

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA E ESTRATÉGIAS
ENVOLVIDAS NO ENDEREÇAMENTO DOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

CAROLINE COUTO MATOS

Rio de Janeiro
2021

CAROLINE COUTO MATOS

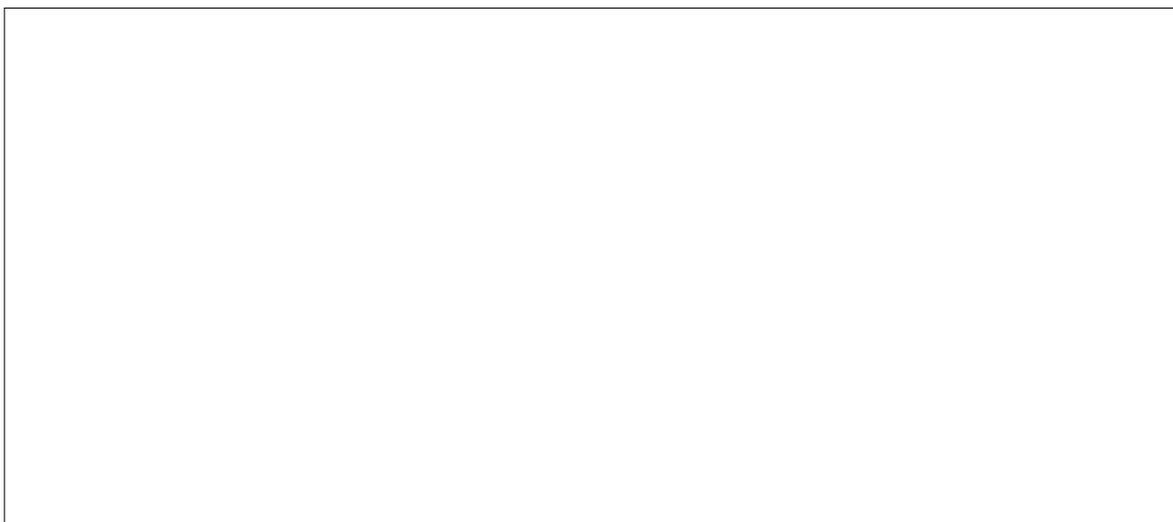
INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA E ESTRATÉGIAS
ENVOLVIDAS NO ENDEREÇAMENTO DOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

Monografia elaborado no âmbito da
graduação em Direito da Universidade
Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito
parcial para obtenção do grau de bacharel em
Direito, sob a orientação do Professor Ms.
Alberto Lopes da Rosa.

Rio de Janeiro

2021

CIP – Catalogação na Publicação



Autorizo, apenas para fins acadêmico e científicos, a reprodução total ou parcial desta monografia, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

CAROLINE COUTO MATOS

INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA E ESTRATÉGIAS
ENVOLVIDAS NO ENDEREÇAMENTO DOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

Monografia elaborado no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Ms. Alberto Lopes da Rosa.

Data: __/__/____.

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

Rio de Janeiro

2021

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer aos meus pais, João e Simone, às minhas irmãs, Camille e Monique, e a toda a minha família por todo amor e incentivo que sempre recebi. Cada passo que tenho a oportunidade de dar é – e sempre será - dedicado a vocês.

Com o coração apertado de não citar nominalmente todas as pessoas tão importantes na minha vida, gostaria de agradecer ao João, meu amor, por me ouvir e me apoiar em todos os momentos, à Maria Eduarda, minha irmã de coração que me deu uma segunda família, e a todos os meus amigos e amigas que tornam tudo mais leve.

Além disso, gostaria de agradecer a todas as pessoas com quem pude aprender ao longo desses cinco anos de faculdade. Obrigada ao Dr. Fábio e à Dra. Flávia por terem me ensinado tanto no meu primeiro estágio, na Comissão de Superendividamento do Núcleo de Defesa do Consumidor - NUDECON.

Sou extremamente grata pela oportunidade de dar os primeiros passos no caminho do direito societário na Superintendência de Relações com Empresas da Comissão de Valores Mobiliários. Ter contato com diferentes temas do direito societário e da contabilidade societária me encantaram por essa área do direito. Serei eternamente grata a todos da SEP, em especial ao Gustavo Mulé, ao Fernando Vieira, ao Jorge Andrade e ao Vinícius Janela.

Agradeço, também, a todas e todos do Cescon Barriou Flesch & Barreto Advogados, nas pessoas de Carlos Augusto Junqueira, Fernanda Montorfano, Eduardo Brito, Thenard Figueiredo, Victor Campinho, Nina, Gabriel e Jorge. Poder trabalhar com vocês tem sido um privilégio. Sigamos juntos!

Não posso deixar de agradecer à Equipe de Competições e Estudos em Arbitragem (ECEArb) da UFRJ, que não somente me fez oradora das Competições Brasileiras de Arbitragem Empresarial da CAMARB em 2018 e 2019, mas me deu amigos para a vida inteira.

Por fim, obrigada ao meu orientador, Prof. Alberto Rosa, por todo o apoio ao longo da elaboração do presente trabalho, e a todas e todos que fazem da UFRJ referência no ensino público, gratuito e de qualidade.

RESUMO

MATOS, Caroline Couto. *Incorporação de Ações de Companhia Controlada e Estratégias Envolvidas no Endereçamento dos Problemas de Agência*. Rio de Janeiro, 2021. Monografia de final de curso. Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

A estrutura de interesses que envolve a celebração de negócios jurídicos entre companhias abertas e seus respectivos acionistas controladores há muito ocupa papel de destaque no direito societário. A incorporação de ações de companhia controlada, prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/76 corresponde a uma dessas situações, em que os conflitos entre acionistas controladores e minoritários tornam-se ainda mais evidentes. Nessa dinâmica, a aplicabilidade da teoria da agência na relação entre acionistas minoritários e acionistas controladores pode auxiliar na construção de substrato teórico para fundamentar ou questionar direitos e restrições previstos na legislação ou na regulamentação vigentes quanto às operações de incorporação de ações de companhia controlada. Para tanto, faz-se necessário interpretar as soluções legais para problemas de agência, originalmente propostas pela teoria norte-americana, à luz da realidade brasileira. Como uma das soluções propostas pela Lei nº 6.404/76 para balancear os conflitos inerentes à relação de agência entre minoritários e controladores, a submissão da matéria à assembleia geral de acionistas da companhia cujas ações serão incorporadas merece análise mais detida e também foi objeto de ponderações no presente trabalho.

Palavras-Chave: Artigo 264; Lei das Sociedades por Ações; Parecer de Orientação CVM nº 35; Problemas de Agência; Acionista Controlador; Estratégias Legais

ABSTRACT

MATOS, Caroline Couto. *Merger of Shares of Controlled Company and Strategies Involved in Addressing Agency Problems*. Rio de Janeiro, 2021. Monografia de final de curso. National Faculty of Law of the Federal University of Rio de Janeiro.

The structure of interests that involves the execution of legal transactions between publicly-held companies and their respective controlling shareholders has long played a prominent role in corporate law. The merger of shares of a controlled company, provided for in article 264 of Law No. 6,404, is one of these situations, in which conflicts between controlling and minority shareholders become even more evident. In this dynamic, the applicability of the agency theory in the relations between minority shareholders and controlling shareholders can help building a theoretical substrate to support or criticize rights and restrictions provided for in the legislation or regulations in force regarding operations involving the merger of shares of a controlled company. Therefore, it is necessary to interpret the legal solutions to agency problems, originally proposed by the North American doctrine, considering the Brazilian reality. As one of the solutions proposed by Law No. 6,404 to balance the conflicts inherent to the agency relationship between minority shareholders and controllers, the submission of the matter to the general shareholders' meeting of the company whose shares will be merged deserves further analysis and was also the object of consideration in the present work.

Keywords: Article 264; Brazilian Corporate Law; CVM's Guidance Opinion No. 35; Agency Problems; Controlling Shareholder; Legal Strategies

LISTA DE ABREVIATURAS

§ - Parágrafo

Art. - Artigo

B3 - B3 S.A. – Brasil, Bolsa Balcão

Código Civil – Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Instrução CVM nº 319 - Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999, que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta

Instrução CVM nº 358 - Instrução CVM nº 358, que dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas

Instrução CVM nº 480 - Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Instrução CVM nº 481 - Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009, que dispões sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas

Instrução CVM nº 565 - Instrução CVM nº 565, de 15 de junho de 2015, que dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A

Lei das S.A. – Lei nº 6.404, de 16 de dezembro de 1976

Lei nº 14.195 – Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021

Lei nº 6.385 – Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

Parecer de Orientação nº 35 - Parecer de Orientação nº 35, editado pela CVM, que estabelece recomendações a serem observadas por administradores de companhias abertas, em cumprimento a seus deveres fiduciários, em operações de incorporação, fusão e incorporações de ações envolvendo sociedades sob controle comum ou controladora e controladas

SEP – Superintendência de Relações com Empresas da CVM

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	5
RESUMO	6
ABSTRACT	7
LISTA DE ABREVIATURAS	8
SUMÁRIO	9
INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I -INCORPORAÇÃO DE AÇÕES	12
1.1 Conceito de subsidiária integral.....	13
1.2 Laudo de avaliação	16
CAPÍTULO II -INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA	18
2.1 O artigo 264 da Lei das S.A.....	18
2.1.1 Laudo de avaliação	20
2.1.2 Direito de retirada dos acionistas dissidentes	22
2.2 A posição da CVM	24
CAPÍTULO III -CONFLITOS DE AGÊNCIA E ESTRATÉGIAS REGULATÓRIAS NA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA	29
3.1 Principais estratégias em abstrato	35
a) Estratégias legais.....	35
b) Divulgação de informações.....	42
c) Cumprimento e efetivação (<i>enforcement</i>).....	45
3.2 Conflitos de agência e estratégias legais e regulatórias na incorporação de ações de companhia controlada: o caso da concentração da estrutura de propriedade brasileira	47
CAPÍTULO IV -CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DO DIREITO DE VOTO NO ÂMBITO DA ASSEMBLEIA GERAL DA COMPANHIA CUJAS AÇÕES SERÃO INCORPORADAS	58
4.1 Acionista controlador: deveres e responsabilidades	59
4.2 Acionistas não controladores: reduzido poder de orientar as atividades sociais e estratégia de saída	61
4.3 Acionistas preferencialistas: reduzida participação no processo de reorganização societária	65
CONCLUSÃO	69
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	73
ANEXO	79

INTRODUÇÃO

As incorporações de ações que envolvem sociedades anônimas são importantes ferramentas para combinação de negócios e criação de sinergias. Isso se justifica em razão, principalmente, das vantagens que advém da concentração empresarial, dentre as quais se destacam a redução de custos de produção e distribuição, com a escala do empreendimento em maior porte e a possibilidade de acessar novas tecnologias e *know-how* de processos que permitam a modernização das atividades sociais, além de possíveis vantagens fiscais. Importante salientar, também, que os instrumentos de reorganização societária podem ser aliados na expansão à setores complementares às atividades originalmente desenvolvidas pela companhia, reduzindo custos de logística e minimizando a necessidade de contratação de terceiros.

Como operação¹, a Lei das S.A. estipulou competências que delimitam o papel da administração e de seus acionistas – sejam eles controladores, minoritários e, ainda, preferencialistas - em cada momento desse processo. Nada obstante, a prática atual tem exigido esforços de interpretação sistemática das normas jurídicas aplicáveis a fim de solucionar questões controvertidas.

O cenário torna-se ainda mais complexo quando se trata de incorporação de companhia controlada, uma vez que, em regra, não há duas maiorias distintas aprovando a operação, considerando que o acionista controlador atua nos dois polos.

De acordo com Boletim de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários elaborado em março de 2021, 82% companhias abertas com registro ativo e ações negociadas em bolsa de valores possuíam controlador definido em 2019, de modo que o estudo de operações de reorganização societária envolvendo relações de controle torna-se ainda mais relevante.

Sendo assim, o presente trabalho debruça-se na análise dos principais aspectos afetos às operações de incorporação de ações que envolvem companhias controladas, a luz da teoria da agência, que busca explicar e endereçar problemas que envolvem divergências de interesses. Apesar de a teoria da agência, na dinâmica norte-americana, ter adotado como foco a relação

¹ Entendida como um conjunto complexo de atos destinados a um determinado fim.

entre acionistas e administradores (considerando a realidade de companhias com controle gerencial), na transposição para a realidade brasileira, em que o controle gerencial é menos comum que a figura do acionista controlador, o formato de relação de agência que será utilizado como base no presente trabalho será a relação de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários, com fundamento no estatuto social, considerando a relevância dessa dinâmica para o cenário brasileiro.

Sendo assim, após a análise da teoria da agência e das estratégias propostas pela doutrina norte-americana para endereçamento de problemas entre agentes e representados, será realizada análise crítica da transposição dessas noções à realidade brasileira no âmbito dos problemas de agência que envolvem a incorporação de ações de companhias controladas.

Nessa seara específica, as limitações (ou permissões) relacionadas ao exercício do direito de voto de acionistas controladores, minoritários e, se aplicável, preferencialistas, serão analisadas enquanto ferramentas para endereçamento dos problemas de agência entre acionistas na realidade brasileira.

Imprescindível ressaltar, por fim, que o recorte do presente trabalho visa a análise de operações que envolvam, dos dois lados, companhias abertas, operacionais e listadas na CVM e, portanto, sujeitas às normas e orientações expedidas pela Autarquia.

CAPÍTULO I - INCORPORAÇÃO DE AÇÕES

A incorporação de ações de sociedades anônimas é regulada, atualmente, pelo artigo 252 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”), de acordo com o qual:

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

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

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

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

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

Nota-se, a partir da leitura do dispositivo supramencionado, que o ponto chave da incorporação de ações, enquanto procedimento típico, é a transferência de todas as ações de emissão da sociedade incorporada para a sociedade incorporadora.

Por sua vez, as ações transferidas serão utilizadas para a integralização do aumento de capital da sociedade incorporadora, com emissão de novas ações, a serem entregues aos então acionistas da sociedade incorporada.

Trata-se, portanto, de uma ferramenta de unificação da base acionária da sociedade incorporada e da sociedade incorporadora, esta que passa a possuir um novo ativo – o conjunto de ações de emissão da sociedade cujas ações serão incorporadas.

Antes de adentrar a análise detalhada desse instituto, urge salientar que a incorporação de ações não se confunde com o instituto da incorporação de sociedades – também referenciado como incorporação de patrimônio líquido. Em verdade, os dois processos de concentração empresarial têm consequências e finalidades distintas.

De acordo com Nelson Eizirik, “*serve o negócio jurídico de incorporação [de sociedades] para unificar 2 (duas) ou mais sociedades, extinguindo-se a incorporada e permanecendo em existência a incorporadora*”².

Delimitando os contornos desta operação societária, é possível conceituá-la como procedimento negocial, indicado por uma sequência de atos coordenados visando a centralização de empresas³ e a extinção da sociedade incorporada. Vale ressaltar, ainda, que a incorporação de sociedade não exige que a sociedade incorporada e a sociedade incorporadora sejam do mesmo tipo societário.

Entre as suas características, destacam-se três principais: (i) a transferência da base acionária da sociedade incorporada para a sociedade incorporadora, (ii) a transferência de todo o patrimônio da incorporada para a incorporadora, sua sucessora universal, e (iii) a extinção da sociedade incorporada.

Ou seja, enquanto o objetivo do processo de incorporação de sociedade é a existência de uma única sociedade, o processo de incorporação de ações objetiva uma estrutura plurissocietária.

1.1 Conceito de subsidiária integral

Como consequência da incorporação de ações tem-se a concentração de ações de emissão da sociedade sob a titularidade de um único sócio – a sociedade incorporadora. Dessa forma, a sociedade incorporada torna-se subsidiária integral da sociedade incorporadora.

² EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada, vol III, artigos 189 ao 300**. Rio de Janeiro: Quartier Latin, pp. 245-246.

³ No presente caso, importante mencionar que “empresa” deve ser compreendida como a atividade econômica organizada para produção ou circulação de bens e serviços, em linha com o artigo 996 do Código Civil.

Por subsidiária integral entende-se a sociedade que possui como único acionista uma sociedade brasileira e classifica-se como espécie do gênero “sociedade unipessoal”⁴. A subsidiária integral pode ter prazo definido ou indefinido.

Justamente por permitir a centralização do poder de controle por um único acionista por tempo indefinido, a subsidiária integral compreende exceção à regra geral prevista na Lei das S.A. De acordo com o seu art. 80, a constituição da companhia tem como um dos requisitos a “*subscrição, pelo menos por 2 (duas) pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto*”.⁵

Apesar disso, a Lei das S.A. trouxe, em seu art. 251, a possibilidade de a companhia ser constituída por escritura pública e ter como única acionista sociedade brasileira. Considerando que a Lei das S.A. é norma especial aplicável apenas às sociedades anônimas, a exceção para a sociedade unipessoal aplica-se apenas à *companhia* que possua uma única sociedade como sócia.

No que se refere aos outros tipos societários previstos no Código Civil, nota-se que, até recentemente, a falta de pluralidade no quadro de sócios, caso não fosse reconstituída no prazo de cento e oitenta dias, ensejaria a dissolução da sociedade simples. Essa reconstituição poderia se dar (i) com a admissão de novos sócios ou (ii) por sua transformação em Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (“EIRELI”).

No entanto, em alteração recente do artigo 1.052 do Código Civil, promovida pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, passou-se a admitir a figura da Sociedade Limitada Unipessoal.

⁴ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**, vol I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.985.

⁵ “Art. 80. A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares:
I - subscrição, pelo menos por 2 (duas) pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto;
II - realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro;
III - depósito, no Banco do Brasil S/A., ou em outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em dinheiro.
Parágrafo único. O disposto no número II não se aplica às companhias para as quais a lei exige realização inicial de parte maior do capital social.”

Como próximo passo, extinguiu-se a figura da EIRELI, nos termos do art. 41 da lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021, que resultou, com ajustes, da conversão da Medida Provisória 1.040/2021. Nesse sentido, a partir da permissão recente à constituição de sociedades com um único sócio, tem-se a regularização das sociedades unipessoais e, também, a mitigação da figura do “sócio-laranja”, pessoa que apenas constava no contrato social como sócia para cumprir o requisito da pluripessoalidade.

Tecidas considerações a respeito da unipessoalidade enquanto característica principal da subsidiária integral, retornemos à análise dos seus principais aspectos.

Em primeiro lugar, conforme mencionado, é necessário que o único acionista da sociedade subsidiária integral seja sociedade brasileira - aquela constituída segundo as leis brasileiras e com a sede e administração no País.

O principal fundamento por detrás desse requisito, conforme indica José Luiz Bulhões Pedreira⁶, é de ordem prática – facilitar a apuração e verificação de eventual confusão patrimonial e de atividades com o acionista único. Na hipótese em que se admitisse que sociedade estrangeira exercesse o papel de acionista único, não sujeita, em princípio, a deveres de *disclosure* previstos no arcabouço jurídico brasileiro, tornar-se-ia mais difícil a sua fiscalização.

Em segundo lugar, merece atenção a análise da natureza jurídica da subsidiária integral, especialmente considerando que as companhias são constituídas por meio de contrato que regula a organização social. A constituição da subsidiária integral, por outro lado, é constituída por uma declaração de vontade de uma única pessoa e não por um acordo de vontades⁷.

Por fim, na forma da Lei das S.A., quando a subsidiária integral é constituída a partir da incorporação de ações, fala-se em *conversão* de companhia em subsidiária integral, que pressupõe a manifestação de vontade dos acionistas de submeterem a companhia ao regimento previsto no art. 251 do referido diploma.

⁶ PEDREIRA, Op. Cit., p. 1.989.

⁷ Ibidem, p. 1.990.

1.2 Laudo de avaliação

Na forma do §1º do art. 252 da Lei das S.A., considerando que as ações da incorporada serão atribuídas ao patrimônio da incorporadora e, nessa relação de troca, os acionistas da incorporada receberão ações de emissão da companhia, exige-se a elaboração de laudo de avaliação das ações da incorporada.

Isso porque, o aumento de capital da companhia incorporadora, que ensejará a emissão de ações a serem entregues aos acionistas da companhia incorporada, será integralizado pelos então acionistas da incorporada em bens – as ações. Nesse sentido, de acordo com o art. 8º da Lei das S.A.⁸, a avaliação dos bens será feita por três peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia geral.

A esse respeito, a Lei das S.A. não estabelece qual critério será utilizado para avaliar as ações. Importante salientar que deve ficar a cargo dos administradores garantir que a avaliação represente com maior fidedignidade possível o valor intrínseco às ações incorporadas. Caso haja irregularidades na avaliação dos bens, os acionistas da incorporada poderiam ser vítimas de diluição injustificada.

Paralelamente ao laudo de avaliação para a integralização em bens do aumento de capital da incorporadora, a administração desta tem o dever de precificar as ações a serem emitidas no escopo deste aumento de capital de acordo com os critérios previstos no art. 170, §1º da Lei das S.A., quais sejam:

[...] §1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:
I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;
II - o valor do patrimônio líquido da ação;
III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

O entendimento do Colegiado da CVM direciona-se no sentido da não obrigatoriedade de contratação de laudo de avaliação para subsidiar a escolha por um dos critérios previstos no

⁸ “Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número. [...]”

art. 170, §1º da Lei das S.A. para fixação do preço de emissão em aumento de capital⁹.

Inclusive, o Colegiado da CVM absolveu administradores que adotaram valor diferente do obtido nos laudos que encomendaram, definindo que o laudo é apenas um parâmetro para a definição do preço¹⁰:

28. Em primeiro lugar, como já reconhecido nos precedentes do Colegiado, a operação de aumento de capital não está vinculada aos resultados do Laudo de Avaliação. Na verdade, à luz do binômio “liberdade de apreciação” e “necessidade de ponderação” oriundo da discricionariedade conferida aos administradores pelo artigo 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, o laudo de avaliação também é um parâmetro para a fixação do preço de emissão das ações. **Também não há regra, na lei ou na regulamentação da CVM, que imponha a necessária adstrição do preço de emissão com a cifra exata do Laudo de Avaliação.** (grifou-se)

Conclui-se, portanto, ser desnecessária a elaboração de laudo, por parte da incorporadora, para subsidiar o *valuation* no aumento de capital. No entanto, cumpre salientar que a desnecessidade da contratação de laudo de avaliação não exime a administração de optar por aquele que melhor reflita a realidade da companhia e justificar pormenorizadamente a escolha do critério utilizado.

Todavia, obrigatória é a elaboração de laudo de avaliação das ações da companhia incorporada a serem integralizadas no âmbito do referido aumento, conforme já mencionado.

⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/8316, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 09.04.2013.

¹⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/8316, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 09.04.2013.

CAPÍTULO II - INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA

Tecidas breves considerações a respeito do instituto da incorporação de ações, adentremos a análise da incorporação de companhia controlada, prevista no art. 264 da Lei das S.A.

As operações de reorganização societária que envolvem partes relacionadas ganham especial relevo, uma vez que, em última análise, se está diante de partes contratuais que possuem outra relação que não a objeto do contrato a ser celebrado – nesse caso, a relação de controle. Nesse sentido, conforme será analisado abaixo, o legislador buscou coibir que a operação seja negociada em condições de desequilíbrio, com excessivo ônus para uma parte, ao lado de mais vantagens para a outra.

2.1 O artigo 264 da Lei das S.A.

Como panorama geral, necessário à análise das questões ora propostas, importante lembrar que o art. 264 estabelece diretrizes adicionais a serem seguidas quando a transação envolve partes relacionadas.

O arcabouço jurídico brasileiro não veda, *in abstracto*, a realização de transações por partes relacionadas. No entanto, considerando a dinâmica de interesses que esse tipo de relação jurídica envolve, são propostos alguns limitadores para garantir a higidez da operação e, principalmente, que essa seja celebrada em bases comutativas.

Lê-se da atual redação do art. 264 que:

Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

§1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada

de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no caput.

§3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II.

§4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

§5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263.

Quanto a aplicação do regime previsto no art. 264, vale ressaltar que, na edição da Lei das S.A., a redação original do §4º do art. 264 indicava que “[a]plicam-se à fusão de companhia controladora e controlada as normas especiais previstas neste artigo”.

Nada obstante, a Lei nº 10.303/01 inseriu nova redação ao mencionado §4º para estender a sua aplicabilidade para outros tipos de operação de reorganização societária que envolvem relação de controle.

Além disso, importante ressaltar que o Colegiado da CVM, quando da apreciação do Processo CVM nº 19957.011351/2017- 21¹¹, entendeu ser inaplicável o referido art. 264 em operações de incorporação de controlada subsidiária integral por controladora companhia aberta, uma vez que, inexistindo acionistas não controladores, não estaria presente a condição fundamental prevista no dispositivo.

A intenção do legislador, no âmbito do art. 264 da Lei das S.A. foi o estabelecimento de mecanismos adicionais para esse tipo de transação com partes relacionadas que maximizassem a proteção dos acionistas minoritários.

A respeito desses mecanismos, a depender da opção legislativa e regulamentar, é possível que cada ordenamento jurídico enderece de forma distinta um mesmo problema. Duas ferramentas para enfrentamento da questão das transações com partes relacionadas podem ser

¹¹Processo CVM nº 19957.011351/2017- 21, de Relatoria da SEP, apreciado em 15.02.2018.

(i) o estabelecimento de um regime de divulgação suficiente de informações ao mercado (*disclosure*) e (ii) a limitação das partes que possuem ingerência na aprovação desse tipo de operação.

2.1.1 Laudo de avaliação

Endereçando o primeiro ponto de enfrentamento indicado acima, adicionalmente às informações previstas nos artigos específicos relativos à cada formato de operação – cisão, fusão e incorporação -, a operação de incorporação de companhia controlada exige que a justificação seja acompanhada do cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada.

Para que seja realizada tal avaliação, o §1º do art. 264 exige que a avaliação seja feita por empresa especializada, sendo que as companhias fechadas podem optar, também, pela contratação de três peritos.

O laudo de avaliação de que trata o art. 264 apresenta duas finalidades: (a) informativa, pois busca permitir aos acionistas detectar operações suspeitas, que podem não ter sido celebradas no melhor interesse social, a partir de relações de troca manifestamente desvantajosas e (b) eventualmente, subsidiar a definição do valor de reembolso em caso de exercício do direito de recesso pelos acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da controlada.

Nas palavras de Nelson Eizirik¹², “[t]rata-se da apresentação aos minoritários de uma relação de troca teórica, cujo objetivo é permitir que estes avaliem a equidade da relação efetivamente oferecida no protocolo de incorporação”.

Seguindo a mesma linha, o Colegiado da CVM já entendeu, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2005¹³ que:

A finalidade do laudo de avaliação é simular o valor que seria obtido pela companhia

¹² EIZIRIK, Op. Cit., p. 505.

¹³ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2005, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 12.12.2007.

em uma liquidação ordenada, não devendo ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, e oferecer aos acionistas minoritários da incorporada, de um lado, um parâmetro de comparação em relação ao valor oferecido no Protocolo para a substituição de suas ações e, de outro, a oportunidade de se retirarem da sociedade optando pelo valor fixado nos termos do art. 45 e o apurado no caput do art. 264 da Lei n. 6.404/76, caso o valor proposto no Protocolo seja inferior ao valor do laudo.

Quanto à metodologia de avaliação do patrimônio líquido por ação das sociedades controladora e controlada, é necessário que se utilize as mesmas datas-bases e os mesmos critérios contábeis. Para as companhias abertas, a avaliação pode ser feita (i) a preços de mercado ou (ii) com base em outro critério aceito pela CVM.

Na utilização do critério de preços a mercado, também chamada de “balanço de liquidação”, conforme previsão no art. 183, §1º da Lei das S.A., cada item do patrimônio da companhia é avaliado individualmente, considerando seu possível valor de venda ou de reposição. A metodologia é a mesma utilizada em cenários de liquidação de companhia.

Para algumas companhias abertas, a utilização desse critério de avaliação pode provocar sérias distorções na avaliação. Isso porque, conforme entendimento do Colegiado da CVM na apreciação do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2005 acima mencionado, nessa avaliação, somente devem ser considerados intangíveis individuais, ativos não físicos que tenham valor de mercado, marcas, patentes, direitos e contratos, mas não o *goodwill* (aviamento).

De acordo com as lições de Rubens Requião, o aviamento “*é a capacidade de a empresa gerar lucros, devido à excelência de sua organização. Seja ou não um atributo da clientela, constitui um bem imaterial, pois tem valor mensurável, no caso da venda do estabelecimento*”¹⁴. Nesse sentido, o aviamento corresponde a um valor adicional ao contabilizado no patrimônio líquido de uma sociedade que pode ser composto, por exemplo, por uma imagem consolidada no mercado, pela marca registrada, por uma carteira de clientes ou até mesmo por um tipo de gestão organizacional.

Todos esses fatores adicionam valor à determinada sociedade, especialmente as grandes companhias abertas operacionais, consolidadas no mercado. Nesse sentido, a utilização desse

¹⁴ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**, 2º volume 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 148.

critério pode, por vezes, fazer com que se atinja valor por ação inferior ao que melhor poderia refletir a situação econômica das companhias envolvidas.

Ao lado da utilização do critério de preços a mercado, é possível a utilização de um critério diferenciado a ser aprovado pela CVM. A inclusão dessa possibilidade, pelo legislador, busca mitigar as referidas distorções de preços em certos contextos de dificuldade de mensuração do valor de mercado dos ativos¹⁵.

Há quem entenda que o exercício da competência da CVM outorgada pela parte final do *caput* do art. 264 deveria ser exercida por meio da edição de normas gerais, aplicáveis a todos os participantes de mercado, que delimitassem minimamente as hipóteses de adoção de procedimento diferenciado¹⁶.

Nada obstante, até o momento, não foi editada norma a respeito desse ponto específico e a Autarquia tem se manifestado por meio do Colegiado quando da apreciação de pedidos de adoção de procedimentos diferenciados para operações nos moldes do art. 264.

Na visão do Colegiado da CVM, não se justificaria a exigência da apresentação de laudo de avaliação a preços de mercado ou não se obteria a utilização de laudo com base em critério alternativo, quando houvesse a prévia anuência dos acionistas minoritários da sociedade controlada, conforme entendimento no âmbito do Processo CVM nº RJ 2007/10687¹⁷ e do Processo CVM nº RJ 2010/4016¹⁸.

Em resumo, a elaboração do laudo previsto no *caput* do art. 264 corresponde a um referencial teórico para que os acionistas possam comparar os preços relativos às ações da controladora e da controlada, que desconsidera outros fatores negociais envolvidos.

2.1.2 Direito de retirada dos acionistas dissidentes

De acordo com o art. 264, §3º da Lei das S.A.:

¹⁵ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma na Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 358.

¹⁶ Nesse sentido CANTIDIANO, Ibidem, p. 259 e CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, vol 4, Tomo II**. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 278-279.

¹⁷ Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/10687, Diretor Relator Sergio Weguelin, julgado em 23.10.2007.

¹⁸ Processo Administrativo CVM nº 2010/4016, de Relatoria da Superintendência de Relações com Empresas julgado em 15.06.2010.

[...] §3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no *caput*, observado o disposto no art. 137, inciso II.

O direito de retirada, previsto no art. 137 da Lei das S.A., pode ser definido como o poder do acionista dissidente de determinadas deliberações – expressamente previstas na Lei – de alienar suas ações à própria companhia.

Essa obrigatoriedade de a companhia, sob determinadas condições, adquirir do acionista as ações fundamenta-se, principalmente, no fato de determinadas aprovações em matéria societária alterarem bases essenciais do contrato de companhia¹⁹. Em outras palavras, as condições iniciais as quais foram consideradas pelo investidor para tornar-se sócio estariam sendo substancialmente alteradas pela vontade da maioria, em atenção ao princípio majoritário.

Nas palavras de José Waldecy Lucena, a Lei estabelece três requisitos para que se aperfeiçoe a legitimidade para exercício do direito de recesso nas matérias expressamente previstas: “(a) *ser acionista da companhia*, (b) *ser titular de ações até determinado limite temporal*, (c) *ter-se proclamado dissidente*”²⁰.

Nesse sentido, o direito de retirada é faculdade do próprio acionista dissidente, que deve comprovar que, na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, já era titular das ações cujo reembolso pleiteia. Em complemento, são dissidentes (i) acionistas que votarem contra a deliberação; (ii) acionistas que se abstiverem de votar e (iii) acionistas ausentes na assembleia geral.

Considerando as características acima mencionadas, aliamo-nos a quem entende o direito de retirada como direito formador. Luiz Eduardo Bulhões Pedreira, a respeito do direito de retirada, entende-o como “*poder que a lei confere ao acionista de interferir, mediante*

¹⁹ PEDREIRA, Op. Cit., p. 326 e CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, vol. II**, 5ª ed., São Paulo: Saraiva, 2009, p. 901.

²⁰ LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas. v. 2, Arts. 121 a 188**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 251.

manifestação unilateral de vontade, na esfera jurídica da companhia e criar para esta a obrigação de pagar-lhe o valor de reembolso das suas ações”²¹.

Após notificada a companhia pelo acionista elegível a exercer o direito de recesso, o valor pago será calculado com base na previsão contida no estatuto social ou, caso não haja essa previsão, nos termos do art. 45 da Lei das S.A.²².

O balanço que servirá de base para calcular o valor do direito de recesso deverá ter sido aprovado pela assembleia geral – não sendo, portanto, aplicáveis as Demonstrações Financeiras Intermediárias (ITR) não aprovados em sede assemblear – e, caso o referido balanço tenha sido aprovado há mais de 60 dias, o acionista dissidente poderá pedir o levantamento de outro balanço atualizado – denominado balanço especial.

A exceção à regra acima mencionada é a possibilidade de realização de avaliação a valor econômico das ações, na hipótese em que esteja expressamente previsto no estatuto social da Companhia, cenário em que deverá haver a contratação de laudo de avaliação na forma dos §§ 3º e 4º do artigo em comento.

2.2 A posição da CVM

Especificamente no que se refere às operações de reorganização societária, a CVM editou a Instrução CVM nº 565, de 15 de junho de 2015, que estabelece normas gerais a respeito do assunto, em especial quanto:

²¹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias, vol I**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 339.

²² De acordo com os §§1 e 2º do art. 45 da Lei das S.A.: “§1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação.

§ 2º Se a deliberação da assembléia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo.

Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor de reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte), dias a contar da data da deliberação da assembléia-geral.”

- (i) Ao regime de divulgação de informações por ocasião das operações, incluindo dados a respeito do estágio da negociação, circunstâncias em que a relação de troca pode ser alterada, etc;
- (ii) Às informações financeiras que devem ser divulgadas por companhias envolvidas, incluindo demonstrações financeiras *pro forma* das sociedades resultantes da operação; e
- (iii) Aos critérios a serem utilizados no laudo de avaliação a que trata o artigo 264, caput, da Lei das S.A.

A Instrução CVM nº 565 substituiu dispositivos que tratavam do assunto no âmbito da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999. De acordo com o Relatório de Audiência Pública que culminou na edição da Instrução CVM nº 565, ambas as normas “*são comandos regulamentares que visam, sobretudo, a conferir maior transparência a operações que envolvam companhias abertas*”²³.

Ainda sob a égide da Instrução CVM nº 319, em 2008, a CVM editou o Parecer de Orientação nº 35, que estabelece recomendações a serem observadas por administradores de companhias abertas, em cumprimento a seus deveres fiduciários, em operações de incorporação, fusão e incorporações de ações envolvendo sociedades sob controle comum ou controladora e controladas.

O Parecer de Orientação nº 35 foi proposto com base em cinco fatores²⁴:

Primeiro fator: as incorporações de controladas podem causar prejuízos significativos para os minoritários. Como essas operações normalmente envolvem todo o patrimônio da empresa, qualquer desequilíbrio na relação de troca das ações pode trazer perdas consideráveis para os acionistas. [...]

Segundo fator: as incorporações de controladas são coercitivas para os minoritários. Segundo o art. 137 da Lei nº 6.404/76, essas operações podem ser aprovadas pela maioria dos acionistas. E, conforme indicam os precedentes da CVM, o controlador pode votar nessas operações, ainda que figure como contraparte na operação [...]

Terceiro fator: o direito de recesso não é necessariamente suficiente para tutelar os interesses dos acionistas minoritários em caso de abuso de poder de controle, pelas

²³ Relatório de Audiência Pública SDM nº 04/2013, p. 2.

²⁴ Conforme Memorando do então Diretor da CVM Marcos Barbosa Pinto endereçado ao Colegiado da CVM, datado de 30.05.2008, que propôs a criação de parecer de orientação a respeito dos deveres fiduciários dos administradores no processo de negociação de fusões, incorporações e incorporações de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

seguintes razões:

i. segundo o art. 264, §1º, combinado com o art. 137, II, da Lei nº 6.404/76, o recesso não é sequer cabível quando as ações da companhia controlada têm alguma liquidez;

ii. o art. 45 da Lei nº 6.404/76 permite que o estatuto fixe o valor do reembolso pelo valor patrimonial, que raramente reflete o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável;

iii. o cálculo do reembolso pelo valor do patrimônio a preços de mercado, conforme previsto no art. 264, caput, Lei nº 6.404/76, também não reflete, via de regra, o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável. [...]

“**Quarto fator:** isoladamente, o mercado não consegue reprimir eventuais abusos de poder de controle nessas operações. Como os ganhos a serem obtidos são grandes, eles podem compensar o prejuízo reputacional sofrido pelos controladores. [...]

“**Quinto fator:** a CVM e o Judiciário vêm enfrentando dificuldades para avaliar a equitatividade das relações de troca propostas, devido ao caráter parcialmente subjetivo das avaliações de empresas.

No Parecer de Orientação nº 35, a CVM ressalta que o art. 264 da Lei das S.A. “*criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações*”. Aponta, ainda, que a relação de troca pode ser livremente negociada entre os administradores de acordo com o que lhes pareça mais adequado.

Nesse sentido, a Autarquia mostrou-se especialmente atenta ao risco de que a relação de troca não seja equitativa. Para mitigar tal risco, foram tecidas algumas orientações²⁵ a serem

²⁵ “i) a relação de troca e demais termos e condições da operação devem ser objeto de negociações efetivas entre as partes na operação;

ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo;

iii) os administradores devem buscar negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia;

iv) os administradores devem obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função;

v) os administradores devem ter tempo suficiente para desempenhar sua função;

vi) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação;

vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros;

viii) os administradores devem se assegurar de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia;

ix) os trabalhos dos assessores contratados devem ser devidamente supervisionados;

x) eventuais avaliações produzidas pelos assessores devem ser devidamente fundamentadas e os respectivos critérios, especificados;

xi) os administradores devem considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações;

xii) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios;

xiii) a decisão final dos administradores sobre a matéria, depois de analisá-la com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, deve ser devidamente fundamentada e documentada; e

xiv) todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999 [atualmente, artigos 3º a 8º da Instrução CVM nº 565].”

observadas pela administração das companhias envolvidas, especialmente no âmbito da negociação da operação, consideradas alinhadas aos deveres fiduciários dos administradores.

Para operacionalizar essas orientações, a CVM recomenda a utilização de um dos dois mecanismos:

- i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior; **ou**
- ii) a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito. (grifou-se)

Na formação do comitê independente de que trata o Parecer de Orientação nº 35, a Autarquia indica que este pode ser composto (a) exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes, (b) por não-administradores da companhia, independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto social da companhia ou (c) por um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração, um conselheiro eleito pelos não controladores e um terceiro membro escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

Com o estímulo à inclusão de membros independentes com relação ao controlador para negociar as bases da operação, a CVM espera reduzir as chances de que os acionistas controladores sejam majoritariamente responsáveis pela condução das negociações e, ainda, possam votar em sede assemblear para aprovar a operação negociada.

Operacionalmente, o comitê será instalado pelo Conselho de Administração, seus membros serão nomeados e os trabalhos serão iniciados. A CVM recomenda que o comitê independente conte com o assessoramento de profissionais externos, como advogados e assessores financeiros. Concluídos os trabalhos e negociadas as bases da operação, o comitê independente submete seu relatório ao conselho de administração e indica suas considerações a respeito do Protocolo e Justificação da operação.

Apesar de o conselho de administração não estar vinculado formalmente ao parecer do comitê independente, a sua divergência quanto à recomendação deve ser fundamentada.

Outra opção, fornecida pela CVM, alternativamente à instalação do comitê independente, é a delimitação de um colégio de aprovação em sede assemblear formado pela maioria dos acionistas não controladores.

Entre a definição de acionistas não controladores, a CVM também enquadra, além dos acionistas ordinarielistas que não pertencem ao bloco de controle, os acionistas preferencialistas, ainda que às suas ações o estatuto social não atribua direito à voto.

Consoante o acima exposto, nota-se que a CVM buscou, no âmbito do Parecer de Orientação nº 35, materializar procedimentos adicionais aos previstos na Lei das S.A. Dessa forma, de modo não exaustivo, a CVM indica, no Parecer de Orientação nº 35, os procedimentos que entende recomendáveis a serem adotados no contexto de operações de reorganização societária envolvendo partes relacionadas para o cumprimento de deveres fiduciários dos administradores envolvidos.

CAPÍTULO III - CONFLITOS DE AGÊNCIA E ESTRATÉGIAS REGULATÓRIAS NA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA

Delineados os principais aspectos inerentes à incorporação de ações e, especialmente, à incorporação de ações de companhia controlada, substrato necessário para a análise proposta, faz-se mister adentrar a questão dos conflitos de agência.

Antes de compreender o que são os conflitos de agência, vale esclarecer o que seriam as próprias relações de agência. Por essas, entende-se o relacionamento entre *agentes (agents)* e *representados (principals)* na qual a relação de representação contenha (i) assimetria de informações entre os agentes e representados e (ii) contraposição de interesses – notadamente incentivos – entre agentes e representados²⁶.

Michael Jensen e William Meckling definem uma relação de agência “*como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente*”²⁷.

Os conflitos de agência (ou, no inglês, *agency problems*), por sua vez, seriam as concretizações das divergências entre os *agents* e *principals*, no bojo de uma dinâmica societária. Sobre esse ponto, Armour et al.²⁸ definem os conflitos de agência como:

[...] an “agency problem” - in the most general sense of the term - arises whenever **one party, termed the “principal,” relies upon actions taken by another party, termed the “agent,” which will affect the principal’s welfare.** The problem lies in **motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest.** (grifou-se)

Acrescentam os autores que quase todas as relações contratuais nas quais uma parte (agente) promete *performance* à outra (representado) estão potencialmente sujeitas aos problemas de agência.

²⁶ ARMOUR, John; KRAAKMAN, Reinier; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMAN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg e ROCK, Edward. **The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach**. 3rd Ed. Oxford University Press, 2017, p. 79.

²⁷ JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. *Teoria da Firma: Comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade*. In: Revista de Administração de Empresas, vol. 48, n. 2, abr-jun. 2008, p. 89.

²⁸ ARMOUR et al. Op cit., p. 29.

De forma simplificada, conforme Armour et al., basicamente, o direito societário presta-se a endereçar três principais conflitos de agência, quais sejam, (i) conflitos entre administradores e acionistas, (ii) conflitos entre acionistas controladores e acionistas não-controladores e (iii) conflitos entre acionistas e não acionistas da companhia²⁹.

No que se refere ao conflito de agência mencionado no item (i), cumpre identificar que as divergências entre administração e acionistas – especialmente os acionistas controladores – parecem ser mais comuns em companhias cujo controle é gerencial³⁰, no qual a orientação das atividades sociais está centralizada no escopo de atuação dos administradores, uma vez que esse cenário específico reflete com maior precisão a segregação entre a propriedade do investidor e a direção dos negócios sociais³¹.

O item (ii), por sua vez, sobre o qual apoia-se o presente trabalho, considera companhias com controle definido – que contam com bloco de controle e com acionistas não-controladores – e apresenta-se como mais corriqueiro no cenário das companhias abertas brasileiras³². Nesse caso, em regra, os acionistas não controladores podem ser caracterizados como os representados e os acionistas controladores seriam os agentes – no entanto, a relação pode assumir outros contornos quando os acionistas não controladores possuem poderes de veto ou quando há acionistas preferencialistas.

Vale salientar que, nesse caso específico, foco da presente análise, pode-se interpretar que o estatuto social da companhia corresponde ao próprio contrato plurilateral que serve de

²⁹ ARMOUR et al. Op cit., p. 49.

³⁰ De acordo com Comparato, o controle gerencial não está fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais: “[é] o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial de facto, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação.” (COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005, p. 71)

³¹ A respeito do assunto, indicando que os problemas de agência estão intrinsecamente ligados à noção de segregação entre propriedade e administração, Jensen e Meckling: “Pelo fato de a relação entre os acionistas e o administrador de uma empresa se encaixar na definição de uma relação pura de agência, não deveria ser uma surpresa descobrir que as questões associadas à “separação entre posse e controle” na empresa moderna de posse pulverizada são intimamente associadas ao problema geral da agência.” (JENSEN, MECKLING, Op. Cit., p. 89.)

³² De acordo com o Boletim de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários, de março de 2021, 82% companhias abertas com registro ativo e ações negociadas em bolsa de valores possuíam controlador definido em 2019. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf. Acessado em agosto de 2021.

fundamento para a relação de agência. Vejamos, a respeito dos contratos plurilaterais, as lições de Tullio Ascarelli³³ sobre as obrigações das partes:

Cada parte, pois, tem obrigações, não para com “uma” outra, mas para com “todas” as outras; adquire direitos não para com “uma” outra, mas para com “todas” as outras. Se quiséssemos ser indulgentes para com o uso recente das imagens geométricas na ilustração de fenômenos jurídicos, poderíamos dizer que, no contrato de sociedade e nos contratos plurilaterais em geral, as partes de acham como dispostas em círculo; nos demais contratos, ao contrário, cada uma das (duas) partes se acha num dos extremos de uma linha.

Ainda, acrescenta o autor que a pluralidade corresponde a uma circunstância em que os interesses contrastantes de várias partes devem ser unificados por meio de uma finalidade em comum³⁴. Por esse motivo, o escopo e a finalidade de cada contrato devem ser analisados à luz de cada caso concreto.

A esse respeito, urge salientar que a finalidade do contrato de sociedade – que, para a presente análise, corresponde ao estatuto social – está definida em seu objeto social. Isso porque, o objeto social é o fim a que se destina a própria empresa.

Como última observação a respeito dos contratos plurilaterais, vale salientar que esses podem ser caracterizados como contratos abertos³⁵. Essa característica é bastante marcante no âmbito das sociedades anônimas abertas, uma vez que o quadro de acionistas – e, portanto, partes signatárias do estatuto social – altera-se praticamente diariamente em companhias com alto índice de liquidez. Esse fato aumenta a necessidade de que haja mecanismos de controle de naturais conflitos de interesses que surjam a partir dessa estrutura.

No escopo da relação entre acionistas controladores e acionistas minoritários, de acordo com Rodrigo Ferraz³⁶:

³³ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Quorum, 2008, p. 390.

³⁴ ASCARELLI, Op. Cit., p. 394.

³⁵ De acordo com Tullio Ascarelli, a respeito dos contratos abertos “[à]s vezes, o contrato importa permanente oferta de adesão à novas partes (que satisfaçam determinadas condições) e permanente possibilidade de desistência de quantos dele participem, sem que seja necessária uma reforma do contrato para que novas partes participem dele ou para que se retirem os que já participam. Essa situação concorre, em geral, com aquele elemento de mutualidade que examinamos precedentemente; é nesta hipótese que, a rigor, se pode falar em contratos abertos.” (ASCARELLI, Op. Cit, p. 411.)

³⁶ CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas - Hierarquia e Conflitos**. São Paulo: Quartier Latin, 2007 p. 255.

Em princípio, os interesses dos acionistas encontram-se em sintonia em determinado momento: o de constituição da companhia. **A partir de então, a vontade e a posição dos diversos acionistas podem apartar-se, por motivos e circunstâncias diversas, ou mesmo entrar em processo de colisão.** (grifou-se)

Ainda, sobre o conflito entre acionistas, Luiz Gastão Paes de Barros Leães complementa que “[o] conflito entre os vários interesses envolvidos numa empresa é algo conatural a ela mesma, já que, a rigor, dar solução ao conflito entre as várias pessoas que nela atuam é a própria função de toda empresa organizada”³⁷.

O conflito apontado no terceiro item (iii) trata, especificamente, da relação da sociedade com terceiros, como credores, fornecedores e consumidores, e não será o enfoque da presente análise.

A fim de garantir o mínimo equilíbrio de interesses dos *stakeholders* envolvidos, é necessário que sejam implementados mecanismos de controle das tomadas de decisão que, por sua vez, geram custos que são comumente chamados de *agency costs* ou custos de agência. Nas palavras de Jensen e Meckling³⁸:

Contudo, é em geral impossível para o principal ou o agente manter a relação de agência a um custo zero para assegurar que o agente tomará decisões de nível ótimo do ponto de vista do principal. Na maioria das relações de agência, **o principal e o agente incorrerão em custos positivos de monitoramento** e de concessão de garantias contratuais (tanto não pecuniários quanto pecuniários). (grifou-se)

No que se refere aos custos de agência no âmbito da relação entre acionista controlador e acionista minoritário, há quem entenda, inclusive, que o preço pago pela ação de determinada companhia já inclui os custos de divergência que poderão ser suportados pelos acionistas majoritários³⁹.

De acordo com Richard Saito e Alexandre Silveira⁴⁰:

[...] os custos de agência incluem (i) os custos para a elaboração e para as modificações

³⁷ LEÃES, Luiz G. P. B. **Pareceres**, vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 1 .486.

³⁸ JENSEN, MECKLING, Op. Cit., p. 89.

³⁹ JENSEN, MECKLING, Op. Cit., p. 91. Ainda, sobre o tema, o IBGC, em seu website, indica que “[c]om o passar do tempo, verificou-se que os investidores estavam dispostos a pagar valor maior por empresas que adotassem boas práticas de governança corporativa e que tais práticas não apenas favorecessem os interesses de seus proprietários, mas também a longevidade das empresas.”.

⁴⁰ SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade**. Revista de Administração de Empresas, vol. 48, n. 2, abr-jun 2008, pp. 79-86.

dos regimentos internos das S.A., (ii) as despesas do principal com o monitoramento das decisões, (iii) os gastos do agente para provar ao principal que age de boa-fé e (iv) as perdas residuais do principal por estratégias equivocadas do agente.

É justamente nessa ótica que se insere a governança corporativa. De acordo com o IBGC, governança corporativa é “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”⁴¹.

Ou seja, a governança corporativa visa criar um ambiente de confiança *interna* e *externa corporis*. Tal ambiente de confiança deve ser permeado por quatro princípios, de acordo com o IBGC⁴²⁻⁴³:

Transparência – Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização;

Equidade – Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas;

Prestação de contas (accountability) – Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis;

Responsabilidade corporativa – Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos. (grifos no original)

Na mesma linha, de acordo com a OCDE⁴⁴, as ideias que devem nortear a governança corporativa são:

- I. Ensuring the Basis for an Effective Corporate Governance Framework
- II. The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions
- III. The Equitable Treatment of Shareholders
- IV. The Role of Stakeholders in Corporate Governance
- V. Disclosure and Transparency

41 Definição disponível em <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em agosto de 2021.

42 Disponível em <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em agosto de 2021.

43 Ainda, de acordo com a cartilha “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, de junho de 2002, “Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.” (Recomendações da CVM sobre governança corporativa, junho de 2002, p. 1).

44 OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publishing: Paris, 2004. Disponível em <<https://doi.org/10.1787/9789264015999-en>>. Acessado em agosto de 2021.

VI. The Responsibilities of the Board.

Vale salientar que esse conjunto de princípios que norteiam as atividades empresariais visa, precipuamente, garantir a devida fiscalização dos protagonistas da empresa⁴⁵ e o adequado equilíbrio de interesses dos *stakeholders*.

O Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa, editado pelo IBGC, compila, a partir de experiências do mercado de padrões de governança internacionais aplicados à dinâmica brasileira, uma série de orientações – de caráter geral e específico – com a finalidade de balizar a conduta dos diferentes agentes de governança. O objetivo, em outras palavras, é fazer com que as organizações se tornem mais justas, responsáveis e transparentes, contribuindo para o aumento da higidez do mercado.

Na ótica brasileira, além do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, ressalta-se que a B3, entidade de autorregulação, possui diferentes segmentos para listagem de companhias abertas a depender do grau de governança corporativa que adotam. Cada segmento de listagem possui regulamentação própria, que estabelece, por exemplo, os requisitos mínimos quanto aos direitos que deverão ser conferidos aos acionistas e às normas que deverão ser observadas na composição de seus órgãos sociais.

Atualmente, os segmentos especiais de listagem da B3 são (i) o Novo Mercado, que conduz as companhias ao mais elevado padrão de governança corporativa, (ii) o Nível 2, similar ao Novo Mercado, mas com algumas exceções, como, por exemplo, a possibilidade de emissão de ações preferenciais, (iii) o Nível 1, com padrões menos rígidos que o Nível 2 e previsão de algumas práticas que favorecem o acesso às informações pelos investidores e um nível mínimo de dispersão acionária, além (iv) do Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, que são segmentos destinados a sociedades que desejam acessar o mercado de forma gradual, sem oferta inicial de ações no início da listagem. Além desses segmentos especiais, há, também, o nível básico, que está sujeito à regulamentação mínima da B3.

⁴⁵ Não se pode olvidar que o conceito de empresa ora adotado consiste na atividade econômica organizada, exercida profissionalmente e dirigida à produção ou circulação de bens ou serviços, conforme lições do aplaudido Ascarelli (ASCARELLI, Tullio. **Corso di diritto commerciale: introduzione e teoria dell'impresa**, p. 146).

O Anexo ao presente trabalho conta com tabela que esquematiza os principais aspectos do Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e do Segmento Básico⁴⁶.

Nota-se que estes mecanismos estabelecidos pela regulamentação, em adição aos estabelecidos pela legislação, facilitam o controle e a fiscalização dos agentes especialmente quando da ocorrência de determinados eventos societários.

A depender da dinâmica empresarial, notadamente as relações de controle, os tipos societários, o gerenciamento das atividades sociais e entre outros aspectos, cada ordenamento jurídico impõe distintas estratégias legais para redução dos problemas de agência e conflitos entre acionistas, além de estratégias de divulgação de informações e, também de *enforcement*. Isso significa dizer que cada ordenamento jurídico deverá contar com seus próprios mecanismos para solucionar problemas de agência.

Nos subcapítulos abaixo, serão analisadas, em primeiro lugar, as principais estratégias legais abstratamente consideradas. Em segundo lugar, serão tecidas algumas considerações a respeito da dinâmica brasileira e do principal conflito de agência que se apresenta neste mercado e, então, partir-se-á para uma análise a respeito das estratégias adotadas na incorporação de companhias controladas para endereçar conflitos de interesses de acionistas controladores e não controladores.

3.1 Principais estratégias em abstrato

De acordo com Armour et al., o endereçamento dos problemas de agência perpassaria, principalmente, (i) estratégias legais para reduzir custos de agência, (ii) mecanismos de divulgação de informações e (iii) *enforcement*, como meio de fiscalizar o cumprimento de normas.

a) Estratégias legais

De acordo com Armour et al., as estratégias legais podem ser classificadas em (i) estratégias regulatórias, que são aquelas que ditam os termos da relação, tendendo a limitar o

⁴⁶ A tabela foi elaborada a partir da tabela consolidada extraída do website da B3, disponível em <<http://www.b3.com.br/data/files/18/82/03/C7/964EE5109A67ACE5790D8AA8/Comparativo%20dos%20Segmentos%20de%20Listagem.pdf>>, acessado em agosto de 2021.

comportamento do agente e (ii) estratégias de governança, que buscam facilitar o controle do representado sobre o agente⁴⁷.

As estratégias regulatórias dependem de uma autoridade externa para determinar se o agente está cumprindo ou não com as regras, enquanto as estratégias de governança baseiam-se na proteção do processo decisório e pressupõe a adequada divulgação de informações pelos agentes.

Como premissas à análise das estratégias legais utilizadas pelo art. 264 da Lei das S.A., serão indicadas abaixo as principais estratégias, de acordo com Armour et. al, para endereçamento dos problemas de agência.

Regras e standards

Como principais ferramentas para direcionar as condutas dos agentes e representados, tem-se as regras e os *standards*. Enquanto as regras direcionam-se a comandos mais específicos e autoaplicáveis em determinadas situações, os *standards* estabelecem noções gerais que devem ser interpretadas à luz de cada situação concreta. Esses últimos servem, principalmente, para garantir que, para eventuais lacunas na prescrição de comportamentos pelas regras sejam respeitadas e utilizadas como instrumentos para resolver situações concretas.

No direito societário, como em qualquer outro ramo do direito, as relações jurídicas são demasiado complexas para serem reguladas apenas por regras e podem apresentar diversas nuances. Nesse caso, os princípios são ferramentas bastante importantes para garantir que todas as etapas em conjunto de determinadas transações, como a incorporação de ações, atendam aos valores protegidos por cada ordenamento jurídico.

Nesse sentido, nota-se que a estratégia regulatória de estabelecimento de regras e princípios apresenta-se como ferramenta bastante comum nos ordenamentos jurídicos.

Determinação de termos de saída e termos de entrada

⁴⁷ ARMOUR ET AL. Op. Cit., p. 31.

Outra estratégia regulatória é a criação de regras que definem como os agentes e representados se associarão e deixarão de se associar. A ideia é definir os pontos de início e os pontos de encerramento das relações jurídicas. Enquanto a eleição em assembleia geral para os administradores pode ser considerada uma regra de entrada, uma das regras de saída para os acionistas é a possibilidade do exercício do direito de recesso.

De acordo com Armour et al., as estratégias de entrada são bastante importantes para mitigar as chances de eventuais agentes oportunistas no mercado de capitais⁴⁸. Por sua vez, a determinação dos termos de saída também é especialmente relevante no âmbito de incorporações de companhias controladas, uma vez que a diminuta participação dos acionistas minoritários na transação que altera substancialmente as bases da relação jurídica deve ser ponderada com um *way out*.

Trusteeship e recompensas

Outro conjunto de estratégias indicado por Armour et al. relacionadas a uma noção hierárquica está pautada no alinhamento de incentivos, denominada *trusteeship*, de acordo com a qual devem ser garantidos ao agente subsídios para que este não obtenha ganhos prejudicando o representado. A noção envolvida está pautada na dinâmica de estabelecimento de uma cultura de confiança entre o agente e o representado e na atuação do agente de acordo com padrões éticos, considerando, especialmente, que suas ações não afetam somente a sociedade, mas também a sua imagem e reputação.

Nota salientar que esses agentes, normalmente, assumem papéis pautados em relações de confiança com a companhia, como, por exemplo, os conselheiros de administração independentes. Quanto a estes, que não possuem, em princípio, relação com o acionista controlador, pode se dizer que representam um reforço no poder de fiscalização detido pelos acionistas minoritários. De acordo com a nova redação do art. 138, §2º da Lei das S.A., alterada pela Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021, o conselho de administração das companhias

⁴⁸ ARMOUR ET AL. Op. Cit., p. 34: “[t]he entry strategy is particularly important in screening out opportunistic agents in the public capital markets. Outside investors know little about public companies unless they are told. Thus, it is widely accepted that public investors require some form of systematic disclosure to obtain an adequate supply of information. Legal rules mandating such disclosure provide an example of an entry strategy because stocks cannot be sold unless the requisite information is supplied, generally by the Corporation itself.”

abertas deverá ser composto, obrigatoriamente, por conselheiros independentes, nos termos a serem definidos pela CVM.

Antes da edição desse diploma e até a sua entrada em vigor com relação à alteração do art. 138, §2º, a participação de conselheiros de administração nos conselhos de companhias abertas não era obrigatória para todas as companhias abertas – essa obrigação somente encontrava previsão nos regulamentos dos segmentos do Nível 2 e do Novo Mercado.

Outra estratégia levantada por Armour et al. para reduzir os custos de agência é a dinâmica de recompensa. Nesse contexto inserem-se os mecanismos de remuneração variável entre os quais assume relevância a remuneração baseada em ações. É bastante comum, no contexto brasileiro, que administradores de companhias abertas sejam beneficiários de planos de incentivos com base em ações que prevejam a entrega de ações e/ou opções, e, até mesmo, estruturas de *matching*⁴⁹ ou *phantom shares*⁵⁰.

De acordo com pesquisa do IBGC realizada em 2018⁵¹, de um espaço amostral de 256 companhias listadas em segmentos diversos de governança corporativa da B3, aproximadamente 21% das companhias atribuíam remuneração variável ou com base em ações aos seus conselhos de administração e, analisando a diretoria estatutária, esse mesmo percentual saltava para aproximadamente 75%. Tais dados reforçam que as estruturas de compensação dos executivos são fortemente influenciadas pelo desempenho da própria companhia e pelo valor das suas ações no mercado.

Eleição e destituição

Os mecanismos de governança envolvidos nos procedimentos de eleição e destituição de administradores adquirem bastante relevância no cenário de sopesamento de interesses de acionistas controladores e acionistas minoritários.

⁴⁹ A ideia da estratégia de *matching* está relacionada com a necessidade de o beneficiário das ações ou opções a serem outorgadas pela companhia precisar fornecer alguma contrapartida para receber as ações ou opções. Como exemplo clássico tem-se a obrigatoriedade de o beneficiário adquirir ações de emissão da companhia como condição para o recebimento de outras ações pela companhia.

⁵⁰ A estratégia de *phantom* está relacionada ao pagamento de valores em dinheiro lastreados no valor da ação. Não há a transmissão de valores mobiliários de emissão da companhia para o beneficiário e, por essa razão, fala-se em *phantom shares* ou ações virtuais.

⁵¹ IBGC. Remuneração dos administradores, 6. ed. São Paulo, 2018, p. 56.

Isso porque, o conselho de administração, cujos membros são eleitos e, possivelmente, destituídos pela assembleia geral, nos termos do art. 122, inciso II da Lei das S.A.⁵², tem competência para traçar orientações gerais a respeito dos negócios sociais. Não por outro motivo, além da Lei das S.A., os estatutos sociais podem estabelecer matérias cuja alçada de aprovação seja a reunião do conselho de administração.

Tal fato demonstra que, ao indicar o maior número de membros para o conselho de administração com interesses possivelmente alinhados aos seus próprios, os acionistas têm maiores chances de preponderar na orientação das atividades sociais⁵³. Isso porque, o conselho de administração é um órgão deliberativo de natureza colegiada – de acordo com Maria Leitoguinhos, a exigência de um número mínimo de membros, eleitos pela assembleia geral “*visa permitir a ocorrência de processo de deliberação colegiada*”.⁵⁴

De acordo com as lições de Fábio Konder Comparato⁵⁵:

O conselho de Administração de sociedade anônima é um órgão colegial, assim como a assembleia geral. Quer isso dizer, como já foi assinalado, que esse órgão age por meio de deliberações, que são manifestações coletivas de vontade. Nenhum conselheiro é legalmente autorizado a agir individualmente, em nome e por conta do órgão. (grifou-se)

Ante a importância do órgão nas decisões de relevância para a sociedade anônima, a eleição de seus membros compreende procedimento complexo, composto por diversos atos desde a convocação da assembleia geral, recebimento da indicação de membros, definição de colégios participantes da deliberação, votação e posse dos membros eleitos. No processo de preenchimento das vagas de conselheiros, a Lei das S.A. estabelece alguns mecanismos para garantir que os acionistas minoritários, que possuem menor percentual de ações que o acionista

⁵² “Art. 122. *Compete privativamente à assembleia geral:*

I - reformar o estatuto social;

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142; [...]”

⁵³ A esse respeito, vale ressaltar que o administrador deve manter sua autonomia e possui deveres fiduciários a deve, em qualquer caso, agir em cumprimento aos seus deveres fiduciários e considerando o interesse da companhia e não do controlador que o elegeu.

⁵⁴ ABREU, Máira Leitoguinhos de Lima. **Invalidade das deliberações de Conselho de Administração**. São Paulo: Quartier Latin. 2015, p. 41.

⁵⁵ COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial: Estudos e Pareceres Fábio Konder**. São Paulo: Saraiva, 1995, p.189.

controlador, possam garantir um mínimo de representatividade no órgão. Exemplos disso são os procedimentos de votação em separado e o processo de voto múltiplo.

Na votação em separado, prevista no art. 141, parágrafo 4º da Lei das S.A.⁵⁶, os acionistas preferencialistas e os acionistas ordinarielistas minoritários, caso atendam aos percentuais de participação acionária aplicáveis, podem eleger, cada grupo, um conselheiro em colégio eleitoral do qual o acionista controlador e pessoas a ele vinculadas não participam.

Por outro lado, o procedimento de voto múltiplo é um mecanismo de votação que pode ser requerido por acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto e caracteriza-se pela atribuição, a cada ação, tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários⁵⁷.

⁵⁶ “Art. 141. [...] §4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. [...]”

⁵⁷ “Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários.

§ 1º A faculdade prevista neste artigo deverá ser exercida pelos acionistas até 48 (quarenta e oito) horas antes da assembleia-geral, cabendo à mesa que dirigir os trabalhos da assembleia informar previamente aos acionistas, à vista do "Livro de Presença", o número de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho.

§ 2º Os cargos que, em virtude de empate, não forem preenchidos, serão objeto de nova votação, pelo mesmo processo, observado o disposto no § 1º, in fine.

§ 3º Sempre que a eleição tiver sido realizada por esse processo, a destituição de qualquer membro do conselho de administração pela assembleia-geral importará destituição dos demais membros, procedendo-se a nova eleição; nos demais casos de vaga, não havendo suplente, a primeira assembleia-geral procederá à nova eleição de todo o conselho.

§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

§ 5º Verificando-se que nem os titulares de ações com direito a voto e nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quorum exigido nos incisos I e II do § 4º, será facultado agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração, observando-se, nessa hipótese, o quorum exigido pelo inciso II do § 4º.

§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembleia-geral.

No que se refere à estratégia de destituição de conselheiros de administração, cumpre salientar que a assembleia geral é livre para destituir, a qualquer momento, os administradores, conforme previsto no art. 140, caput, da Lei das S.A.⁵⁸. No que se refere à diretoria, a Lei das S.A. delega ao conselho de administração a competência para eleição e destituição, nos termos do art. 143, caput, da Lei das S.A.⁵⁹

Iniciação e ratificação

Ainda, algumas estratégias legais para equalização dos conflitos de agência são relativas aos direitos de decisão a respeito de determinada matéria. Nesse sentido, aos acionistas são garantidos poderes de iniciar ou de ratificar determinadas decisões no âmbito da sociedade.

Como exemplo da iniciação, tem-se que os acionistas podem requerer ao conselho de administração a convocação de assembleias gerais para deliberar sobre matérias que entenderem pertinentes, observadas a legislação e regulamentação vigentes. Ainda, caso os administradores retardem ou não realizem essa convocação, o art. 123, parágrafo único da Lei das S.A.⁶⁰ autoriza os próprios acionistas a realizarem essa convocação.

§ 7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurada a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoñha o órgão.

§ 8º A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o § 4º.

§ 9º (VETADO).”

⁵⁸“Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: [...]”

⁵⁹“Art. 143. A Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembleia-geral, devendo o estatuto estabelecer: [...]”

⁶⁰“Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembleia-geral.

Parágrafo único. A assembleia-geral pode também ser convocada:

a) pelo conselho fiscal, nos casos previstos no número V, do artigo 163;

b) por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de 60 (sessenta) dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto;

c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas

d) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital votante, ou cinco por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação de assembleia para instalação do conselho fiscal.”

Apenas a título de observação, Nelson Eizirik⁶¹, admite, também, a possibilidade de autoconvocação da assembleia geral:

Embora não prevista expressamente na Lei das S.A., há, ainda, a possibilidade de autoconvocação da assembleia geral; ou seja, a própria assembleia pode deliberar pela convocação de uma outra assembleia para tratar de matérias que não constavam da ordem do dia ou para decidir questões sobre as quais não se obteve uma solução definitiva no primeiro conclave.

Quanto a estratégia de ratificação, pressupõe-se que já tenha havido alguma deliberação a respeito do tema – seja da assembleia geral, seja do conselho de administração. Tem-se como exemplo a necessidade de submissão de eventual deliberação que altere os direitos atribuídos por ações preferenciais à ratificação – ou aprovação - dos próprios acionistas preferencialistas prejudicados, nos termos do art. 136, inciso II e §1º da Lei das S.A.⁶²

Estratégias ex post e ex ante

A respeito do momento em que a estratégia legal é implementada, Armour et al. sugerem a classificação em estratégias *ex ante* e *ex post*. As estratégias *ex ante* são aquelas implementadas para evitar que determinado comportamento aconteça, enquanto as estratégias *ex post* são aquelas que visam identificar e punir um comportamento após a sua ocorrência⁶³. Vale ressaltar que a classificação de *ex ante* e *ex post* pode ser sobreposta às demais classificações de estratégias legais.

b) Divulgação de informações

61 EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada, vol II, artigos 121 ao 188**. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2011, p. 47.

62 “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;

II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;

[...]

§ 1º Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembléia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei.”

63 HADDAD, Luís Gustavo. **Uma Resenha Brasileira de The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach**. In: Revista de Direito da FGV, v.1, n.1, pp. 161 – 172, maio de 2005, p. 168.

A informação é um dos bens de maior valor no âmbito do mercado de capitais.

A divulgação de informações aos *stakeholders*, certamente, ocupa papel central como mecanismo de controle de atos de administradores no âmbito de companhias abertas e atua como ferramenta para garantir a devida responsabilização (*accountability*). Isso porque, conforme pressuposto da relação de agência, há, naturalmente, um cenário de assimetria informacional entre administradores e acionistas e entre acionistas entre si. Conforme doutrina de Sérgio Iudícibus, “*como as funções de utilidade dos dois atores são diferentes existirá uma assimetria informacional entre o agente e principal*”⁶⁴.

Não há como se negar que os administradores estão mais próximos do dia a dia da companhia e, em razão de seu cargo, precisam ter acesso a diversas informações sensíveis da companhia que não estão disponíveis ao público.

Dessa forma, a governança corporativa tem como finalidade mitigar, até o limite do possível, essa diferenciação, a fim de priorizar a transparência e permitir que os acionistas decidam sobre matérias de interesse da companhia de posse de informações adequadas, completas, precisas e suficientes. De acordo com o art. 14 da Instrução CVM nº 480, “*o emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro*”. Isso significa que as informações devem não somente ser divulgadas ao mercado, mas, também, o seu conteúdo deve ser completo e adequado.

Nessa linha, o princípio do *full and fair disclosure* apresenta face intrinsecamente ligada à responsabilidade da companhia na divulgação de informações. Deve-se ter em vista, principalmente, o grau de solidez da informação e a sua revelação oportuna, a fim de que o mercado não seja inundado de frações incompletas de informação ou sobre as quais paira incerteza, especialmente quando consideramos uma companhia com alto grau de dispersão acionária⁶⁵.

⁶⁴ IUDÍCIBUS, Sergio de. **Teoria da contabilidade**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 93. A análise da teoria da agência e da divulgação de informações tem importante papel na contabilidade societária, uma vez que as demonstrações financeiras da companhia, informações relevantes que refletem todas as atividades da sociedade, são produzidas pela administração a partir de informações que não são disponibilizadas em sua integralidade para os acionistas. Por essa razão, inclusive, uma das ferramentas para buscar mitigar os efeitos dessa assimetria de informações é a auditoria das demonstrações financeiras por auditores independentes.

⁶⁵ Sobre o tema: EIZIRIK 2, p. 168; LUCENA, p. 542; CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Volume 3**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 412; PITTA, André Grünspun. **O regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp.147-148.

A respeito da divulgação de informações *versus* o seu sigilo, Luiz Antonio de Sampaio Campos⁶⁶ indica que:

[...] na hierarquia das proteções que compõem o sistema do direito das companhias, está em primeiro plano a proteção da própria companhia, e a proteção dos acionistas, de uma forma geral, só tem lugar à medida que não possa pôr em risco o interesse da companhia.

A própria dinâmica do mercado exige que determinadas informações não sejam divulgadas ao público, a fim de proteger o interesse social. A esse respeito, a Instrução CVM nº 358 autoriza, no seu artigo 6º, *caput*, que atos ou fatos relevantes deixem de ser divulgados ao mercado pela companhia caso os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia⁶⁷.

A nosso ver, a assimetria informacional não permeia somente a relação de agência havida entre os administradores e os acionistas, mas também ocupa relevante papel na relação entre acionistas controladores e acionistas minoritários, objeto do presente estudo. Isso porque, ao lado dos deveres do acionista controlador de direção das atividades sociais, há responsabilidades a serem cumpridas, nos termos dos artigos 116 e 117 da Lei das S.A.

De acordo com Nelson Eizirik⁶⁸, “[o] *poder de controle na sociedade anônima é atribuído ao seu titular para a consecução de determinadas finalidades, constituindo assim um direito-função*”. José Waldecy Lucena também reconhece os deveres fiduciários do acionista controlador, em face da companhia e, também, dos demais acionistas⁶⁹:

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

⁶⁶ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio, “*Conselho de Administração e Diretoria*”. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 855-856.

⁶⁷ “Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. [...]”

⁶⁸ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume 1 - Arts. 1º a 120**. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2011, p. 677.

⁶⁹ LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas - Comentários à Lei (arts. 1º a 120). vol. 1**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 1.085

De logo, impõe a norma que o controlador use o poder de que se acha investido com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, deveres esses que estão, de um certo modo, interligados. Lê-se, de fato, na Exposição Justificativa, que "o princípio básico adotado pelo projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. (grifou-se)

Ainda, a jurisprudência do Colegiado da CVM⁷⁰ reconhece haver no art. 116 da Lei das S.A. um regime próprio de deveres fiduciários oponíveis aos acionistas controladores de sociedades anônimas.

Dessa forma, para exercício dessas funções, é natural que o acionista controlador possua, em alguns momentos e a respeito de determinados temas, mais informações que os demais acionistas. No entanto, visando limitar e coibir potenciais abusos na utilização de informações, a Lei nº 6.385/76, em seu art. 27-D, criminaliza o uso indevido de informação privilegiada.

Nesse sentido, consoante os pontos expostos, nota-se que a assimetria informacional pode ser considerada uma característica da relação de agência e que o gerenciamento de informações detidas pelos diferentes participantes da dinâmica empresarial, por sua vez, gera custos de agência.

c) Cumprimento e efetivação (*enforcement*)

Como etapa posterior a indicação das regras de conduta que deverão ser seguidas, tem-se a fiscalização do cumprimento e aplicação de penalidades em caso de descumprimentos, o que garante a efetivação da própria norma.

Para isso, é necessário que haja instituições com confiabilidade e investidura para garantirem a efetividade do cumprimento das normas jurídicas – que são seu substrato de atuação - pelos seus destinatários.

⁷⁰ O dever fiduciário do acionista controlador também foi reconhecido pelo Colegiado da CVM em diversas outras ocasiões, como no julgamento (i) do Processo CVM nº RJ2004/5494, em 16.12.2004; (ii) do Processo CVM nº RJ2005/1443, julgado em 10.05.2006; (iii) do Processo CVM nº RJ2008/1815, julgado em 28.04.2009; (iv) do Processo CVM nº RJ2012/13047, julgado em 04.11.2014; (v) do Processo CVM nº RJ2012/1131, julgado em 26.05.2015 e (vi) do Processo CVM nº 14/2009, julgado em 11.08.2015.

No mercado de capitais, a CVM é a autarquia responsável pelo *enforcement*, com competências descritas na Lei nº 6.385/76. Ainda, a fim de garantir a eficácia do acompanhamento dos participantes do mercado, é necessário que a entidade fiscalizadora conte com aparato sofisticado e apto a desempenhar seus papéis.

De acordo com Armour et al. essa relação de fiscalização do cumprimento de normas pode se apresentar em formatos diferentes, entre eles (i) a efetivação pública – por meio de ações jurídicas movidas por órgãos estatais – (ii) a efetivação privada, que pode ocorrer por meio de ações coletivas ou ações sociais e/ou (iii) o controle por meio de *gatekeepers*, que são agentes, como advogados e auditores, que têm certa ingerência sobre determinada situação, como uma operação societária, e utilizam essa influência para prevenir irregularidades⁷¹.

Por fim, como mecanismo de desincentivar condutas consideradas desalinhadas às normas, tem-se a aplicabilidade de sanções por quem detém o poder de fiscalizar. As sanções mais comumente aplicadas pela CVM tem sido as sanções pecuniárias⁷².

A respeito desse ponto, insta salientar que, na ótica brasileira, é comum que companhias contem com contratos de seguro de responsabilidade civil (comumente denominados “seguros D&O”, do inglês *directors and officers liability insurance*), nos quais o risco de arcar com o pagamento é assumido pela seguradora e a companhia apenas se obriga ao pagamento do prêmio, fixado na apólice do seguro, em contrapartida à indenização a ser eventualmente recebida pelo beneficiário. Ao lado dos seguros D&O, há os contratos de indenidade, celebrados entre companhias abertas e seus administradores, por meio dos quais as primeiras se comprometem a garantir o pagamento, reembolso ou adiantamento de recursos para fazer frente a determinadas despesas, dentre elas as relacionadas à processos administrativos que envolvam atos praticados por seus administradores no exercício de suas atribuições ou poderes.

⁷¹ ARMOUR ET AL., Op. Cit, p. 101.

⁷² De acordo com o Relatório de Atividade Sancionadora da CVM do 1º Trimestre de 2021, ao longo do ano de 2020, de 175 acusados sancionados, 140 deles recebeu a penalidade de multa pecuniária. Disponível em: < <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2021-1o-trimestre-versao-resumida/view>>, acessado em agosto de 2021.

Nota-se, portanto, que pode haver a transferência dos ônus das sanções pecuniárias, mas eventuais impactos de ordem reputacional ou, ainda, de restrições de direitos, como o de ocupar cargos em companhias abertas, permanecem sendo enfrentados pelos sancionados.

3.2 Conflitos de agência e estratégias legais e regulatórias na incorporação de ações de companhia controlada: o caso da concentração da estrutura de propriedade brasileira

Como reflexo da realidade no bojo da qual a teoria da agência foi desenvolvida, as soluções propostas para os problemas de agência foram estruturadas, principalmente, sob a dinâmica da relação de agência entre os acionistas e os administradores da companhia.

No entanto, o mercado e as *publicly traded companies* norte-americano apresentam estruturas internas diferentes da estrutura comumente observada no Brasil. Enquanto nos Estados Unidos preponderam as companhias sem controlador definido e com alto índice de dispersão acionária, o denominado *free float*, no Brasil, a maioria das companhias abertas registradas na CVM possuem controlador definido. De acordo com Luiz Borges e Carlos Serrão, a mudança de ótica a respeito do paradigma da teoria da agência trouxe a percepção no sentido de que a governança corporativa poderia ser definida de várias formas, a depender do problema de agência enfrentado⁷³.

Isso significa que a concentração de propriedade – e, também, de poderes, vide a definição de acionista controlador como aquele capaz de orientar as atividades sociais – exige planos de ação bastante distintos daqueles que se observa para endereçar problemas de agência entre acionistas e administradores.

Não por outro motivo que a governança corporativa, a respeito da qual se discorreu nos capítulos acima, deve ser estruturada à luz da dinâmica específica de cada ordenamento jurídico e deve ser objeto de constante aprimoramento⁷⁴. Não há uma formulação única ou universalizável, nem mesmo eterna, do que seria a governança corporativa ideal.

⁷³ BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. **Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil**. Revista do BNDES, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005, p. 114.

⁷⁴ De acordo com Nelson Eizirik: “[c]onforme vem sendo academicamente demonstrado, não existe um modelo único para avaliar a qualidade da governança corporativa das companhias. Com efeito, tal análise depende fundamentalmente da estrutura de controle dominante em determinado país. Dessa forma, alguns instrumentos

Por esse motivo, é necessário que a aplicação responsável de estruturas estrangeiras considere a importação de dinâmicas que guardem relação com o ambiente para o qual se está transportando. Em outras palavras, os problemas de agência brasileiros exigem soluções brasileiras.

Inclusive, vale ressaltar que Nelson Eizirik⁷⁵ discorre sobre a inaplicabilidade da noção de propriedade e controle no recorte administradores e acionistas construída pela doutrina norte-americana à realidade brasileira:

[...] o conceito de Cia. Aberta pouco ou nada tem a ver com a efetiva ‘abertura’ (no sentido de democratização) do seu capital votante. Este permanece nas mãos do acionista controlador, no qual concentra-se o poder diretivo da companhia. A chamada **‘revolução dos gerentes’ – tese visando demonstrar superioridade de um sistema que promoveria, privadamente, a progressiva ‘socialização’ dos meios de produção pela via da dispersão acionária – entre nós não vingou.** (grifou-se)

Isso demonstra que, na dinâmica brasileira, os conflitos entre acionistas controladores e acionistas minoritários ganham mais força que os conflitos entre administradores e acionistas em geral.

Levantando os principais problemas da dinâmica de poderes entre acionista controlador e acionistas minoritários, Alexandre Silveira, Ana Paula Lanzana, Lucas Barros e Rubens Famá⁷⁶ indicam que “[o] *principal efeito negativo esperado é o chamado efeito-entrenchamento, que ocorre quando, a partir de uma certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle à custa dos demais investidores*”.

Dessa forma, os acionistas controladores poderiam, em tese, utilizar-se dos benefícios do poder de controle para perceber objetivos que os beneficiem além do que seria justo em contrapartida à sua propriedade. Por outro lado, não se pode negar que o acionista controlador,

legais que podem ser benéficos para companhias sem controlador são praticamente irrelevantes ou mesmo contraproducentes em companhias com controlador.” (EIZIRIK, p. 501)

⁷⁵ EIZIRIK, Nelson. **O Mito do “Controle Gerencial”: Alguns Dados Empíricos.** Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano XXVI, nº 66, pp. 103-106, Abr/Jun. 1987.

⁷⁶ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LANZANA, Ana Paula, BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. **Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras.** In: Revista de Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, v.39, n.4, p.362-372, out./nov./dez. 2004, pp. 363.

em regra, é quem possui maior exposição a riscos do negócio, uma vez que detém a maior parcela daquele empreendimento.

No contexto da incorporação de ações de companhia controlada, no âmbito da companhia cujas ações serão incorporadas há, de forma mais intensa, interesses potencialmente divergentes, uma vez que a operação que será submetida à deliberação dos seus acionistas não deixa de ser uma transação entre partes relacionadas⁷⁷.

Nesse sentido, a Lei das S.A. estabelece algumas proteções adicionais para a realização dessas operações, tendo em vista que as mesmas podem propiciar o favorecimento de pessoas ou entidades relacionadas em detrimento do interesse da companhia contratante e de seus acionistas minoritários. A esse respeito, o tema transações com partes relacionadas é objeto de prioridade de supervisão pela CVM no escopo do Plano de Supervisão Baseada em Risco do biênio 2021-2022⁷⁸.

Passemos, então, a analisar as estratégias adotadas pela Lei das S.A.⁷⁹ para endereçamento dos problemas de agência que surjam do procedimento de incorporação de companhias controladas:

a) Divulgação de informações

A principal estratégia envolvida no art. 264 da Lei das S.A., certamente, é a estratégia de divulgação de informações. Conforme mencionado nos capítulos anteriores, a divulgação de informações busca endereçar problemas de agência decorrentes da assimetria informacional entre a sociedade controladora e os acionistas não controladores.

⁷⁷ De acordo com o art. 8º da Instrução CVM nº 481, o conceito de “partes relacionadas” deve ser determinado de acordo com as regras contábeis que tratam deste assunto. Nesse sentido, o Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis nº 05 (R1), define transações com partes relacionadas como “*a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida*”.

⁷⁸ Plano de Supervisão Baseada em Risco CVM do biênio 2021-2022. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2021-2022/plano-bienal-cvm-sbr-2021-2022>>. Acessado em 21.08.2021

⁷⁹ Vale ressaltar que, como premissa da presente análise, tem-se a adoção da estratégia legal de criação de regras, uma vez que o próprio artigo 264 é uma regra aplicável às operações de incorporação de ações de companhias controladas que não atendam ao disposto no art. 264, §5º da Lei das S.A.

Nesse sentido, conforme a exigência prevista no *caput* do art. 264, é necessário que a justificção da operação contenha, também, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários.

Vale reforçar que tal divulgação possui caráter informacional para que os demais acionistas possam saber qual seria a relação de troca se fosse adotado aquele parâmetro. A relação de troca é livremente negociada entre os administradores⁸⁰, mas, como temos o controlador de um lado e, em tese, administradores indicados pelo acionista controlador de outro lado da negociação, a estratégia da Lei das S.A. visa garantir que os acionistas não controladores sejam devidamente informados a esse respeito.

A respeito do tema, Daniel Kalansky⁸¹ indica que:

A necessidade de avaliação com base no patrimônio líquido a preço de mercado **visa apenas a conferir ao minoritário elementos para que possa decidir sobre a conveniência de aceitar, ou não a relação de substituição estabelecida no protocolo da operação**, possibilitando a comparação com o critério escolhido pela administração das companhias envolvidas, a fim de avaliar se a relação proposta é equitativa. (grifou-se)

Em comentários ao art. 264 da Lei das S.A., especialmente no que se refere à utilização dos deveres de divulgação de informações, indica Nelson Eizirik que a “*divulgação de informações permite aos investidores e ao mercado como um todo detectar operações suspeitas, capazes de impactar negativamente as cotações das ações*”⁸². Nesse sentido, nota-se que o art. 264 da Lei das S.A. previu a estratégia de divulgação de informações para mitigar problemas de agência.

b) Estratégia de submissão da operação ao crivo da assembleia geral

⁸⁰ Nesse sentido, Daniel Kalansky: “conforme antes examinado, nossa legislação societária não estabelece nenhum critério específico para a avaliação dos patrimônios envolvidos na operação de incorporação. Adota o que chamamos do princípio da liberdade convencional dos parâmetros para a determinação das relações de troca.” (KALANSKY, Daniel. **Incorporação de Ações – estudo de casos e precedentes**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 84.)

⁸¹ *Ibidem*, p. 87.

⁸² EIZIRIK, p. 503.

De acordo com o caput do art. 252 da Lei das S.A., há a indicação expressa no sentido de que a operação de incorporação de ações deverá ser submetida às assembleias gerais de ambas as companhias envolvidas.

O art. 264 da Lei das S.A. também estabelece, expressamente, a necessidade de submissão da operação que envolva a incorporação, pela sociedade controladora, de sociedade controlada à assembleia geral.

Nesse caso, sob a ótica da sociedade cujas ações serão incorporadas, escopo do presente trabalho, a operação abarcará, também, a subscrição de ações da sociedade controladora por parte dos acionistas da sociedade cujas ações serão incorporadas.

Nesse sentido, ressaltamos que o conclave é o momento chave em que se tornam possivelmente mais evidentes os conflitos de agência entre acionistas minoritários e acionistas controladores. Por essa razão, tal estratégia será objeto de análise mais detida no Capítulo IV abaixo.

c) Estratégia de saída

Como exemplo da utilização da estratégia de saída, tem-se a atribuição do direito de recesso aos acionistas da companhia controlada dissidentes da deliberação de aprovação da operação nos termos do art. 264, §3º da Lei das S.A.:

[...] §3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no *caput*, observado o disposto no art. 137, inciso II.

Nesse caso os acionistas não controladores podem optar pela utilização dos valores apurados no laudo exigido pelo art. 264, *caput* (de caráter estritamente informacional), caso entendam ser mais vantajosos⁸³.

⁸³ Nesse caso, de acordo com Alfredo Lazzareschi, a escolha cabe ao próprio acionista dissidente. (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada**. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 642)

d) Estratégia de *trusteeship*

Vale salientar que a Lei nº 14.195 trouxe importante alteração nas disposições da Lei das S.A., que passou a prever, no art. 140, §2º, que “[n]a composição do conselho de administração das companhias abertas, é obrigatória a participação de conselheiros independentes, nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários”.

Até a conclusão do presente trabalho, a CVM não havia editado norma regulamentadora desta disposição. No entanto, nota-se que tal disposição poderá impactar diretamente no número de conselheiros de administração que poderão ter relação com o acionista controlador.

Nesse sentido, é possível considerar que a disposição a respeito da existência de mais conselheiros independentes nos conselhos de administração pode guardar relação com o endereçamento de problemas de agência entre acionistas minoritários e acionistas controladores, considerando que a negociação da operação e a aprovação de sua submissão à assembleia geral são, em regra, papéis do conselho de administração. Assemelha-se, portanto, à estratégia de *trusteeship*.

e) Cumprimento e efetivação (*enforcement*)

Sem prejuízo da imposição das obrigações de conduta *ex ante* pela Lei das S.A., a norma prevê, também, a possibilidade de responsabilização *ex post*. Como mecanismo de análise posterior que não está previsto no art. 264 da Lei das S.A., tem-se a possibilidade de responsabilização da sociedade controladora com base no art. 246 da Lei das S.A. Vejamos:

Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.

§ 1º A ação para haver reparação cabe:

a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;
b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente.

§ 2º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.

Descrevendo a possibilidade de intentar ação por danos causados por sociedade controladora para pleitear a reparação, Modesto Carvalhosa leciona que⁸⁴:

Na hipótese de prejuízo causado por companhia controladora às suas controladas (art. 246), têm legitimidade para propor a ação de responsabilidade de acionistas da controlada que tenham, ao menos, 5% do capital social ou qualquer acionista, independentemente do número de ações que possua, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado. **Trata-se de ação social que visa a resguardar o patrimônio da companhia controlada, em decorrência de atos ilegais da sociedade controladora.** (grifou-se)

A sociedade controladora, enquanto detentora do poder de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, pode praticar condutas incompatíveis com o interesse social, que podem ser caracterizadas como abuso do poder de controle.

Constituem abuso de poder de controle decisões que não tenham por finalidade o interesse social, mas visem a beneficiar exclusivamente o acionista controlador em detrimento da companhia, dos acionistas minoritários e dos demais interesses que ele tem o dever de preservar⁸⁵, na forma do art. 116, parágrafo único da Lei das S.A.⁸⁶.

Vale salientar que o art. 117, §1º, “b” da Lei das S.A. exemplifica, entre as modalidades de exercício abusivo do poder de controle:

“[...] b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;”

Nota-se, portanto, que a Lei das S.A., adotando a estratégia de *enforcement*, previu mecanismos para garantir a efetivação das normas previstas para a incorporação de companhias

84 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, vol III**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 475.

⁸⁵ EIZIRIK, Op. Cit., p. 367.

⁸⁶ “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

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

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

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

controladas por meio da possibilidade de perquirir a responsabilização do administrador em caso de abusos que culminem prejuízos à companhia controlada e, conseqüentemente, aos demais acionistas.

Analisadas as estruturas previstas na Lei das S.A. para endereçamento dos problemas de agência no âmbito da incorporação de ações de companhia controlada, passemos, então, à análise das estratégias adotadas pela regulamentação da CVM a respeito do assunto.

Conforme sintetizado no voto do então Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa nos Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213⁸⁷, as estratégias regulatórias utilizadas nas normas de direito societário, no que se referem ao seu conteúdo, seriam: (i) estratégia de proibição, (ii) estratégia de saída, e (iii) estratégia de legitimação, descritas conforme abaixo:

(i) **Estratégia de Proibição.** **Consiste na proibição de operações concretas ou na estipulação de termos e condições obrigatórios ou proibidos para certos negócios e operações.** A Lei 6.404/76 utiliza pouco essa estratégia, especialmente em seu texto original. Após as reformas sofridas, ela foi utilizada, por exemplo, na proibição de emissão de partes beneficiárias pelas companhias abertas. A CVM utilizou essa estratégia quando editou a Instrução 319/99 e decidiu o Caso Manah e o Caso TCP TCO. A estratégia de proibição tem, como maior problema, o fato de que pode impedir a implementação de negócios e operações benéficas, ou, ainda, fazer com que o acionista controlador procure obter a vantagem proibida por meio de outras operações em que os efeitos sejam mascarados ou que, simplesmente, impeçam a atuação da CVM.

(ii) **Estratégia de Saída.** **Consiste no oferecimento de um direito de saída ao acionista não controlador face a uma decisão unilateral do acionista controlador.** Essa é a estratégia que foi utilizada de modo preferencial na Lei 6.404/76, no seu texto original, e mesmo após as reformas legislativas. Por exemplo, direito de venda conjunta em caso de alienação onerosa de controle (art. 254 e 255 originais e atual 254-A), necessidade de oferta pública em caso de cancelamento de registro de companhia aberta (art. 4º, §4º) e aumento de participação de acionista controlador (art. 4º, §5º), e, também, nas hipóteses de direito de retirada (art. 137). A CVM utilizou essa estratégia no Caso Petrobras BR. O defeito da estratégia de saída é que impõe ao acionista que sofre os efeitos da decisão o ônus da saída em troca de um valor que, nem sempre, é adequado. Ela é, no entanto, a melhor estratégia para algumas situações em que não se pode falar em prejuízo (mesmo utilizando essa palavra em sentido amplo) aos acionistas ou benefício do acionista controlador, mas, apenas, em mudança de situação (como no caso da alienação de controle e aumento de participação).

(iii) **Estratégia de Legitimação.** **Consiste em conferir, aos afetados (ou a conselheiros independentes do acionista controlador ou da diretoria), o direito de aprovarem ou rejeitarem a operação que pode ser benéfica ao acionista controlador (ou ao grupo de acionistas com direito de voto ou aos diretores).** Na Lei 6.404/76, essa estratégia é normalmente combinada com a estratégia de saída. Por exemplo, a alteração prejudicial dos direitos das ações preferenciais está sujeita à aprovação dessa própria espécie de acionistas e é seguida de direito de retirada pelos

⁸⁷ Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, apreciados em 17.10.2006.

acionistas que não tenham aprovado as alterações (art. 137, §2º). A própria disciplina do direito de retirada vai nesse sentido, pois as matérias que ensejam a retirada estão sujeitas à aprovação de uma maioria qualificada (art. 136). Com a Lei 10.303/01, essa estratégia ganhou mais corpo, sempre combinada com a estratégia de saída. Um bom exemplo dessa combinação de estratégias é o processo de revisão de preço pelos acionistas destinatários da oferta de cancelamento de registro e de aumento de participação (art. 4º-A). A grande vantagem dessa estratégia é que permite que os próprios acionistas que incorrem os custos da decisão (ou administradores incumbidos de zelar por seus interesses) decidam sobre a sua pertinência. (grifou-se)

Nota-se que, no âmbito da operação de incorporação de ações, a CVM estabeleceu, por meio da Instrução CVM nº 565 e do Parecer de Orientação nº 35, alguns instrumentos adicionais aos previstos na Lei das S.A., para endereçar os problemas de agência entre acionistas controladores e os acionistas minoritários.

Vislumbramos, a esse respeito, que assumem papéis centrais (i) a estratégia da divulgação de informações e (ii) a estratégia de *enforcement*. Ao lado dessas duas estratégias, tem-se, no âmbito do Parecer de Orientação CVM nº 35, duas estratégias alternativas, quais sejam, (iii.1) estratégia que se baseia em fundamento similar ao *trusteeship* ou (iii.2) a estratégia de legitimação, que possui um referencial teórico comum às estratégias de iniciativa ou ratificação indicadas por Armour et. al.

A estratégia da divulgação de informações no âmbito da operação de incorporação de companhia controlada é adotada pela CVM seja no âmbito da simples divulgação da transação ao mercado, da divulgação de material que permita aos acionistas exercerem seu direito de voto na assembleia geral da companhia cujas ações serão incorporadas de forma refletida e informada ou do esclarecimento de eventuais notícias ou rumores divulgados na mídia a respeito da transação.

Exemplo disso é a divulgação de fato relevante a respeito da transação, contendo as informações mínimas previstas no artigo 3º da Instrução CVM nº 565, que incluem o estágio em que se encontram as negociações, as circunstâncias em que a relação de substituição ou o critério divulgado ainda podem ser alterados, termos e condições relevantes, entre outros dados. Além disso, por ocasião da realização da assembleia geral que deliberar sobre a incorporação de ações, é necessária a divulgação de diversas informações concernentes à operação, incluindo o documento por meio do qual o comitê independente tenha submetido suas recomendações ao conselho de administração, caso a operação tenha sido negociada nos termos do Parecer de Orientação nº 35, de acordo com o art. 20-A da Instrução CVM nº 481.

Quanto ao Parecer de Orientação CVM nº 35, apesar de dispor sobre deveres e responsabilidades dos administradores, entendemos que, no presente caso, o fundamento para a criação de comitê independente está relacionado ao endereçamento do conflito de agências existente entre o acionista controlador e os acionistas minoritários.

Isso porque, os próprios conselheiros de administração, responsáveis por negociar a relação de troca no âmbito da incorporação de ações com a sociedade controladora, foram indicados por essa – em alguns casos, é possível que os administradores ocupem cargos tanto na sociedade controladora (incorporadora), quanto na sociedade controlada (cujas ações serão incorporadas).

Nesse sentido, as soluções propostas pelo Parecer de Orientação 35, quais sejam (i) a instituição de um comitê independente ou (ii) a submissão da aprovação da operação à maioria dos acionistas não controladores não visam endereçar principalmente conflitos de agência na relação entre acionistas em geral, de um lado, e, de outro, administradores, mas sim entre acionistas controladores e acionistas não controladores. Isso se dá, justamente, para que se garanta a negociação da relação de troca – que pode prejudicar ou beneficiar os acionistas – de forma mais isenta possível ou, então, que os acionistas não controladores possam ter a palavra final a respeito da operação.

Analisando essa dinâmica à luz das estratégias regulatórias propostas por Armour et. al., é possível dizer que a estratégia legal envolvida na constituição de um comitê independente seria similar, mas não idêntica, à *trusteeship*. Como ponto de aproximação, tem-se a orientação dos administradores envolvidos no comitê de atuarem conforme princípios de independência, como orgulho e a reputação. No entanto, como ponto de diferença, tem-se que o comitê independente é responsável por negociar as bases da operação e submeter seu parecer ao crivo do conselho de administração da companhia, que segue sendo o órgão deliberativo responsável por tomar a decisão de aprovar ou não – em outras palavras, o comitê independente tem o poder comercial mas não detém o poder de, por si só, aprovar a submissão da operação à assembleia geral.

Por sua vez, a estratégia envolvida na submissão da operação à maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito,

corresponde, conforme classificação trazida pelo então Diretor da CVM Pedro Marcílio, à estratégia da legitimação.

CAPÍTULO IV - CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DO DIREITO DE VOTO NO ÂMBITO DA ASSEMBLEIA GERAL DA COMPANHIA CUJAS AÇÕES SERÃO INCORPORADAS

Como ferramenta de governança no âmbito do processo de incorporação de ações de companhia controlada, tem-se a submissão da matéria à assembleia geral de acionistas da companhia cujas ações serão incorporadas.

A assembleia geral, como etapa posterior à aprovação da operação pelo conselho de administração, é um momento em que os acionistas controladores e minoritários manifestam seu direito de voto e, também, em que se tornam ainda mais evidentes os conflitos de agência.

O princípio majoritário, no âmbito das assembleias gerais, é a regra de funcionamento para tomada de deliberações. Dessa forma, em regra, pela maioria dos votos válidos, determinada matéria torna-se aprovada e, portanto, pode ser implementada independentemente de haver acionistas divergentes. De acordo com Lamy Filho *“a Assembléia Geral é o órgão supremo da estrutura da companhia, e como é órgão colegiado, que delibera por maioria de votos dos seus membros, o poder supremo na companhia é exercido pelo conjunto dos titulares dos votos que formam a maioria na Assembléia Geral.”*⁸⁸.

Conforme será analisado abaixo, veremos se a proibição de voto é uma estratégia adotada pelo direito societário brasileiro para endereçar os problemas de agência entre acionistas controladores e acionistas não controladores no âmbito das assembleias gerais, nas quais, em regra, deve vigorar o princípio majoritário.

Vale salientar que as considerações abaixo consideram apenas a Lei das S.A. e a regulamentação expedida pela CVM, para companhias que não atribuam direito de voto aos acionistas preferencialistas. Não são considerados, portanto, eventuais direitos atribuídos aos acionistas por regulamentos ou manuais de entidade de autorregulação aplicáveis a determinado grupo de companhias.

⁸⁸ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. “Estrutura da Companhia”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**, vol I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 812.

4.1 Acionista controlador: deveres e responsabilidades

De acordo com o art. 116 da Lei das S.A., o acionista controlador é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Nesse sentido, como premissa do próprio poder de controle está o poder-dever de orientar as atividades sociais.

O artigo 243, §3º da Lei das S.A., que disciplina a noção de sociedade controladora, indica que “[c]onsidera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

Há quem entenda, como Fábio Konder Comparato⁸⁹, que o acionista controlador seria um órgão social:

Na economia da nova sociedade anônima, o controlador se afirma como seu mais recente órgão, ou, se preferir a explicação funcional do mecanismo societário, como o titular de um novo cargo social. Cargo, em sua vasta acepção jurídica, designa um centro de competência, envolvendo uma ou mais funções. O reconhecimento de um cargo, em qualquer tipo de organização, faz-se pela definição de funções próprias e necessárias. Ora, tais funções existem vinculadas à pessoa do controlador, pelo menos do acionista controlador. No vigente direito acionário brasileiro, elas podem resumir-se no poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais; ou, como se diz no art. 116, alínea "b", da Lei nº 6.404, no poder de "dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da companhia" (com o reconhecimento implícito de que o acionista controlador é um dos órgãos da companhia). (grifou-se)

Nada obstante, vale ressaltar, à título de observação, que o acionista controlador não pode praticar, individualmente, atos que estejam na esfera de competências da assembleia geral, da diretoria ou do conselho de administração. A direção das atividades sociais pelo controlador traz segurança jurídica e, certamente, um nível de estabilidade para os negócios da companhia.

No que se refere a deliberação assemblear que aprova ou rejeita a operação de incorporação de ações da companhia por seu controlador, a Lei das S.A. não estabeleceu, de

⁸⁹ COMPARATO, Op. Cit., p. 141.

forma direta, qualquer impedimento de voto do acionista controlador. De acordo com o Parecer de Orientação nº 35:

É pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações. Também é pacífico nesta autarquia o entendimento de que a relação de troca das ações pode ser livremente negociada pelos administradores, segundo os critérios que lhes pareçam mais adequados. (grifou-se)

De acordo com a doutrina de Nelson Eizirik, não se aplicariam os regimes de impedimento de votos regulares no microssistema da incorporação de ações da companhia controlada⁹⁰:

[...] sempre foi pacífico, no âmbito da doutrina e da própria Comissão de Valores Mobiliários, o entendimento de que as normas deste artigo haviam criado, para tais operações, um regime especial de proteção aos acionistas minoritários, o que autorizaria o acionista controlador a participar e votar nas assembleias gerais de todas as companhias envolvidas.

Como a Lei das S.A. **regulou expressamente neste artigo a fusão, a incorporação e a incorporação de ações envolvendo companhias submetidas a controle comum e não previu o impedimento de voto para o acionista controlador, não se aplicam a tais operações as regras gerais sobre conflitos de interesse e impedimento de direito de voto que disciplinam a participação do acionista nas demais deliberações da assembleia geral.** Ou seja, a Lei das S.A. admitiu tacitamente o direito de voto do controlador comum em todas as empresas participantes da operação; por outro lado, cercou-a de cuidados especiais, consistentes na avaliação dos patrimônios mediante critério adicional e valor de reembolso calculado de forma mais benéfica aos acionistas dissidentes. (grifou-se)

Ainda, apreciando caso precedente, o Colegiado da CVM⁹¹ ressaltou que “[a] *vontade da maioria, manifestada nas deliberações societárias, não pode ser superada pelo interesse individual do acionista minoritário, notadamente quando a deliberação atende à preservação do interesse da companhia.*”.

De acordo com Daniel Kalansky, caso houvesse a vedação do exercício do direito de voto, pelo acionista controlador isso levaria, “*em regra, à inadmissível distorção de transferir para a minoria a decisão acerca da oportunidade e conveniência da incorporação, que, como se sabe, é prerrogativa legítima da maioria acionária*”⁹².

⁹⁰ EIZIRIK, OP. Cit., p. 510.

⁹¹ Processo CVM RJ2001/11663, Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 15.01.2002.

⁹² KALANSKY, Op. Cit., p. 67.

Nota-se, portanto, que o acionista controlador, no exercício de seu poder-dever de orientar as atividades sociais, não foi proibido de exercer seu direito de voto na assembleia geral da companhia cujas ações serão incorporadas. Tal fato demonstra que a estratégia de legitimação não foi adotada pela sistemática da Lei das S.A. nesse caso.

Nada obstante, cabe a observação no sentido de o Parecer de Orientação nº 35 indicar, como alternativas de governança para operações envolvendo companhias controladas, a possibilidade de submissão da deliberação à aprovação da maioria dos acionistas minoritários. Nesse recorte específico, pode-se dizer que a dinâmica privilegia a adoção da estratégia de legitimação.

4.2 Acionistas não controladores: reduzido poder de orientar as atividades sociais e estratégia de saída

Considerando a possibilidade de o acionista controlador exercer seu direito de voto no âmbito da operação em comento, nota-se que os acionistas minoritários contam com reduzido poder de influenciar a decisão a respeito da transação.

A influência dos acionistas minoritários nesse tipo de operação, que altera de forma significativa a sua própria titularidade dos valores mobiliários, uma vez que os transfere para a companhia incorporadora que lhes atribui, como consequência, ações de sua própria emissão. Em outras palavras, os minoritários, acionistas da companhia alvo, passam a ser acionistas da companhia controladora.

Ante a alteração do *status quo*, a Lei das S.A. estabelece como estratégia legal para endereçar o problema de agência entre acionista controlador e acionistas minoritários o direito de saída para os acionistas dissidentes da assembleia geral da companhia alvo.

Vale ressaltar que o Parecer do então Diretor da CVM Marcos Pinto, que deu origem ao Parecer de Orientação nº 35, parte da premissa de que “*as incorporações de controladas podem causar prejuízos significativos para os minoritários. Como essas operações normalmente*

envolvem todo o patrimônio da empresa, qualquer desequilíbrio na relação de troca das ações pode trazer perdas consideráveis para os acionistas”⁹³.

Vale salientar que eventuais divergências entre acionistas controladores e acionistas minoritários são inerentes às posições que eles próprios ocupam na sociedade – um deles possui poderes políticos que normalmente prevalecem e responde por eventuais irregularidades ocorridas no âmbito da companhia que estejam sob sua alçada. Os acionistas minoritários, por sua vez, não possuem os mesmos deveres e responsabilidades que os atribuídos aos acionistas controladores⁹⁴.

Nesse sentido, o Colegiado da CVM, ao apreciar o Inquérito Administrativo CVM Nº Ta-RJ2002/1153⁹⁵, ressaltou que:

[...] Nesta operação **o poder de voto do controlador não é vedado, sendo que é facultado aos acionistas não controladores dissidentes o direito de reembolso de suas ações**, observado o disposto no art. 137, inciso II. Ao não vedar o voto do controlador a lei estabeleceu uma contrapartida – o direito de recesso. (grifou-se)

Nesse contexto, o direito de recesso apresenta-se como instrumento de composição de interesses, como uma alternativa para acionistas minoritários dissidentes⁹⁶, notadamente aqueles que (i) compareceram à assembleia geral ou enviaram boletins de voto a distância e (a) rejeitaram a matéria que enseja o direito de recesso ou (b) abstiveram-se na deliberação relativa

⁹³ Item 2, parágrafo 2º do Memorando elaborado pelo então Diretor da CVM Marcos Barbosa Pinto endereçado ao Colegiado da CVM, datado de 30.05.2008.

⁹⁴ A esse respeito, Rodrigo Castro e Leandro Aragão: “*A possibilidade de divergência entre controladores e minoritários é inerente à própria situação de uns e outros na sociedade e aos diferentes objetivos que disso decorrem: aos controladores cabe a condução dos negócios sociais, com os deveres e responsabilidades inerentes a essa condição; aos minoritários, excluídos do poder de mando, resta o reconhecimento de que o interesse deles é prioritariamente financeiro, de curto ou longo prazo*” (CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Direito Societário - Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 253-254)

⁹⁵ Inquérito Administrativo CVM Nº Ta-RJ2002/1153, Diretora Relatora Norma Jonssen Parente (voto vencedor de Luiz Antonio Sampaio Campos), julgado em 06.11.2002. Vale salientar que, no âmbito desse Processo, o Colegiado travou interessante discussão a respeito do fundamento para o direito de recesso não ser o voto em conflito de interesses: “72. *Adicionalmente, confirmam o equívoco da conclusão de que a Lei nº 6.404/76 optou por dar o direito de recesso nas hipóteses em que autorizou o voto em conflito de interesses as seguintes razões: (i) porque há diversas hipóteses de recesso previstas em lei, nas quais, nem de longe, se cogita de conflito de interesses, mesmo o formal; (ii) porque, mesmo havendo recesso, não está autorizado o voto que sacrifique o interesse social; (iii) porque, ao tempo da promulgação da Lei nº 6.404/76, as operações de fusão e incorporação, mesmo quando não envolvessem controlador e controlada, ensejavam o direito de recesso; (iv) porque hoje – ou melhor desde 1997, com a edição da Lei nº 9.457/97 – se atendidas as hipóteses do art. 137, II da Lei nº 6.404, não há direito de recesso nas operações de fusão e incorporação, mesmo nas hipóteses do art. 264 da Lei nº 6.404/76; e (v) porque a própria decisão de constituição de grupo de sociedades não enseja direito de recesso, se atendidas as hipóteses do art. 137, II da Lei nº 6.404.*”

⁹⁶ CASTRO, ARAGÃO, Op. Cit, p. 249.

a essa matéria e, também, (ii) aqueles que não comparecerem à assembleia geral e não enviarem boletins de voto a distância, de acordo com o art. 137, §2º da Lei das S.A.

No entanto, cumpre salientar que o exercício do direito de retirada encontra limitação no artigo 137, II da Lei das S.A., que limita-o nas companhias cujas ações possuam (a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários – que, atualmente, é o IBOVESPA, de acordo com o art. 9º da Instrução CVM nº 565 – e (b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação.

Por outro lado, no âmbito do cálculo do valor pago aos acionistas à título de recesso, o artigo 264, §3º da Lei das S.A. estabelece duas alternativas na hipótese em que a relação de troca das ações dos acionistas minoritários seja menos vantajosa que a calculada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM, no caso de companhias abertas.

Caso o laudo de avaliação previsto no art. 264, *caput*, de caráter meramente informativo, preveja relação de troca mais vantajosa àquela pactuada no âmbito da operação, os acionistas minoritários podem escolher se o valor do recesso será calculado com base no laudo previsto no *caput* do art. 264 ou se optarão pelo cálculo de acordo com o art. 45 da Lei das S.A. Nesse sentido, os acionistas dissidentes da deliberação de incorporação de ações da companhia cujas ações serão incorporadas poderão optar entre receber o valor de reembolso apurado com base no valor patrimonial ou o valor apurado conforme o referido critério de patrimônio líquido a preços de mercado.

De acordo com o art. 45, o cálculo do valor do reembolso (i) caso o estatuto social não regule a matéria, deverá ser feito de acordo com o valor do patrimônio líquido contábil da ação da companhia, constante do último balanço aprovado em assembleia geral, e (ii) poderá ser estipulado pelo estatuto social para fixação pelo valor econômico da ação, com base em laudo de avaliação realizado por três peritos ou por empresa especializada, cuja nomeação deve ser aprovada pela maioria absoluta do capital social.

A alternativa adicional visa garantir que os minoritários, ao exercerem seus direitos de retirar-se da sociedade em caso de alteração substancial do contrato plurissocial ao qual se vincularam – o estatuto social – não sejam prejudicados na avaliação de suas ações.

Como segunda estratégia legal envolvida na tutela dos acionistas minoritários tem-se o *disclosure* de informações a respeito da transação. Não somente a Lei das S.A., que obriga a divulgação do protocolo e justificação da operação à assembleia, bem como de todos os documentos essenciais para garantir o exercício de voto dos acionistas – minoritários ou controladores – mas também a regulamentação da CVM estabelece conteúdos mínimos que devem constar nos materiais divulgados ao mercado a respeito da operação.

Nesse sentido, o fornecimento de informações completas, precisas e verdadeiras a respeito dos aspectos centrais da transação tem como objetivo, também, diminuir a assimetria informacional entre o agente (acionista controlador) e o representado (acionista minoritário) na relação de agência.

Vale ressaltar, por fim, que o art. 246 da Lei das S.A. prevê, de todo modo, a ação por danos causados por sociedade controladora. O manejo da referida ação é cabível caso comprovado prejuízo causado à sociedade controlada e pode ser proposto (i) por acionistas da companhia controlada que possuam participação acionária mínima de 5% ou (ii) por qualquer acionista, desde que preste caução⁹⁷ pelas custas e honorários de advogado para caso a ação seja julgada improcedente⁹⁸.

⁹⁷ De acordo com Modesto Carvalhosa: “[e]ssa caução há de ser razoável, fixando-a, de preferência, o juiz na proporção do valor das ações possuídas pelo acionista autor e que será sempre menos de 5% do capital social. Deve o juiz agir moderadamente, pois, do contrário, estaria ensejando denegação de justiça, cujo acesso é garantido pela Carta Constitucional, em seu art. 5º, XXXV.” (CARVALHOSA 3, Op. Cit., p. 476)

⁹⁸ “Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.

§ 1º A ação para haver reparação cabe:

a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;

b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente.

§ 2º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.”

Tal medida legal para endereçamento de problema de agência assemelha-se às estratégias de cumprimento e efetivação, por meio da responsabilização *ex post*.

4.3 Acionistas preferencialistas: reduzida participação no processo de reorganização societária

Como mencionado nos capítulos anteriores, a dinâmica do mercado de capitais brasileiro é marcada por concentração do controle da companhia. Isso significa dizer que os direitos políticos inerentes às ações de emissão de determinada companhia, como o direito de voto, estão centralizados na titularidade do acionista controlador.

Nada obstante, como ferramenta alternativa para capitalização da companhia e, ao mesmo tempo, não diluição dos direitos políticos, tem-se a emissão de ações preferenciais. Vale salientar que as ações preferenciais não contam com usurpação completa do direito de voto, mas somente a sua limitação.

Como contrapartida a essa limitação do poder político, aos acionistas preferencialistas são conferidas vantagens de cunho financeiro, como a prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital⁹⁹.

É possível dizer que os acionistas preferencialistas teriam como intenção, fundamentalmente, o auferir lucros em razão do retorno financeiro do investimento, sem, necessariamente influenciar nas direções da companhia.

De forma excepcional, na forma do art. 136, §1º da Lei das S.A., os acionistas preferencialistas podem receber direito de votar em deliberações sobre (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; e/ou (ii) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida, caso sejam prejudicados.

⁹⁹ Vale ressaltar que, às ações preferenciais, também podem ser atribuídos alguns direitos de cunho político, como, por exemplo, o direito de eleger em separado um ou mais membros do conselho de administração, em linha com o artigo 18 da Lei das S.A.

Nesses casos, as referidas matérias deverão ser submetidas à aprovação prévia ou à ratificação da deliberação já tomada pelos acionistas ordinarielistas apenas caso a deliberação prejudique os acionistas preferencialistas. É nesse sentido a doutrina de Nelson Eizirik¹⁰⁰:

Assim, a realização da assembleia especial não será obrigatória em qualquer caso em que haja deliberação sobre alteração de preferências ou criação de classes de ações preferenciais com maiores vantagens. De acordo com o §1º, **a convocação da assembleia especial dos preferencialistas somente poderá ser exigida quando for constatada real diminuição dos direitos patrimoniais dos titulares de ações preferenciais, sendo a sua realização dispensável nas hipóteses em que a deliberação aprovada pela assembleia geral extraordinária não lhes acarretar prejuízos efetivos.** (grifou-se)

Analisando essa prerrogativa à luz das operações de incorporação de ações, quando do julgamento do Processo CVM RJ2014/10913, em 2014, o Colegiado da CVM – em linha com o entendimento da SEP - entendeu que a operação de incorporação de ações não precisaria ser aprovada pelos acionistas preferencialistas da companhia cujas ações seriam incorporadas¹⁰¹.

De acordo com o voto vencedor no referido Processo, proferido pela então Diretora Luciana Dias, o tratamento conferido aos acionistas preferencialistas no âmbito do art. 136, §1º e II da Lei das S.A. é diferente da dinâmica prevista no art. 252, que trata da incorporação de ações em geral. Nas palavras da diretora, a incorporação de ações extrapola as matérias previstas no art. 136 da Lei das S.A., uma vez que a *“alteração das condições a que o acionista da companhia cujas ações forem incorporadas está sujeito, portanto, é uma das consequências típicas da operação de incorporação de ações”*.

Ao lado desse entendimento, a diretora conclui, indicando que a interpretação, de forma ampla, das previsões contidas no art. 136 da Lei das S.A. acabaria por atribuir aos acionistas preferencialistas direitos essenciais (como o direito de recesso e o direito de aprovação em separado da incorporação de ações) em situações nas quais não foram previstos.

¹⁰⁰ EIZIRIK 2, Op. Cit., p. 188. No mesmo sentido, Modesto Carvalhosa leciona que “[t]emos que o pressuposto da realização da assembleia especial é a modificação dos direitos relativos a uma classe de ações preferenciais, nas hipóteses previstas em lei. Se com a alteração estatutária nenhum direito próprio da categoria for diminuído, será supérflua e inútil a realização do conclave.” (CARVALHOSA 2, Op. Cit., p. 1.043)

¹⁰¹ Processo Administrativo CVM RJ2014/10913, Diretora Relatora Luciana Dias, apreciado em 25.03.2014.

Na doutrina, José Luiz Bulhões Pedreira acrescenta¹⁰², a respeito de operação do tema, que “[n]ão há, portanto, ‘transformação’ dos direitos de participação extintos em direitos conferidos pelas ações que as substituem - estes são definidos exclusivamente pelo estatuto social da companhia que emite as ações em substituição das extintas”.

Nota-se, nesse sentido, à luz do caso precedente julgado pela CVM e da doutrina supramencionada, que é possível interpretar que não foi atribuído aos acionistas preferencialistas o poder de impedir a implementação da operação. Isso significa dizer que não se estaria diante da aplicação da estratégia de legitimação, para os acionistas preferencialistas.

À título de observação, vale salientar que, conforme se observa do Anexo ao presente trabalho, aos acionistas preferencialistas de companhias listadas no Nível 2 de governança corporativa da B3, devem ser garantidos os direitos de voto em operações de incorporação da companhia e, nos casos de aprovação de contratos entre a companhia e o acionista controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o acionista controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral. A previsão, contida no item 4.1, (vi) (a) e (b), foi objeto de discussões recentes que culminaram na edição, pela B3, do Ofício B3 137/2020-DIE, em 27 de abril de 2020.

A discussão foi iniciada com a proposta hostil da Eneva S.A., companhia aberta listada no Novo Mercado, para incorporação das ações ou de sociedade da AES Tietê S.A. A AES Tietê S.A. é companhia listada no Nível 2 e possui acionista controlador cujo percentual acionário detido não permitiria prevalecer, isoladamente, em deliberações nas quais participassem também os acionistas preferencialistas e os acionistas ordinarialistas.

No âmbito do ofício, a B3 pretendeu esclarecer se o direito de voto dos acionistas preferencialistas (i) deveria ocorrer no mesmo ambiente dos acionistas controladores, em assembleia única, ou (ii) deveria ser operacionalizado por meio de assembleia especial, podendo vetar a operação já aprovada pelos acionistas ordinarialistas.

¹⁰² PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “Incorporação, Cisão e Fusão”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*, vol II. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.765.

Na ocasião, a B3 ressaltou que “*a edição do dispositivo [garantia do direito de voto de acionistas preferencialistas] insere-se em um contexto mais amplo, voltado a garantir representatividade ao acionista minoritário em assuntos de grande relevância na vida da companhia*”. Em conclusão, a B3 indicou que, no caso de deliberações relativas às incorporações das companhias envolvidas, todos os acionistas da companhia – ordinarialistas e preferencialistas – votam de maneira equitativa em um mesmo colégio.

Nesse sentido, é possível ressaltar que, para os acionistas preferencialistas de companhias listadas no Nível 2, a estratégia conferida pela autorregulação para endereçar problemas de agência foi a da legitimação.

CONCLUSÃO

As tensões na relação entre acionistas controladores e acionistas minoritários são questões que assumem bastante relevo na realidade brasileira, na qual a maioria das companhias abertas possui a figura do controlador definida. Isso porque, cada um desses *stakeholders* atua com base em deveres e responsabilidades próprios e à luz de intenções por vezes distintas.

De acordo com a doutrina norte-americana, a relação entre acionistas controladores e minoritários pode ser interpretada como uma relação de agência na qual uma parte, nesse caso, o agente (acionista controlador), promete desempenho ao representado (acionista minoritário). No bojo da relação de agência, erigem os chamados problemas de agência, que podem se fazer presentes, por exemplo, em razão de diferenças nas motivações dos envolvidos, em seus interesses ou, ainda, no grau de assimetria informacional entre agentes e representados.

Com vistas a mitigar os problemas de agência, a lei e a regulamentação estabelecem determinadas estratégias a serem observadas pelos agentes e representados. Nesse contexto, a governança corporativa apresenta-se como ferramenta de garantir transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa capaz de reduzir os problemas de agência. A observância a essas regras de governança, por sua vez, gera os custos de agência – que correspondem àqueles dispêndios não somente financeiros, mas também logísticos, direcionados à redução dos conflitos de agência.

Dessa forma, como primeiro passo em direção ao estudo dos fundamentos teóricos por detrás das estratégias legais e regulatórias para endereçar os problemas de agência na realidade brasileira, o presente trabalho visou interpretar as soluções americanas à luz dos problemas de agência brasileiros. A partir da construção de pequenos balizadores à luz da doutrina norte-americana, será possível dar passos mais largos para construções doutrinárias adequadas para a realidade brasileira levando, sempre, em consideração, as estruturas de capital e propriedade no País.

Já é sabido que um único tamanho não serve para todos (conforme famoso ditado americano, “*one size does not fit all*”). Por essa razão, faz-se importante que estudos a respeito das regras de governança enquanto estratégias de enfrentamento dos conflitos de agência sejam

feitos de forma artesanal, de sorte a estruturar soluções jurídicas não somente eficazes, mas, também, adequadas às vicissitudes de cada dinâmica. Além disso, essas soluções não são estáticas ou imutáveis, devendo ser constantemente aprimoradas e adaptadas às mudanças históricas, econômicas e sociais.

A operação de incorporação de ações da companhia controlada, prevista no art. 264 da Lei das S.A., é transação com partes relacionadas na qual os acionistas controladores exercem influência não somente na etapa negocial mas também na etapa de aprovação da transação no bojo da assembleia geral da companhia controlada. Neste tipo de operação, os conflitos de agência entre o acionista controlador – que também é a contraparte à companhia na operação – tornam-se mais evidentes e, portanto, as estratégias legais e regulamentares devem ser mais precisas para endereçar esses conflitos.

A partir da análise das estratégias legais previstas na obra de Armour et al., em abstrato, realizou-se a interpretação dessas à luz das obrigações legais e regulatórias que perpassam a incorporação de ações de companhias controladas no Brasil.

Nota-se que a divulgação de informações, como estratégia de mitigação da assimetria informacional entre acionistas controladores e não controladores, ocupa papel relevante na lei e na regulamentação expedida pela CVM. Tanto assim o é que o art. 264 da Lei das S.A. prevê a necessidade de elaboração de laudo de avaliação adicional das companhias envolvidas com a finalidade informativa, para que os acionistas possam avaliar a relação de troca proposta. A regulamentação expedida pela CVM, aplicável às companhias abertas, segue a mesma linha – devem ser divulgadas ao mercado as informações completas, precisas e adequadas a respeito da transação.

Além disso, imprescindível ressaltar que a submissão da operação ao crivo da assembleia geral da companhia incorporada também é uma estratégia legal importante no âmbito das operações de incorporação de ações de companhia controlada, que foi analisada em pormenores no presente trabalho.

Outra estratégia relevante é a estratégia de saída, na qual se atribui aos acionistas dissidentes, entre eles, possivelmente, os acionistas minoritários, com diminuto papel de influenciar os rumos da transação, o direito de retirar-se da sociedade mediante o pagamento

do reembolso do valor de suas ações, se atendidos pressupostos específicos. Ademais, com a publicação da lei nº 14.195, passa a ser obrigatória, nos termos da regulamentação a ser expedida pela CVM, a presença de conselheiros de administração independentes nos conselhos de administração das companhias abertas. Essa nova dinâmica pode ser interpretada à luz da estratégia de *trusteeship*.

Como mecanismo *ex post*, há a possibilidade de apuração da responsabilidade do acionista controlador em caso de danos causados à companhia controlada decorrentes de abusos do poder de controle, que se apresenta como estratégia de *enforcement*.

Em adição, o Parecer de Orientação nº 35, traz outras duas estratégias para endereçar problemas de agência: (i) a constituição de um comitê independente de administradores, com competência para negociar as bases da transação ou (ii) a submissão da matéria à aprovação da maioria dos acionistas não controladores, incluídos os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

Nota-se, nesse contexto, que a assembleia geral da companhia cujas ações serão incorporadas é um dos momentos em que os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários tornam-se mais evidentes. Por essa razão, importante tecer considerações a respeito do direito de voto de cada um dos participantes – acionistas controladores, minoritários e, em sendo o caso, preferencialistas – e a dinâmica de equilíbrio de poderes nessa ocasião.

À luz da lei, doutrina e dos casos precedentes apreciados pelo Colegiado da CVM, foi possível concluir que os acionistas controladores têm garantido o seu direito de voto na assembleia geral de acionistas da companhia cujas ações serão incorporadas, ao lado dos acionistas minoritários. Como contrapartida, aos acionistas minoritários dissidentes é garantido o direito de retirada.

Por sua vez, quanto aos acionistas preferencialistas, à luz dos precedentes, foi possível concluir que estes, em princípio, não participam do processo decisório da incorporação de ações da companhia controlada.

À luz dessa dinâmica, foi possível analisar algumas vicissitudes que envolvem a operação de incorporação de ações de companhia controlada tendo em vista a relação de agência entre

acionistas controladores e acionistas minoritários.

Como consequência, não poderia ser outra a conclusão senão aquela no sentido da necessidade de a importação responsável de estruturas estrangeiras ser sempre aliada à interpretação e adaptação à luz do ambiente para o qual se está transportando. Em outras palavras, os problemas de agência brasileiros exigem - e sempre exigirão - soluções brasileiras.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Maíra Leitoguinhos de Lima. *Invalidez das deliberações de Conselho de Administração*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ASCARELLI, Tullio. *Corso di diritto commerciale: introduzione e teoria dell'impresa*. Milão: A. Giuffrè, 1962.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Quorum, 2008.

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. *Comparativo dos segmentos de listagem*. Disponível em <http://www.b3.com.br/data/files/18/82/03/C7/964EE5109A67ACE5790D8AA8/Comparativo%20dos%20Segmentos%20de%20Listagem.pdf>>. Acessado em agosto de 2021.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. *Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil*. In: Revista do BNDES, v. 12, n. 24, pp. 111-148, dez. 2005.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio, “*Conselho de Administração e Diretoria*”. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma na Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. II, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol III. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 475.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol IV, Tomo II. São Paulo: Saraiva, 2011.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Direito Societário - Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Boletim de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários*, Ano nº 9, Vol. Nº 89, Março/2021.

_____. Inquérito Administrativo CVM Nº Ta-RJ2002/1153, Diretora Relatora Norma Jonssen Parente (voto vencedor de Luiz Antonio Sampaio Campos), julgado em 06.11.2002.

_____. *Plano de Supervisão Baseada em Risco CVM do biênio 2021-2022*. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2021-2022/plano-bienal-cvm-sbr-2021-2022>>. Acessado em agosto de 2021.

_____. Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/10687, Diretor Relator Sergio Weguelin, julgado em 23.10.2007.

_____. Processo Administrativo CVM nº 2010/4016, de Relatoria da Superintendência de Relações com Empresas julgado em 15.06.2010.

_____. Processo Administrativo CVM RJ2014/10913, Diretora Relatora Luciana Dias, apreciado em 25.03.2014.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2005, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 12.12.2007.

_____. Processo CVM nº 14/2009, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 11.08.2015.

_____. Processo CVM nº 19957.011351/2017- 21, de Relatoria da Superintendência de Relações com Empresas, apreciado em 15.02.2018.

_____. Processo CVM nº RJ2004/5494, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 16.12.2004.

_____. Processo CVM nº RJ2005/1443, Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 10.05.2006.

_____. Processo CVM nº RJ2008/1815, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 28.04.2009.

_____. Processo CVM nº RJ2012/1131, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 26.05.2015.

_____. Processo CVM nº RJ2012/13047, Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 04.11.2014.

_____. Processo CVM RJ2001/11663, Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 15.01.2002.

_____. Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, apreciados em 17.10.2006.

_____. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, de junho de 2002.* Disponível em < <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>>. Acessado em agosto de 2021.

_____. *Relatório de Atividade Sancionadora da CVM do 1º Trimestre de 2021.* Disponível em: < <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2021-1o-trimestre-versao-resumida/view>>. Acessado em agosto de 2021.

_____. *Relatório de Audiência Pública SDM nº 04/2013.* Disponível em: _____ <

http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0413.html>. Acessado em agosto de 2021.

COMPARATO, Fábio Konder. *Direito empresarial: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *O Poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas - Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, vol I, artigos 1º a 120. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2011.

_____. *A Lei das S/A Comentada*, vol II, artigos 121 ao 188. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2011.

_____. *A Lei das S.A. Comentada*, vol III, artigos 189 ao 300. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2011.

_____. *O Mito do “Controle Gerencial”*: Alguns Dados Empíricos. In: Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano XXVI, nº 66, pp. 103-106, Abr/Jun. 1987.

HADDAD, Luís Gustavo. *Uma Resenha Brasileira de The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach*. In: Revista de Direito da FGV, v.1, n.1, pp. 161 – 172, maio de 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

_____. *Remuneração dos Administradores*, 6. ed. São Paulo: IBGC, 2018.

IUDÍCIBUS, Sergio de. *Teoria da contabilidade*. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. *Teoria da Firma: Comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade*. Revista de Administração de Empresas, vol. 48, n. 2, abr-jun 2008.

KALANSKY, Daniel. *Incorporação de Ações – estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMAN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg e ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. 3rd Ed. Oxford University Press, 2017.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 642

LEÃES, Luiz G. P. B. *Pareceres*, vol. I. São Paulo: Singular, 2004.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas - Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

_____. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 121 a 188)*. vol. 2, Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. *Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing: Paris, 2004. Disponível em <<https://doi.org/10.1787/9789264015999-en>>. Acessado em agosto de 2021.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*, vol I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.985

PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. “Estrutura da Companhia”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*, vol I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 812

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “Incorporação, Cisão e Fusão”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*, vol II. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.765.

PITTA, André Grünspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, 2º volume 25. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LANZANA, Ana Paula, BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. *Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras*. In: Revista de Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, v.39, n.4, pp. 362-372, out./nov./dez. 2004.

ANEXO

Principais características relativas aos segmentos de listagem na B3

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Capital social	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%	Não há regra específica
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra específica

<p>Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português</p>	<p>Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados</p>	<p>Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)</p>	<p>Não há regra específica</p>	<p>Não há regra específica</p>
<p>Divulgação adicional de informações</p>	<p>Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado</p> <p>Código de conduta (com conteúdo mínimo)</p> <p>Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração</p> <p>Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do</p>	<p>Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta</p>	<p>Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta</p>	<p>Não há regra específica</p>

	Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário			
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento/Oferta Pública de Ações (OPA)	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Não aplicável	Não aplicável
Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos	Facultativo	Facultativo	Facultativo

	requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições			
Auditoria interna	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Compliance	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo	Facultativo