministério Público, que este ofereceu a primeira denúncia baseada nessa acusação. As acusações tiveram por sujeitos pessoas envolvidas na fusão Sadia-Perdigão, que aconteceu em 2006.<sup>118</sup>

---

<sup>114</sup> Lei das S.A., arts. 153 a 160.

<sup>115</sup> A jurisprudência brasileira que trata do direito de diligência é obscura e não oferece um parâmetro de julgamento. A Lei das S.A. dispõe que “o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: (i) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; (ii) com violação da lei ou do estatuto.” (Art. 158). A crise econômica de 2008 levou a grandes perdas financeiras a algumas empresas listadas inseridas na flutuação de câmbio estrangeiro e no mercado de derivativos. Casos de grande repercussão incluem o da Sadia e o da Aracruz. Nesses casos, a companhia deliberou em Assembléia Geral processar alguns dos seus administradores, principalmente os seus diretores financeiros (Fonte: Minutas da Assembleia Geral Extraordinária da Sadia, datadas de 6 de abril de 2009, e minutas da Assembleia Geral Extraordinária da Aracruz, datadas de 24 de novembro de 2008, disponíveis em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)). Na Comissão de Valores Mobiliários, estes casos serão julgados em dezembro de 2010, tendo sido recusada a realização de Termo de Compromisso com os administradores das empresas.

<sup>116</sup> Pela lei brasileira, os administradores não podem agir no sentido de (a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; (b) sem prévia autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; (c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo (Lei das S.A., arts. 154 e 155). A reforma de 2001 também incluiu uma proibição expressa contra o *insider trading*. O art. 155 da Lei das S.A. agora dispõe que “É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

<sup>117</sup> Ver Luiz Gastão Paes de Barros Leães. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, e José Marcelo Martins Proença. *Insider Trading. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

<sup>118</sup> A Instrução da CVM nº. 31 de 1984 reforçou a proibição de administradores e acionistas controladores utilizarem informações privilegiadas – decorrentes da sua posição de acionista – para obter vantagens. Aliás, a Instrução estendeu a proibição para qualquer pessoa que poderia ter acesso a informação privilegiada devido à sua função ou posição. Em 2002, a Instrução da CVM nº 358 proibiu objetivamente formas mais gerais de *insider trading*. (“São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato

Apesar da quantidade de regulamentação da questão, a proteção efetiva dos minoritários ainda esbarra em dois tópicos. Em primeiro lugar, no aperfeiçoamento da própria regulação, a saber, a qualidade, quantidade e padronização da informação que deve ser publicada, o uso de *poison pills* por empresas com controle concentrado e a aquisição originária de controle e direito dos acionistas, entre outros temas.

Em segundo lugar, não é incomum, nos países em desenvolvimento, encontrar legislações relativamente modernas que não funcionam muito bem na prática. Isso se aplica ao Brasil. Agentes de mercado e advogados de empresas consideram os tribunais brasileiros inexperientes quanto aos meandros das leis societárias e a dinâmica econômica das negociações com valores mobiliários. Como se sabe, os tribunais brasileiros são demorados e não há previsibilidade das suas decisões.<sup>119</sup> Isso se explica devido à inexistência de tribunais e juízes especializados na área societária e de mercado de valores mobiliários. Sendo assim, a interpretação e análise doutrinária do direito societário são insuficientes para refletir a realidade dos padrões de proteção dos acionistas minoritários. Os debates mais sofisticados quanto a litígios envolvendo ações acontecem nos processos administrativos sancionadores na CVM. Para se ter uma visão abrangente do todo, no entanto, convém examinar a efetividade das leis e regulamentação, tanto no tribunal quanto na instância administrativa liderada pela CVM. Isso será desenvolvido na próxima seção.

### III. A Efetividade dos Mecanismos de Proteção

Analisar tendências e identificar padrões na jurisprudência brasileira não é tarefa fácil.<sup>120</sup> O país não segue os princípios do *stare decisis*, e decisões em sentidos contrários em casos empresariais são bastante comuns. Além disso, a disponibilidade das decisões na internet varia de acordo com a instância julgadora, com o Tribunal pesquisados e com o Estado no qual se localizam, o que diminui a transparência.

Esta situação reforça a utilidade das análises estatísticas da jurisprudência. Em um estudo recente, Viviane Muller Prado e Vinícius Buranelli analisaram 50 processos

---

relevante não divulgado ao mercado”). Além disso, a Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 6.385 de 1976) foi emendada para criminalizar a prática de *insider trading* (art. 27-D).

<sup>119</sup> Ver Alexandre di Micelli da Silveira. *Sete Erros. Os Equívocos Cometidos pelas Companhias que Aproveitaram o Boom de IPOs* – Parte I, Capital Aberto, jul/2009, p. 62-63; Parte II, ago/2009, p. 58-59.

<sup>120</sup> Ver Luciana Gross Cunha et al. 2010. Relatório ICJBrasil, quarto trimestre/2009, disponível em: [www.direitogv.com.br/subportais/RelICJBrasil4TRI2009.pdf](http://www.direitogv.com.br/subportais/RelICJBrasil4TRI2009.pdf) (pesquisa empírica mostrando que a população brasileira encara o Poder Judiciário como parcial, desonesto, lento e difícil de atingir).

e 92 recursos<sup>121</sup> que cuidavam da proteção ao minoritário. Esta amostra foi colhida do período entre 1998 e 2005 entre decisões do Tribunal de Justiça de São Paulo.<sup>122</sup> A escolha por este Tribunal se justifica pois é em São Paulo que se localiza a única bolsa de valores em atividade no país (Bovespa), bem como a sede da maioria das empresas nela listadas.

Um ponto relevante que a pesquisa demonstra é qual a característica das pessoas que acessam o Poder Judiciário para reclamar questões societárias. A maioria dos casos (66%) foi levada aos tribunais por pessoas físicas, sendo que investidores institucionais propuseram a ação em apenas 18% dos casos. Em seguida, vieram as pessoas jurídicas (14%) e o Ministério Público (2%). Este resultado contrariou a expectativa dos pesquisadores, já que a ausência de mecanismos de ação civil pública, bem como problemas de “ignorância racional”<sup>123</sup> sugeririam que os investidores institucionais – que suportam riscos maiores e são mais bem informados que os investidores individuais – seriam os demandantes na maioria dos casos. Uma explicação para este fato poderia ser que os investidores institucionais têm poderes suficientes para fazer acordos políticos com os grupos controladores, o que torna desnecessário a ida a juízo, ou talvez isso tenha algo a ver com a natureza do pedido.

As próprias companhias apareceram como réis na maioria dos casos (88%). Como esperado, os acionistas controladores estavam no pólo passivo em apenas 10% dos casos, enquanto os administradores, em apenas 2%. Em um ambiente no qual os benefícios privados do controle tendem a ser altos, a pequena quantidade de processos contra acionistas controladores parece sugerir que os regramentos são fracos no que toca ao controle dos acionistas, ou que a probabilidade de que um demandante consiga provar alegações contra acionistas controladores seja baixa.

---

<sup>121</sup> O Supremo Tribunal Federal também tem competência para apreciar a constitucionalidade de estatutos *in abstracto*. Ver Sato, Miyuki (2003). *Judicial Review in Brazil. Nominal and Real*. Global Jurist Advances: Vol. 3: Iss. 1, Article 4. Disponível em: [www.bepress.com/gj/advances/vol3/iss1/art4](http://www.bepress.com/gj/advances/vol3/iss1/art4). Ver também Joaquim Barbosa. *Reflections on Brazilian Constitutionalism*. 12 UCLA J. Int'l L. & For. Aff. 181 (2007).

<sup>122</sup> Diferentes aspectos do caso podem ser objeto de recurso, o que explica a maior quantidade de recursos comparada a de casos. Para detalhes metodológicos da pesquisa, ver Viviane Muller Prado e Vinícius Correa Buranelli. *Relatório da Pesquisa de Jurisprudência sobre Direito Societário e Mercado de Capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo*. Cadernos Direito GV. Relatório de Pesquisa, n. 9, São Paulo, janeiro de 2006. Disponível em:

[www.direitogv.com.br/interna.aspx?PagId=HTKCNKI&IDCategory=4&IDSubCategory=68](http://www.direitogv.com.br/interna.aspx?PagId=HTKCNKI&IDCategory=4&IDSubCategory=68).

<sup>123</sup> A ignorância a respeito de um assunto é considerada “racional” quando o custo de adquirir conhecimento para tomar uma decisão coerente é superior às potenciais vantagens que poderiam ser auferidas da decisão.

Este resultado sobre as partes que litigam no Poder Judiciário, em grande parte, é explicado pelas matérias que são levadas à apreciação estatal. A pesquisa demonstrou uma grande proporção de processos nos quais os acionistas reclamavam direitos individuais pecuniários (24%), isto é, direito a dividendo, direito de recesso e reclamação sobre venda indevida de papéis pelos corretores. Em seguida, apareceu o pleito de direitos relacionados com prestação de contas e informações (18%) e com aumento de capital (16%). Em apenas 6% dos casos analisados o objeto da ação era a responsabilidade de administradores e controladores.

Outro dado relevante refere-se ao tempo da decisão, isto é, da entrada em primeira instância à decisão final do Recurso Especial e Agravo decididos pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ). Nos casos onde esta informação pôde ser retirada (em apenas 18 da amostra), constatou-se que a média de duração observada ficou em torno de, aproximadamente sete anos e meio. Outro ponto relevante é a diferença da duração do processo, em matéria societária, na primeira e segunda instância. Verificou-se que o tempo mínimo foi de 233 dias (menos de um ano) e o tempo máximo foi 3.99, isto é, mais de 10 anos. Obviamente que esta diferença pode se dar em razão da complexidade de cada caso. Ainda assim, institucionalmente a diferença entre o mínimo e máximo de duração é muito grande.

Saindo do Poder Judiciário, é relevante no Brasil a atividade sancionadora na via administrativa, isto é, na Comissão de Valores Mobiliários, responsável por regular, fiscalizar e punir atos irregulares do mercado de valores mobiliários. Em um estudo recente, Maria Cecília Rossi, Viviane Muller Prado e Alexandre Di Miceli analisaram 101 decisões da CVM que lidavam com questões societárias no período entre 2000 e 2006.<sup>124</sup> No mercado acionário brasileiro, aproximadamente um entre quatro investidores é uma pessoa física<sup>125</sup>. Este fato reforça a importância da CVM, já que “acionistas pessoa física” tendem a ser menos informados e ter menos poder de barganha frente ao bloco de controle da companhia.

Tal pesquisa demonstrou que a CVM é, na maioria dos casos, responsável por iniciar a investigação que pode dar origem ao Processo Administrativo Sancionador para punir algum agente do mercado. Em 61 dos casos (por volta de 60%), a CVM ficou

---

<sup>124</sup> Maria Cecília Rossi, Viviane Muller Prado, Alexandre Di Miceli, Decisões da CVM em Matéria Societária no Período de 2000 a 2006, Revista de Direito Bancário e de Mercado de Capitais, v. 37, 2007, p. 88-106, 2007.

<sup>125</sup> Fonte: [www.ini.org.br/ini/site/informativo/Informativo\\_janeiro\\_2006.pdf](http://www.ini.org.br/ini/site/informativo/Informativo_janeiro_2006.pdf).

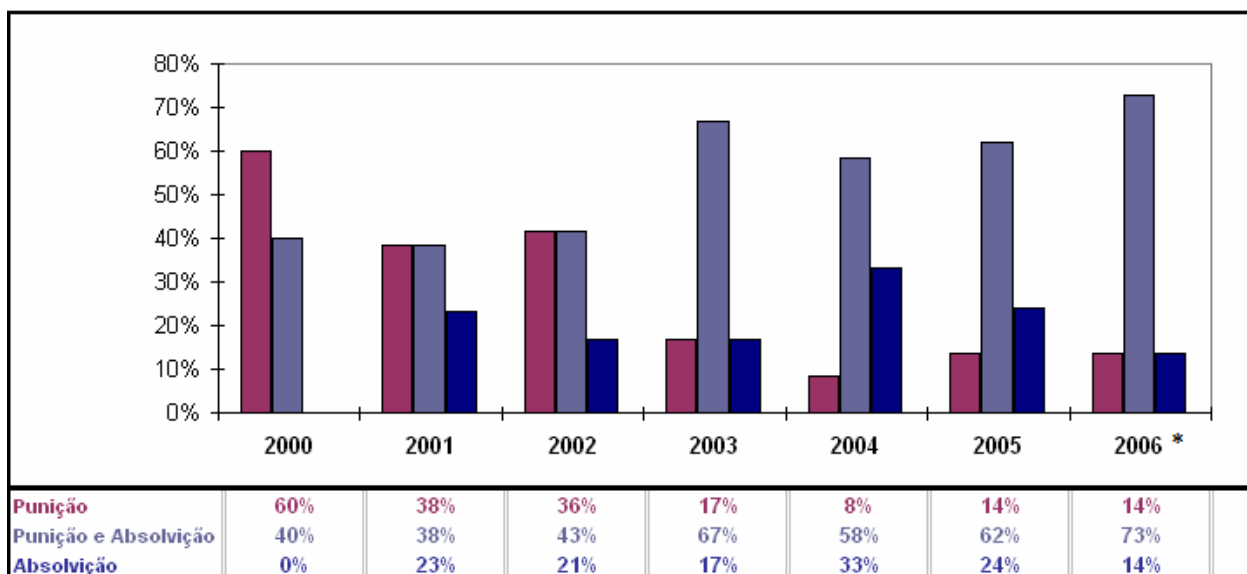
sabendo de irregularidades por iniciativa própria. Apenas em 29 casos a CVM começou a investigação por notificação de acionistas minoritários, por investidores em algum outro tipo de valor mobiliário que não ações, ou por associações representando interesse de investidores. Além disso, em 4 casos a CVM atuou por notificação do BACEN, em 3 casos por notificação de um membro do Conselho Fiscal, e em 1 caso por uma notificação conjunta da diretoria e da empresa. Nos 7 casos restantes, a CVM iniciou o processo investigatório.

Administradores, diretores e acionistas controladores foram os principais alvos dos processos administrativos da CVM. Aqui há uma distinção relevante quanto aos processos judiciais, nos quais a própria empresa costuma ser a ré. Nesse sentido, a CVM deu início a 80 procedimentos contra administradores, 66 contra diretores, 40 contra acionistas controladores, 11 contra auditores e 27 contra outros agentes do mercado que não se encaixam em nenhuma dessas categorias.

O lapso de tempo entre a data da infração e a conclusão do procedimento administrativo é em média de 6 anos. Apesar dos investimentos que têm sido feitos pelo governo na CVM, o estudo não identificou uma redução na duração dos procedimentos.

Infrações aos requisitos de divulgação, abuso de poder de controle e condutas dos administradores foram os temas que apareceram com mais frequência nos procedimentos administrativos. O alto número de problemas envolvendo divulgação pode ser explicado, em parte, pelo fato de esse tipo de infração ser mais facilmente detectado pela CVM, o que não significa que esses problemas sejam os mais relevantes. Além disso, o nível de absolvição dos envolvidos em problemas de divulgação é bastante alto.

O gráfico abaixo mostra que a proporção de condenações vem aumentando com o passar do tempo para alguns grupos e diminuindo para outros. Isso se deve à mudança no padrão de intimações pela CVM, que vem intimando um grande número de pessoas que pode estar potencialmente envolvido em algum esquema, mesmo que ela não tenha provas contra qualquer uma delas para começar o procedimento.



\*Até Jun/2006

A maioria das razões para a absolvição dos réus foi a inaplicabilidade de previsões legais específicas à conduta que deu causa à investigação, a falta de responsabilidade por parte do réu quanto à conduta pela qual ele está sendo acusado, e falta de provas. Os casos de *insider trading* têm um nível bastante alto de absolvição, e isso provavelmente se dá porque eles são mais difíceis de provar. Nos casos em que houve condenação, as penas aplicadas foram pecuniárias (multas).

Os níveis relativamente baixos de execução judicial da lei e as incertezas que permeiam as questões societárias contribuíram para a expansão de métodos alternativos de resolução de disputas, principalmente a arbitragem. Historicamente, os tribunais brasileiros têm sido avessos à arbitragem. Por isso, a reforma de 2001 permitiu expressamente que os estatutos elejam a arbitragem para resolver disputas que envolvam acionistas. Além disso, a Bovespa tornou o uso da arbitragem obrigatório para as empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2.

Por outro lado, na via administrativa, constata-se o crescente uso da forma amigável de terminar as questões objeto de fiscalização que é pela utilização de Termos de Compromissos.

Enquanto o estudo não encontrou evidência estatística alguma sobre a efetividade e frequência dos procedimentos de arbitragem, muito se diz que o uso da arbitragem em questões empresariais envolvendo acionistas minoritários permanece



problemático.<sup>126</sup> Primeiro porque a escolha da arbitragem não impede que as partes peçam liminares no tribunal. Dessas liminares, cabe apelação, o que leva a batalhas judiciais que consomem tempo e paralisam os procedimentos arbitrais. Além disso, e principalmente, a execução judicial do acordo arbitral pode levar a procedimentos judiciais extremamente demorados. Isso é particularmente problemático porque não é incomum encontrar casos nos quais os juízes rediscutem o mérito da decisão arbitral. Tudo isso sugere que o aperfeiçoamento dos tribunais brasileiros deve continuar sendo uma preocupação importante para investidores, advogados e políticos nos próximos anos.

#### IV. Conclusão

A proteção aos acionistas minoritários no Brasil está sujeita a dois arcabouços normativos. A flexibilidade da Lei das S.A. contrasta com a rigidez das regras estabelecidas pela Bovespa às ações negociadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa. De qualquer forma, a efetividade de ambas as estruturas é obstruída pelos problemas procedimentais tanto no nível judicial quanto no administrativo. A existência destes problemas não deve, no entanto, obscurecer o fato de que as práticas de governança corporativa têm se aperfeiçoado muito nos últimos anos. A Bovespa provavelmente não teria ido tão longe se não houvesse ocorrido uma mudança radical nas atitudes quanto à governança corporativa. Uma abordagem estática deixa diversas perguntas quanto à qualidade da proteção legal atualmente disponível para os acionistas minoritários. Mas uma abordagem histórica, mais dinâmica, sugere uma tendência promissora.

---

<sup>126</sup> Ver Adriana Braghetta, Daniela Monteiro Gabbay, Eleonora Coelho Pitombo, Rafael Francisco Alves, Selma Ferreira Lemes. *Arbitragem e Poder Judiciário: Uma Radiografia dos Casos de Arbitragem que Chegam ao Judiciário Brasileiro*. Cadernos Direito GV, v. 6, n. 6, Nov/2009.