

**O ACIONISTA  
MINORITÁRIO  
NO DIREITO  
BRASILEIRO**

*Osmar Brina Corrêa Lima*

EDITORA  
FORENSE

# O ACIONISTA MINORITÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO

1974



**OSMAR BRINA CORRÊA LIMA**  
Professor Titular de Direito Comercial  
da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais  
Master of Comparative Law, Southern  
Methodist University, Dallas, Texas  
Doutor em Direito  
Subprocurador-Geral da República  
Membro do Fórum do Círculo Psicanalítico de Minas Gerais

# **O ACIONISTA MINORITÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO**

**FORENSE**  
Rio de Janeiro  
1994

1ª edição – 1994

© *Copyright*  
*Osmar Brina Corrêa Lima*

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ

L699a Lima, Osmar Brina Corrêa  
O acionista minoritário no direito brasileiro / Osmar Brina Corrêa Lima. – Rio de Janeiro: Forense, 1994.  
160p.

Inclui bibliografia  
ISBN 85-309-0269-6

1. Acionista. 2. Minorias. 3. Sociedades por ações. I. Título.

94-0507

CDU – 347.72.031(81)  
347.725(81)

Proibida a reprodução total ou parcial, bem como a reprodução de apostilas a partir deste livro, de qualquer forma ou por qualquer meio eletrônico ou mecânico, inclusive através de processos xerográficos, de fotocópia e de gravação, sem permissão expressa do Editor. (Lei nº 5.988, de 14.12.73.)

Reservados os direitos de propriedade desta edição pela  
COMPANHIA EDITORA FORENSE

Av. Erasmo Braga, 299 – 1ª, 2ª e 7ª ands. – 20020-000 – Rio de Janeiro-RJ  
Rua Senador Feijó, 137 – Centro – 01006-001 – São Paulo-SP  
Rua Guajajaras, 1.934 – Barro Preto – 30180-101 – Belo Horizonte-MG

---

Impresso no Brasil  
*Printed in Brazil*

**A Lourdinha,  
minha mulher.**

**“Conservar a jovialidade perante um tema sombrio e altamente responsabilizante é façanha nada pequena: e, contudo, o que seria mais necessário precisamente que a jovialidade?”**

**(Frederico Nietzsche)  
*Crepúsculo dos Ídolos*, Lisboa,  
Guimarães Editores, 1985, p. 11).**

## SUMÁRIO

---

---

<i>Prefácio</i> . . . . .	XI
<i>Introdução</i> . . . . .	1
Capítulo 1. Maioria e Minoria . . . . .	7
Capítulo 2. Participação dos lucros sociais . . . . .	15
Capítulo 3. Participação do acervo da companhia em caso de liquidação . . . . .	25
Capítulo 4. Fiscalização da gestão dos negócios sociais . . . . .	29
Capítulo 5. Preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição . . . . .	35
Capítulo 6. Retirada da sociedade . . . . .	51
Capítulo 7. Intervalo . . . . .	65
Capítulo 8. Acordo de acionistas . . . . .	67
Capítulo 9. Alienação de controle . . . . .	71
Capítulo 10. Oferta pública para aquisição de ações . . . . .	99
Capítulo 11. Incorporação de companhia controlada . . . . .	103
Capítulo 12. Responsabilidade dos administradores . . . . .	107
Capítulo 13. Distribuição disfarçada de lucros . . . . .	115
Capítulo 14. Minoritários externos . . . . .	125
Capítulo 15. Conclusões . . . . .	131
<i>Bibliografia</i> . . . . .	139

## PREFÁCIO

---

---

Ao iniciar este trabalho, tentei, tanto quanto possível, esvaziar a mente de qualquer preconceito ou prejuízo relativo à temática nele desenvolvida e concentrar-me, exclusivamente, na questão fundamental, que se me apresentava: a Lei das Sociedades por Ações estabelece mecanismos eficientes de proteção ao acionista minoritário?

Seguindo conselho de Sertillanges (*A Vida Intelectual – Espírito, Condições, Métodos*, Coimbra, Arménio Amado Ed., 1957), procurei documentar-me, reunindo extenso material de consulta. Li e refleti sobre o assunto sem nenhum plano propriamente dito. Em seguida, colocando todo o material de lado, parti para a redação. O referencial legislativo insinuava-se como uma constante. Contudo, permiti que as idéias fluíssem por associação livre. A nova consulta à documentação e as citações bibliográficas efetuaram-se à medida em que sua lembrança ocorria naturalmente ao fluxo do pensamento. Resisti à tentação obsessiva de citar tudo a que obtive acesso.

Procurei igualmente resistir à vã tentativa de tudo exaurir e explicitar, deixando lugar – espero – para a leveza e a sutileza da sugestão e do implícito.

Secundariamente à questão fundamental, que me propusera a pesquisar, espicava a minha mente uma outra: se os mecanismos de proteção ao acionista minoritário puderem ser considerados eficientes, até que ponto eles têm sido eficazes?

Quanto à diferença entre eficiência e eficácia, encontrei ilustração muito interessante num livro de Informática: “É eficaz quem atinge os objetivos propostos. A eficiência mede o esforço aplicado em função dos resultados obtidos quantitativamente. Multiplicar 104 por 36 somando 104 a si próprio 36 vezes é eficaz, porém não é eficiente. Reduzir o analfabetismo do Brasil deportando os analfabetos é eficiente, porém não é eficaz” (*Projeto PIM – Conceitos de*



*Microinformática*, São Paulo, Unicórnio Publicações, 1984, p. 14, Luiz Eugênio Barboza de Oliveira, Serpro).

Todos os dispositivos legais que não indiquem a que diploma legal se referem pertencem à Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

*Osmar Brina Corrêa Lima*

# INTRODUÇÃO

---

---

## I

Existe um princípio de justiça e equidade, que preexiste e se impõe ao próprio Direito, um “*sum cuique tribuere*”, reconhecido e acatado pelo Direito Natural. Princípio básico e elementar, presente desde os tempos imemoriais dos protagonistas do mito de Adão e Eva, no paraíso e fora dele.

Existe um princípio político de democracia, de governo do povo, pelo povo e para o povo, com base em decisão legítima e soberana da maioria.

Existe um princípio constitucional de isonomia – todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza.

Existe um princípio legal de conveniência prática, que consagra a criação de pessoas jurídicas com existência distinta da de seus membros.

Existe um princípio de preservação da empresa, que paga tributos, gera empregos e produz utilidades sociais.

Existe a opção de prestígio à liberdade e à livre iniciativa, conforme os ditames da justiça social.

Existe a doutrina da sociedade anônima como instituição e, como tal, mais que mero resultado de um contrato.

Existe a tentativa de tornar a sociedade anônima o instrumento por excelência da grande empresa, dividindo riscos e democratizando benefícios.

E existe a realidade contundente das majorias e das minorias nos macrocosmos e nos microcosmos sociais.

## II

Como observa Eric Hoffer, “uma minoria se encontra sempre em posição precária, não importa quão protegida esteja, pela lei ou pela força”.<sup>1</sup>

---

1 Hoffer, Eric, *The True Believer*, New York, Harper & Row Publishers, 1951 (Part Two, Chapter 9: “Minorities”), p. 40.

O asilo da lei é uma proteção formal, cuja eficácia vai depender, em grande parte, da sensibilidade e perspicácia de seu aplicador. Assim, embora o sistema de proteção possa ser, em tese, perfeito, não há como assegurar essa perfeição em seu funcionamento prático e, muito menos, resgatar a minoria de sua posição sempre precária.

A preocupação com a proteção legal das minorias encontra como alicerce um paradoxo: o sucesso da democracia depende da confiança – ou pseudo-confiança –, da aceitação e do conformismo das minorias.

Tal proteção, precária quanto possa ser, sustenta o sistema e mantém viva, em última análise, a dialética do senhor e do escravo, de que fala Hegel.

Esse paradoxo revela-se na preocupação das próprias Constituições democráticas modernas e nos sistemas eleitorais delas decorrentes.

A proteção às minorias é o reconhecimento realístico da força de sua fraqueza. O mesmo Eric Hoffer, citado linhas atrás, observa que existe uma tendência para julgar uma raça, uma nação ou qualquer grupo distinto através de seus membros menos valiosos. E que essa tendência possui alguma justificativa. “Porque o caráter e o destino de um povo são freqüentemente determinados pelos seus elementos inferiores: os pobres, os desajustados e incompetentes, os proscritos e desterrados, *as minorias*, os jovens adolescentes, os irrealisticamente ambiciosos, os viciados e obcecados, os impotentes (de corpo ou mente), os extraordinariamente egoístas, os aborrecidos, os pecadores.”<sup>2</sup>

A mesma ordem de idéias já fora enunciada por Nietzsche em 1889, ao questionar o mito da “luta pela vida”, de Darwin: “Supondo que essa luta existe – e de fato existe –, termina, por desgraça, ao contrário de como talvez nos *seria lícito* desejá-lo com ela: a saber, em detrimento dos fortes, dos privilegiados, das exceções afortunadas. As espécies *não* vão crescendo em perfeição: os débeis dominam sempre os fortes – é que eles são em

---

2 Hoffer, Eric, ob. cit. na nota 1, *supra*, (Part Two: Chapter 4: “The Role of Undesirables in Human Affairs”), ps. 29-30.

grande número, é que eles são também *mais astuciosos...* Darwin esqueceu o espírito (– isto é inglês); *os fracos têm mais espírito...* Há de ter necessidade do espírito para se chegar a adquiri-lo. Perde-se-o quando já não se sente necessidade dele. Quem tem força prescinde do espírito...’’<sup>3</sup>

Essa verdade, nem sempre reconhecida, encontra explicação na psicologia profunda. A Psicanálise nos fala de afetos (*Affekt*) e de representações (*Vorstellung*). Aqueles podem ser suprimidos, e estas, recalçadas. Despende-se uma energia constante para recalchá-las. A Psicanálise nos fala, também, do retorno do recalçado (*Wiederkehr des Verdrängten*). As representações recalçadas não só não são aniquiladas, como ainda tendem incessantemente a reaparecer na consciência por caminhos mais ou menos desviados e por intermédio de formações derivadas mais ou menos difíceis de reconhecer: as ramificações do inconsciente. Essas formações derivadas e deformadas ocorrem sob a forma de compromissos entre as representações recalçadas e as recalcentes.<sup>4</sup>

Se essa analogia entre o aparelho psíquico e o aparelho social for válida – como nos parece ser –, a proteção das minorias seria, portanto, aquela formação de compromisso capaz de manter o equilíbrio da estrutura (*Kompromissbildung*), senão, mesmo, a manifestação sutil do recalçamento (*Verdrängung*).

Com efeito, se se confundir proteção com paternalismo, aquela se tornará, então, a maneira mais perversa e sutil de recalçar, provocando o retorno do recalçado de maneiras impensáveis. Mas a proteção não se confunde com o paternalismo. Não é um dar de maneira desdenhosa para aplicar a própria culpa, senão o reconhecimento dos direitos e das potencialidades daquele que recebe.

Não é novo, no Direito, o cuidado com a proteção à minoria. Ela se manifesta, constantemente, ora de maneira ostensiva, ora de forma implícita e sutil, como um fio ou linha constante, subjacente ao ordenamento jurídico.

3 Nietzsche, Frederico, *Crepúsculo dos Ídolos*, Lisboa, Guimarães Editores, 1985, p. 93 (*Gotzen-Dammerung oder wie man mit dem Hammer Philosophirt*, Edição Princeps, 1889).

4 Lapanche, J., e Pontalis, J. B., *Vocabulário da Psicanálise*, São Paulo, Martins Fontes, 1988, verbete “Retorno do Recalçado”.

APLACA  
A

Como observam Glendon, Gordon e Osakwe, a legislação bizantina era “humanitária”, no sentido de proteger aqueles que ela considerava fracos contra os que considerava fortes. É curioso notar que, logo após essa observação, os referidos autores acrescentam o seguinte pensamento de Jalowicz a respeito: “essa tendência coincidia com uma confiança quase patética no poder da lei para evitar os males de caráter econômico”.<sup>5</sup>

No campo específico da legislação societária, essa preocupação bizantina reaparece ostensivamente nas modernas legislações dos países da Comunidade Econômica Européia, nos Estados Unidos da América do Norte e em demais nações.

Segundo Burdeau, ao conceito incompleto de democracia acresceu-se o direito de existência da minoria, pelo menos nos países ocidentais, onde se consagra o conceito de “poder aberto”. Assim, a minoria não pode ser excluída do processo de criação da ordem jurídica.<sup>6</sup>

Conard observa que as dez nações da Comunidade Econômica Européia parecem estar se mobilizando para atingir estruturas de organização empresarial nas quais os representantes dos investidores e os empregados exerçam efetivo poder sobre os executivos.<sup>7</sup>

Hannigan demonstra que, na Inglaterra, as recomendações do Jenkins Committee sobre proteção aos acionistas minoritários se transformaram em lei, encontrando abrigo na Seção 75 do *Companies Act* de 1980,<sup>8</sup> desta forma redigido:

*“Any member of a company may apply to the court by petition for an order under this section on the ground that the affairs of the company are being or have been conducted in a manner which is unfairly prejudicial to the interests of some part of the members (including at least himself) or that any actual or proposed act or omission of the company (including an act or omission on its behalf) is or would be so prejudicial.”*

5 Glendon, Mary Ann, Gordon, Michael W., e Osakwe, *Comparative Legal Traditions*, St. Paul, Minnesota, West publishing Co., 1982, p. 17.

6 Burdeau, Georges, *Droit Constitutionnel et Institutions Politiques*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1972, p. 199.

7 Conard, Alfred F., “The Supervision of Corporate Management: A Comparison of Developments in European Community and United States Law”, in *Michigan Law Review*, 82: 1459-1488 (april-may 1984).

8 Hannigan, B. M., “Statutory Protection for Minority Shareholders – Section 75 of the Companies Act 1980”, in *Anglo-American Law Review*, 11 (1): 20-35 (1982).

*(Qualquer membro de uma companhia pode requerer à Corte, por petição, uma ordem sob esta seção, sob alegação de que os negócios da companhia estão sendo ou foram conduzidos de maneira injustamente prejudicial aos interesses de alguma parte dos membros (incluindo, pelo menos, a si próprio) ou que qualquer ato, atual ou proposto, ou omissão da companhia (inclusive um ato ou omissão em seu benefício) é ou poderia ser finalmente prejudicial.)*

MacIntosh refere-se a mudanças nas legislações da Inglaterra e do Canadá que propiciaram às minorias uma habilidade muito maior para questionar atitudes dos majoritários.<sup>9</sup> Em outro artigo, preconizando reformas nas legislações norte-americanas sobre sociedades anônimas, Conard enfatiza a necessidade de restringir abusos de controle e limitar a autonomia dos administradores.<sup>10</sup>

---

9 MacIntosh Jeffrey G., "Minority Shareholders Rights in Canada and England: 1860-1987", in *Zosgoode Law Journal*, 27 (3): 561-645 (Fall, 1989).

10 Conard, Alfred F., "Theses for a Corporate Reformation", in *U. C. Davis Law Review*, 19 (2): 259-302 (Winter, 1986).

## Capítulo 1

### MAIORIA E MINORIA

---

---

*Acionista* é o sócio da companhia, o titular ou proprietário de uma ou mais parcelas em que se divide o capital social.

A expressão *acionista minoritário* é delusória e enganadora. O conceito de minoria, na companhia, situa-se no seio de um paradoxo.

O poder, na companhia, é quase sempre exercido, de fato e de direito, por uma minoria que se apresenta como maioria, em termos de deliberação.

A minoria, que deve aceder “democraticamente” aos anseios e reclamos da maioria, geralmente compõe a maioria, em número de pessoas, de ações e de volume de capital.

Cada acionista, individualmente considerado, pode caracterizar-se como minoria ou como maioria.

Numa mesma companhia, uma só pessoa – física ou jurídica – pode representar a maioria, enquanto milhares de outras pessoas significam apenas uma minoria.

Concebida à imagem e semelhança do Estado democrático e em analogia com o regime parlamentar,<sup>1</sup> a companhia é uma democracia de ações e, conseqüentemente, de capitais, de dinheiro. É um saco de dinheiro, como ironiza Gide.<sup>2</sup>

Nessa democracia *sui generis* votam as ações, e não as pessoas. É como se as ações tivessem vontade e as pessoas passassem a ser utilizadas como instrumentos dessa vontade.

---

1 Comparato, Fábio Konder, *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970, p. 14.

2 Gide, *apud* Borges, João Eunápio, *Curso de Direito Comercial Terrestre*, Rio, Forense, 1991, p. 381.

A cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembléia geral (art. 110, *caput*). Na assembléia geral reside a soberania da companhia: uma soberania tão poderosa que envolve a faculdade de autodestruição da empresa, pela dissolução (art. 136, VII). Uma soberania mais potente que aquela existente no modelo inspirador, no qual inexistia o poder de destruir o Estado.

O adjetivo “ordinária”, qualificador das ações às quais o art. 110, *caput*, atribui o direito de voto, paradoxalmente, revela e omite dados relevantes do “direito eleitoral” da companhia. Revela que existem outras ações, qualificadas de outra maneira, mas omite outras qualificações. Sugere que ações qualificadas com outros adjetivos não possuem o direito de voto, mas omite que, na verdade, podem possuí-las.

O art. 15, § 2º, ao dizer que até dois terços do capital social podem ser representados por ações preferenciais sem direito a voto, deixa clara a possibilidade de que a maioria deliberante possa ser exercida pela minoria, em termos de participação no capital. Deixa também claro que não só as ações ordinárias, mas também as preferenciais, podem possuir o direito de voto.

O art. 111, ao afirmar que o estatuto poderá deixar de atribuir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, revela que não só as ações ordinárias possuem esse direito, como também as preferenciais, a menos que o estatuto, expressamente, retire delas tal direito, observado o limite de dois terços, já referido.

As deliberações sociais serão tomadas “democraticamente” pela maioria, ora absoluta (art. 129), ora qualificada (art. 136). Excepcionalmente haverá necessidade de maioria diferente, por exigência estatutária de maior *quorum* deliberativo na companhia fechada (art. 135, *caput*), ou por redução desse *quorum* na companhia aberta, por autorização da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (art. 136, § 2º). Excepcionalissimamente, exige-se a manifestação da unanimidade dos acionistas: nas hipóteses de transformação não prevista no estatuto (art. 221) e de desnacionalização da companhia (art. 300, c.c. o art. 72 do Decreto-lei nº 2.627, de 26 de dezembro de 1940).

Contudo, a maioria – frise-se – não representa, necessariamente, a maioria dos acionistas, nem mesmo de acionistas votantes, mas de ações votantes existentes presentes à assembléia geral,



diretamente ou por procuração (art. 126, § 1º). Só a unanimidade refere-se às pessoas dos acionistas.

O observador arguto poderá perceber, nessa situação, uma estranha inversão de valores: tudo ocorre como se as pessoas atuassem como meras representantes das coisas. Nota-se aí uma certa “coisificação”, uma espécie de “reificação”. Dito de outra forma, cada pessoa vale pelo que possui, não pelo que é. Todas as demais qualidades, virtudes e “nuances” da personalidade cedem a essa realidade bizarra, mas absolutamente inafastável. O poder manifesta-se em termos de maior quantidade de ações votantes, estejam ou não a seu lado a sensatez, o bom senso, ou demais virtudes. E essa verdade contundente e crua só é palidamente mitigada pelo dever, impregnado de subjetividade, de exercer o direito de voto no interesse da companhia (art. 115). Mas o que é, e quem dirá qual é, o interesse da companhia?

Em suma, a democracia da sociedade anônima continua sendo “a grande ilusão dos acionistas”, referida por Ripert.<sup>3</sup>

A expressão “acionista minoritário” sugere ao espírito um sócio isolado, possuidor de uma ou de algumas poucas ações da companhia, numa certa situação de desvalia, quase desamparo. Contudo, esse único acionista pode deter sozinho dois terços do capital social, sem deixar de ser o mesmo acionista minoritário que o legislador, aparentemente, se dispôs a proteger.

Os conceitos de majoritário e minoritário, abordados sem o referencial legislativo e identificando espécies heterogêneas, conduzem à confusão e perplexidade.

A maioria não é, necessariamente, a soma de muitas minorias reunidas e justapostas. Por outro lado, alguns minoritários podem aderir, circunstancial ou definitivamente, à maioria. Seria, então, necessário afirmar que a minoria é aquela parcela que se opõe ou se contrapõe à maioria.

Esse jogo verbal poderia prolongar-se indefinidamente, sem que se chegasse a uma conclusão precisa. E confirma o caráter delusório atribuído à expressão acionista minoritário.

No entanto, é essa expressão que foi e tem sido utilizada pela doutrina quando se trata de proteger alguns acionistas contra o abuso do poder de que são destituídos. Um poder que, diferente-

3 Ripert, Georges, *Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne*, Paris, 1951, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Chapitre III, n. 3.

mente do poder político, procura disfarçar-se, mimetizar-se, obscurecer-se, mitigar-se numa aparência de impotência e fraqueza. Um poder que mais parece um *fog*.

Desde a gênese da reforma legislativa que culminou com a promulgação da lei atual já se nota a preocupação básica de proteção às minorias acionárias, sem que o discurso correspondente esclareça, de modo preciso, os conceitos nele empregados. O II Plano Nacional de Desenvolvimento para o quinquênio 1975/1979, aprovado pela Lei nº 6.515/1974, no Governo do Presidente Ernesto Geisel, preconizava que “com o objetivo de proteger as minorias acionárias e desenvolver o espírito associativo entre os grupos empresariais privados, reformar-se-á a lei das sociedades anônimas, tendo em vista os seguintes objetivos: a) assegurar às minorias acionárias o direito de dividendos mínimos em dinheiro; b) evitar que cada ação do majoritário possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário...”.

Tão logo foi promulgada, o então Ministro da Fazenda, Prof. Mário Henrique Simonsen, declarou que esta lei procurou instituir um sistema de proteção aos acionistas minoritários, evitando sacrificar a livre ação da maioria e dos administradores. E, mais, que a nova lei procurou restaurar a confiança dos investidores no sistema societário, através, principalmente, de um esquema adequado de tutela aos acionistas minoritários. Não será exagero dizer-se – acrescentou ele – que, tecnicamente, essa tutela é a pedra de toque da reforma do regime do anonimato.<sup>4</sup>

Já em vigor a lei – ela entrou em vigor sessenta dias após a sua publicação, ocorrida no dia 15 de dezembro de 1976 (art. 295) –, o Presidente da República, em Mensagem encaminhada ao Congresso Nacional no mês de março de 1977, destacou que o objetivo básico da reforma legislativa seria atingido com o estabelecimento de mecanismos que assegurassem ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, oferecessem atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.<sup>5</sup>

4 Simonsen, Mário Henrique, “A Importância da Lei”, in *SA. para Empresários*, Rio, Índice, o Banco de Dados, 1977, p. 4.

5 Geisel, Ernesto, *Mensagem encaminhada ao Congresso Nacional em março de 1977*. V. “Estado de Minas” de 2 de março de 1977, quinta-feira, fls. 8 e 9.

Poder-se-ia argumentar, com razão, que o Presidente da República e seus Ministros não são, necessariamente, juristas. E que os Planos e Mensagens, comprometidos com ideais e projetos, dificilmente poderiam ater-se a uma precisão terminológica depurada pela técnica jurídica. Aos juristas e doutrinadores compete, num trabalho de hermenêutica teleológica, precisar e depurar os conceitos, sem se desviarem dos princípios básicos e fundamentais fixados nos Planos, Programas e Mensagens. Mas o fato é que tanto a lei, como a doutrina e a jurisprudência continuam a empregar a expressão acionista minoritário, sem maior preocupação com a precisão terminológica.

Atendendo ao reclamo acima, Rubens Requião enfatiza a necessidade de se estabelecer o verdadeiro conceito de "maioria" e "minoría" acionárias na companhia moderna, porque tais conceitos se modificam na realidade técnica e jurídica atual. O mestre paranaense, após observar que nem todos os acionistas têm direito a voto, e que o conceito de "maioria" se refere ao maior volume de ações com direito de voto, repudia as expressões "minoría" e, mais particularmente, "proteção da minoría", por levarem a certas ambigüidades e confusões. E conclui dizendo: "O que a nossa lei visa, efetivamente, não é apenas à proteção da minoría com direito a voto, mas à maioria sem voto, inerme diante da maioria."<sup>6</sup>

No mesmo sentido expressa-se Erasmo Mendonça de Boer. Para ele, as expressões "minoría" e "minoritário", empregadas pelos autores do projeto, referem-se a todos os acionistas não controladores, e não somente aos titulares de ações ordinárias, ou seja, ações com direito a voto. Segundo Boer, o acionista minoritário não tem o seu conceito definido a partir da sua possibilidade de votar, ainda que não podendo fazer frente aos desígnios do acionista controlador. Minoría não exprime, como pode parecer a princípio, uma relação numérica de inferioridade em assembléia geral de acionistas, mas traduz, sobretudo, uma situação jurídica, uma correlação de direitos e deveres, um *status* em relação à sociedade. Boer enfatiza que a minoría não é minoría apenas quando vota e perde. A condição de acionista minoritário, de conformidade com a lei, representa um atributo que é qualificativo, e não quantitativo, uma posição cujo referencial necessário é o direito de participar dos lucros sociais, bem como daqueles previstos no art. 109 da lei.<sup>7</sup>

6 Requião, Rubens, *Curso de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1985, 2º vol., nº 364, ps. 119-120.

7 Boer, Erasmo Mendonça de, "Sociedade Comercial - Acionista Minoritário e Incorporação", in *Revista dos Tribunais*, 570: 21-25 (abril/1986), ps. 21 e 23.

Transparece, nessas lições de Rubens Requião e Erasmo Mendonça de Boer, um dado novo, uma qualificação diferente, a ser justaposta ao substantivo “ação”, ou seja, o adjetivo “votante”.

Uma leitura apressada da lição de Rubens Requião por leitor incauto poderia, contudo, deixar a impressão errônea de que a lei não visa, também, à proteção da minoria votante. Ora, ninguém duvidará de que a minoria votante é tão merecedora de proteção quanto a minoria não votante. E, mais, em certos casos, como, por exemplo, nas hipóteses de alienação de controle de companhia aberta (art. 254), alguns autores já se manifestaram no sentido de que a proteção ao minoritário se restringe à minoria votante. Mas voltaremos a esse assunto com mais detalhe em capítulo posterior.

Por todas essas razões, não apenas repudiamos as expressões “majoritário” e “minoritário”, como também preconizamos o seu total abandono e substituição por “controlador” e “não controlador”. Não obstante, e embora prevendo alguma crítica eventual, preferimos manter o título desta obra tal como se apresenta. Neste trabalho, “acionista minoritário” é sinônimo de acionista “não controlador”.

Não podemos deixar de observar, neste ponto, que o conceito de “acionista controlador”, explicitado na lei (art. 116) não se contenta com a titularidade de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Para caracterizar o conceito de acionista controlador, a lei exige um segundo requisito mais subjetivo, que consiste no fato de se usar efetivamente esse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (art. 116, b).

Como se percebe, ao menos teoricamente, no direito brasileiro existe a possibilidade de o controle ser exercido pela minoria votante. E, então, com relação à maioria votante não controladora, poder-se-ia dizer, pensando nas normas de proteção aos não controladores, que *quod abundat non nocet*.

Se é verdade que a proteção do acionista minoritário (leia-se *não controlador*) é a pedra de toque do regime do anonimato, conforme afirmou o então Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, certamente que essa preocupação se manifestará difusa no texto legal.

O legislador procurou obviar os inconvenientes desse caráter difuso e tentou, em síntese, formular um *bill of rights* dos acionistas em geral (sem considerações por maioria e minoria), enumerando os seus direitos essenciais (art. 109).

Cabe, neste ponto, consideração importante. Optamos, deliberadamente, por referenciar os conceitos de “maioria e minoria”, não ao direito de voto, mas ao jogo de poder existente no contexto interno da companhia, definido como controle. Contudo, o poder, que controla, parece algo volátil, a escapar de qualquer categoria formal rígida, tal como a do art. 20 do Código Civil brasileiro (“As pessoas jurídicas têm existência distinta da dos seus membros”). Segundo a Exposição Justificativa das Principais Inovações do Projeto (da atual Lei das Sociedades por Ações), “no seu processo de expansão, a grande empresa levou à criação de constelações de sociedades coligadas controladoras, controladas, ou grupadas – o que reclama normas específicas que redefinem no interior desses grupamentos os *direitos das minorias*, as responsabilidades dos administradores e as garantias dos credores –; para isso – em forma de tentativa a ser corrigida pelas necessidades que a prática vier a evidenciar –, o Projeto distingue duas espécies de relacionamento entre sociedades, quais sejam: a) sociedades coligadas, controladoras e controladas, que mantêm entre si relações societárias segundo o regime geral de sociedades isoladas e não se organizam em conjunto, reguladas no Capítulo XXI; b) sociedades controladoras e controladas que, por convenção levada ao Registro de Comércio, passam a constituir grupos societários com disciplina própria, prevista no Capítulo XXI. Surge, desta forma, um novo e impreciso conceito de *minorias* referenciado ao contexto externo de uma construção mais ampla e inacabada. Segundo José Miguel Embid Irujo, é também minoritário e digno de uma proteção especial o “sócio externo”, ou seja, o minoritário das sociedades dependentes integradas ao grupo.<sup>8</sup>

Começaremos, entretanto, pelo estudo dos direitos dos “sócios internos”, ou seja, daqueles integrados no contexto interno da companhia. Começaremos pelo estudo dos direitos próprios dos acionistas, dos “*droits propres*”, de que nos fala René David.<sup>9</sup> E

8 Irujo, José Miguel Embid, *Grupos de Sociedades y Acionistas Minoritarios (La Tutela de la Minoría en Situaciones de Dependencia Societaria y Grupo)*, Madrid, Ed. Ministério de la Justicia, 1987.

9 David, René, *La Protection des Minorités dans les Sociétés par Actions*, Paris, Thèse, 1928.

não será por mera comodidade, mas por considerações de ordem metodológica, que tentaremos, em princípio, observar a sistematização da própria lei na exposição a seguir.

“O verdadeiro começo de toda atividade científica consiste na descrição de fenômenos que, em seguida, são reunidos, ordenados e inseridos em relações, mais do que em conceitos claros e nitidamente definidos. Ao negligenciar provisoriamente as relações menos surpreendentes, ao nos preocupar, em primeiro lugar, com as relações as mais surpreendentes, tornamos o nosso trabalho muito mais fácil.”<sup>10</sup>

---

10 Freud, Sigmund, citado por Paul Laurent Assoun, *Introdução à Epistemologia Freudiana*, Rio, Imago, 1983, trad. de Hilton Japiassu, ps. 93 e 95.

## Capítulo 2

### **PARTICIPAÇÃO DOS LUCROS SOCIAIS**

---

---

Fran Martins, comentando o art. 2º da lei em vigor, enfatiza que o objeto da companhia é “qualquer empresa com fim lucrativo”. E acrescenta que “as empresas sem fim lucrativo, ainda mesmo que os atos praticados pelas mesmas sejam de caráter econômico, não podem ser objeto das sociedades anônimas brasileiras.”<sup>1</sup>

A empresa é o objeto da companhia.

O fim, a finalidade da empresa, é o lucro. Provado que ela não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem cinco por cento ou mais do capital social, dissolve-se a companhia por deliberação judicial (art. 206, II, *b*).

Embora o mesmo preceito legal já existisse na legislação anterior (Decreto-lei nº 2.627/1940, art. 138, *b*), a casuística reportada das Cortes brasileiras revela-se de pobreza franciscana na sua aplicação prática, o que faz pensar em razões metajurídicas para essa rarefação.

Num dos pouquíssimos casos reportados, lê-se o seguinte: “No tópico da falta de distribuição de dividendos, cabe salientar que a lei das sociedades por ações erigiu o direito ao lucro como postulado impostergável, inserido na categoria dos direitos individuais, comuns a todos os acionistas. Daí o magistério de Miranda Valverde, ao acentuar que em nenhuma sociedade de fim lucrativo pode o sócio ser privado do direito de participar dos lucros sociais (*Sociedade por Ações*, vol. II/136), roborado pelo entendimento do saudoso Waldemar Ferreira, ao obtemperar que destinando-se a empresa, objeto da sociedade anônima, à produção de lucros a partilharem-se entre os seus acionistas, nenhum

---

<sup>1</sup> Martins, Fran, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio, Forense, 1982, vol. 1, p. 25.

deles pode ser privado, nem direta, nem indiretamente (*Tratado de Sociedades Mercantis*, vol. IV, 1.377). No caso em apreço, observa-se que a Organização Mofarrej, após permanecer cerca de 15 longos anos sem distribuir dividendos, somente no ano de 1966 é que se decidiu a fazê-lo, quando já instaurada a demanda, e ainda assim por forma a mais parcimoniosa, não excedendo a casa dos 6%. De outra distribuição de lucros não há a menor notícia nos autos. Sustenta-se que a sociedade proporcionava lucros, que eram levados à conta de lucros suspensos e posteriormente revertidos à empresa através de sucessivos aumentos de capital, procedimento esse homologado pela assembléia geral. Procedimento abusivo, em consonância com a bem invocada preleção de Tullio Ascarelli a propósito do assunto, demonstrando, com argumentos irresponsáveis, a indeclinabilidade do direito a uma distribuição periódica dos lucros sociais (*Problemas das Sociedades Anônimas no Direito Comparado*, ed. 1945, p. 445, nota 6), ficando, neste passo, evidenciado o desacerto da conclusão do perito judicial contábil, já que meios oblíquos não podem subtrair do acionista o direito intangível à percepção do dividendo. Esclarece o já citado e acatado Miranda Valverde que “a assembléia geral pode sempre, mediante a reforma dos estatutos, modificar ou alterar a disposição relativa à distribuição periódica dos lucros líquidos. Daí a afirmação de que o direito à repartição anual dos lucros é um direito individual estatutário. Mas, repetimos, não assiste à assembléia o direito de suspender, definitivamente, a distribuição periódica de uma parte dos ditos lucros. Para as deliberações abusivas ou maliciosas das assembléias gerais há sempre recurso ao Judiciário” (ob. cit., vol. II/399). De mesmo sentido é a opinião de Waldemar Ferreira, acrescentando que, não inobstante as limitações legais, a sociedade se mostre renitente na sonegação dos lucros, de modo a descoroçoar o acionista, ainda resta a este o remédio extremo – o de pedir judicialmente a dissolução e liquidação da companhia, pela impossibilidade de realização de seus fins (ob. cit., vol. IV/1.378).<sup>2</sup>

Essa decisão singular, publicada em 1971, permanece, até hoje, praticamente isolada. E as companhias brasileiras continuaram, como continuam, a não distribuir dividendos, ou a distribuí-los de maneira meramente irrisória e simbólica.

---

2 Motta, Marcelo Martins, “Sentença”, *Revista dos Tribunais*, 433/304.



Os administradores e os controladores das companhias brasileiras ainda não haviam desenvolvido a consciência – se é que já a desenvolveram – da consciência de uma política de dividendos, que teria como saldo positivo a facilitação do acesso ao mercado primário de ações. Encorajados por um retorno mais significativo de seu investimento, muitos poupadores se dispunham a aplicar suas poupanças na subscrição de ações. No Brasil, porém, a própria idéia de abertura do capital sempre pareceu, aos empresários, algo extremamente ameaçador. A mentalidade paternalista que o empresário brasileiro herdou de Portugal, com o correlato receio de perder o controle da empresa por ter de dividir o poder decisório com outros sócios sempre dificultou a democratização do capital das companhias.<sup>3</sup>

A esse temor e àquela falta de conscientização, soma-se a sombra de uma inflação crescente, atávica e histórica, comprometendo a realidade dos lucros, basicamente incompatível com a idéia de um mercado acionário forte e saudável.

Por todas essas razões, uma das preocupações fundamentais do poder político, ao propor a reforma legislativa de 1976, foi a de “assegurar às minorias acionárias o direito de dividendos mínimos em dinheiro.”<sup>4</sup>

Esse intento transparece, na lei, sob a forma do dividendo obrigatório (art. 202).

Trata-se de uma inovação quase sem precedentes. O legislador, suprimindo omissão tradicional encontrada no seio das companhias, intervém em área que envolve o exercício de um poder discricionário, para tornar compulsória a distribuição de um mínimo de dividendos.

As companhias existentes à época da promulgação da lei tiveram, assim, o prazo de um ano para a ela se adaptarem, podendo, nesse prazo, fixar o dividendo obrigatório em percentual inferior a vinte e cinco por cento (25%) do lucro líquido ajustado e distribuível (art. 296, § 4º).

Anteriormente, a lei alemã já adotava um critério erigido em princípio: o seu § 254 estabelece que se não forem repartidos entre

3 Rosenn, Keith S., “The Jeito, Brazil’s Institutional Bypass of the Formal System and its Developmental Implications”, *The American Journal of Legal Education*, 19: 526-528.

4 II Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico para o quinquênio 1975-1979, do Governo do Presidente Ernesto Geisel, aprovado pela Lei nº 6.151, de 1974.

os sócios dividendos de, pelo menos, quatro por cento do capital social, a deliberação assemblear é impugnável, desde que a retenção do dividendo não fosse necessária, segundo um juízo jurídico comercial, para assegurar a viabilidade econômico-financeira da sociedade.<sup>5</sup>

Fora essas manifestações legais esporádicas, a política de dividendos continua sendo, à luz das legislações dos países capitalistas, um problema particular de política de administração de empresas em geral, submetendo-se as alterações bruscas e injustificadas ao crivo do Poder Judiciário, como ocorreu no *leading case* Dodge vs. Ford Motor Co., da Justiça norte-americana.<sup>6</sup> O princípio geral invocado no julgamento desse caso já havia sido fixado, como precedente, no julgamento do caso Hunter vs. Roberts, Throp & Co., nos seguintes termos: "É um princípio jurídico bem reconhecido que os administradores de uma companhia, e somente eles, têm o poder de declarar dividendos dos lucros sociais e determinar o seu *quantum*. As Cortes não interferirão na gerência dos administradores, a menos que se prove que eles são culpados de fraude ou de apropriação indébita de fundos sociais, ou se recusem a declarar dividendos quando a companhia apresenta *superavit* ou lucros líquidos que possam, sem prejuízo de seus negócios, ser repartidos entre os acionistas, e quando a recusa em fazê-lo possa ser considerada um abuso do *poder discricionário*, de molde a caracterizar fraude ou desrespeito à boa-fé que são obrigados a observar no relacionamento com os acionistas."<sup>7</sup>

O legislador brasileiro, ao introduzir no direito positivo a norma do dividendo obrigatório com a melhor das intenções, procurou suprir e prevenir a omissão tradicional, por parte das companhias e dos acionistas, revelada pela realidade e pela rarefação jurisprudencial. Neste ponto, mostrou a sua própria faceta de paternalismo.

Ao que tudo indica, entretanto, o tiro saiu pela culatra. A fixação estatutária de dividendo obrigatório, segundo os parâme-

5 Galgano, Francesco, *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell Economia*, Padova, Cedam, 1984, vol. Settimo, p. 314.

6 Dodge vs. Ford Motor Co., Supreme Court of Michigan, 1919, 204, Mich 459, 170 NW 668, 3. A.L.R. 413.

7 Hunter vs. Roberts Throp & Co., 83, Mich 63, 71, 47 NW 131, 134.

tros legais, conduz a uma acomodação inquestionável nos níveis mais baixos.

Na omissão estatutária a respeito, os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, metade do lucro líquido ajustado e distribuível (art. 202, *caput*). Ainda na omissão estatutária, caso a assembléia geral resolva supri-la para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a vinte e cinco por cento (25%) do lucro líquido ajustado e distribuível (art. 202, § 2º). Excepcionalmente, nas companhias fechadas, a assembléia geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar sobre a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, ou a retenção de todo o lucro (art. 202, § 3º). Ademais, o dividendo obrigatório deixará de sê-lo no exercício em que os órgãos de administração informarem à assembléia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. Nesta hipótese, o conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, num prazo de cinco dias da realização da assembléia geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia (art. 202, § 4º). O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria (art. 202, § 1º). Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório (art. 152, § 2º).

A observação da realidade tem demonstrado que, a partir da vigência da lei, nenhuma companhia brasileira mantém omissos seu estatuto, de modo a justificar um dividendo obrigatório de, pelo menos, metade do lucro líquido ajustado e distribuível.

Por outro lado, como observam Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, “se o estatuto de companhia constituída já na vigência da lei originariamente prevê dividendo inferior àqueles 25% (vinte e cinco por cento), e se nessa previsão atendidos os requisitos do § 1º do art. 202, prevalecem os níveis fixados, quaisquer que sejam.”<sup>8</sup>

8 Teixeira, Egberto Lacerda, e Guerreiro, José Alexandre Tavares, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, José Bushatsky, 1979, vol. 2, p. 594.

O lucro líquido que se erige, regra geral, em base de cálculo sobre o qual incidirá o dividendo obrigatório, deve ser, contudo, ajustado, antes dessa incidência, nos termos dos incisos do art. 202.

Uma análise compreensiva e crítica dos textos legais e de seu reflexo na realidade evidencia, sem sombra de dúvida, que a proteção aos acionistas minoritários (não controladores), visada pelo instituto, não deixou de ser mera aspiração teórica, sem efeitos práticos positivos. Trata-se, pois, de algo ilusório ou falacioso. É essa realidade não escapou à acuidade de Waldírio Bulgarelli: "À guisa de conclusão, tem-se que afinal de contas a lei não se definiu conclusivamente em favor do acionista, como estímulo ao mercado de capitais, nem completamente em favor da empresa, ficando a oscilar, pendularmente, entre as duas posições, inclinando-se, como se viu, muito mais para os controladores que para os minoritários. A propósito, é bastante expressiva a nova fórmula de cálculo dos lucros líquidos, que serão sempre inferiores aos apurados no regime da lei anterior."<sup>9</sup>

Não perderemos tempo para comprovar estatisticamente uma realidade gritante. Diferentemente do que ocorre no Japão ou nos Estados Unidos, onde inexistente um sistema previdenciário estatal, ninguém, ou quase ninguém, no Brasil, pensaria em adquirir uma carteira de ações para complementar a sua aposentadoria, por exemplo.

Como se vê, o paternalismo do legislador, procurando suprir a omissão das companhias, seus administradores, controladores, e dos próprios acionistas minoritários (não controladores), acabou por surtir o efeito diametralmente oposto, de transformar essa letargia num estado definitivo, formalmente referendado.

Aí sim, paradoxalmente, a norma surtiu, na prática, o efeito oposto ao desejado, erigindo-se em cruel desamparo ao acionista minoritário (não controlador).

Ainda quanto a dividendos, deve-se lembrar, como recomenda a lei, que o dividendo obrigatório não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos (art. 203). Não se deve esquecer, também, que os acionistas

9 Bulgarelli, Waldírio, "A Falácia do Dividendo Obrigatório", in *Revista Forense*, 258: 103-111, p. 110 e nota 22.

preferenciais, regra geral, na prática, são minoritários (não controladores), pois até dois terços do capital social podem ser representados por ações preferenciais sem direito a voto (art. 111 e 15, § 2º). Não se confundem, pois, dividendo obrigatório (art. 202) e dividendo prioritário das ações preferenciais com esse tipo de prioridade (art. 17, I). Embora ambos sejam compulsórios, e ambos condicionados à existência de lucro, o primeiro não pode prejudicar o segundo (art. 203).

A ação preferencial com prioridade na distribuição de dividendos assegura ao seu titular verdadeiro crédito condicionado à existência de lucro. O direito dos acionistas ordinários, quanto aos dividendos, fica condicionado e subordinado à prévia e integral satisfação do crédito dos acionistas preferenciais.

O dividendo prioritário das ações preferenciais pode ser *fixo ou mínimo*, de um lado, e *cumulativo ou não cumulativo*, de outro lado.

O dividendo prioritário fixo representa um teto (não participa dos lucros remanescentes). O dividendo prioritário mínimo representa um piso (participa dos lucros remanescentes).

Os exemplos abaixo ilustrarão melhor os conceitos e, ao mesmo tempo, a afirmação de que o dividendo prioritário, regra geral, também é uma falácia.

Todas as simulações abaixo pressupõem variações de uma *mesma* situação fática, num *mesmo* exercício social.

Numa companhia com o capital de CR\$ 2.000,00, este é dividido da seguinte forma:

1.000 ações ordinárias (50% do capital)

1.000 ações preferenciais (50% do capital), com prioridade na distribuição de dividendos de dez por cento (10%) sobre o valor nominal.

Simulemos, agora, algumas hipóteses diferentes de lucro líquido no *mesmo* exercício social.

I. Lucro líquido distribuível de CR\$ 200,00: as ações preferenciais receberão CR\$ 100,00. As ordinárias receberão CR\$ 100,00.

II. Lucro líquido distribuível de CR\$ 100,00: as ações preferenciais receberão CR\$ 100,00. As ordinárias não receberão nada.

III. Lucro líquido distribuível de CR\$ 500,00: nesta hipótese, torna-se necessário saber se o dividendo prioritário das ações preferenciais é *fixo* ou *mínimo*. Se for fixo, as ações preferenciais receberão CR\$ 100,00. E as ordinárias poderão receber até CR\$ 400,00. Se for mínimo, tanto as preferenciais quanto as ordinárias poderão receber até CR\$ 250,00. Ainda nesta hipótese, para que as ações preferenciais possam receber mais de CR\$ 100,00 será necessário que o estatuto social, expressamente, preveja a participação nos lucros remanescentes, porque “salvo disposição em contrário do estatuto (...) a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes” (art. 17, § 2º). Como essa participação *nos lucros remanescentes* depende de expressa previsão estatutária, e considerando que o estatuto, regra geral, é elaborado pelos *controladores, titulares* de ações ordinárias, não fica difícil supor o que se passa, na prática, com relação à opção entre dividendos fixos e mínimos. Assim, precisamente quando os lucros são maiores, a preferência dos preferenciais fica frustrada.

IV. Lucro líquido distribuível de CR\$ 80,00: as ações preferenciais receberão CR\$ 80,00. As ordinárias não receberão nada. Aqui se inserem os conceitos de dividendo prioritário *cumulativo* e *não cumulativo* das ações preferenciais. O dividendo prioritário cumulativo assegura ao acionista preferencial a acumulação do percentual prioritário de um exercício para outro, quando o seu crédito não for integralmente satisfeito. O dividendo prioritário não cumulativo inadmite essa possibilidade. Assim, se o dividendo prioritário de dez por cento (10%) não foi pago no exercício em questão, percentual não pago será, ou não, acrescido ao percentual prioritário do exercício seguinte, dependendo de ser o dividendo prioritário cumulativo ou não cumulativo.

Na hipótese em tela, nesta situação nº IV, no exercício seguinte, se os dividendos prioritários forem não cumulativos, o percentual prioritário continuará a ser de dez por cento (10%); se forem cumulativos, o percentual prioritário passará a ser de doze por cento (12%), ou seja, os dez por cento (10%) do exercício seguinte mais os dois por cento (2%) não pagos no exercício anterior.

Salvo disposição em contrário do estatuto, o dividendo prioritário das ações preferenciais não é cumulativo (art. 17, § 2º).

Como se vê aqui também, na omissão estatutária prevalecerá a solução menos favorável ao acionista preferencial, justificando-se a mesma suposição já explicitada quando tratamos da dicotomia dividendo prioritário fixo ou mínimo: como o estatuto, regra geral, é feito pelos controladores, titulares de ações ordinárias, não fica difícil supor o que se passa na prática, com relação à opção entre dividendos cumulativos e não cumulativos. Mais uma vez prevalece, na omissão estatutária, a solução menos conveniente para o acionista preferencial que, como vimos, regra geral, é minoritário (não controlador).

A outra prioridade que se pode atribuir à ação preferencial – a prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele (art. 17, II), não deixa de ser igualmente falaciosa. O reembolso aí referido, que não se confunde com o definido no art. 45, efetuado na hipótese de exercício de direito de retirada (art. 137), nada mais é que a restituição do capital investido, em caso de liquidação da companhia. Essa restituição do capital investido integra a participação do acervo da companhia, em caso de liquidação (art. 109, II). Ora, se se considerar que, regra geral, as companhias só se liquidam porque insolventes, não será difícil perceber o caráter meramente ilusório da prioridade no reembolso do capital, atribuída às ações preferenciais que, regra geral, são minoritárias (não controladoras).

## Capítulo 3

### PARTICIPAÇÃO DO ACERVO DA COMPANHIA EM CASO DE LIQUIDAÇÃO

---

---

A liquidação da companhia pode ser comparada, analogicamente, com o inventário dos bens do *de cujus*.

Ao tratar do assunto, no capítulo XVII, a Lei nº 6.404/76 refere-se, cronologicamente, à dissolução, liquidação e extinção da companhia.

Segundo Wilson de Souza Campos Batalha, “a dissolução constitui momento na vida de uma sociedade a partir do qual, embora conservando sua personalidade jurídica, promove a liquidação de seu ativo e do passivo, distribuindo o remanescente aos sócios. Assim, a dissolução assinala o começo da fase agônica da sociedade, em que esta promove sua própria liquidação. Durante a liquidação, conserva a sociedade sua personalidade jurídica, podendo exercer direitos e assumir obrigações, bem como agir processualmente, com legitimação ativa e passiva. Ao invés de ser representada pelos diretores, a sociedade em liquidação representa-se pelo liquidante (...). Dissolvida a sociedade, inicia-se a fase de liquidação, na qual esta conserva a personalidade jurídica, representando-se pelo liquidante”.<sup>1</sup> No caso de liquidação decorrente de dissolução por falência (art. 206, II, c), o liquidante é o síndico (Lei de Falências – Decreto-lei nº 7.661, de 1945, art. 59).

Fábio Ulhoa Coelho demonstra que “dissolução é um conceito que pode ser utilizado em dois sentidos diferentes: para compreender todo o processo de término da personalidade jurídica da sociedade comercial (sentido largo) ou para individualar o ato

---

1 Batalha, Wilson de Souza Campos, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio, Forense, 1977, vol. 3, ps. 1.010 e 1.021.



específico que desencadeia este processo ou que importa na desvinculação de um dos sócios do quadro associativo (sentido estrito).<sup>2</sup>

Invocando o magistério de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, “podemos dizer, dessa maneira, que a *dissolução* apresenta-se como o momento da vida social em que se desfazem as relações associativas decorrentes do contrato plurilateral, colocando-se a *liquidação* como uma etapa necessária à realização das conseqüências jurídicas derivadas do rompimento daquelas relações, tanto no que diz respeito aos acionistas quanto no que diz respeito a terceiros, e *extinção* como o instante que marca o fim efetivo da companhia, com o desaparecimento de sua personalidade jurídica”.<sup>3</sup>

Assim, diferentemente do que afirma Thaller, a verdadeira morte da sociedade ocorre com a extinção, e não com a dissolução.<sup>4</sup> Com a extinção, pelo encerramento da liquidação, extingue-se a companhia e a sua personalidade jurídica.

A liquidação é, portanto, a fase intermediária que medeia entre a dissolução e a extinção da companhia.

Como ensina Trajano de Miranda Valverde, “o instituto da liquidação, que se desenvolveu logo que a prática mercantil reconheceu a autonomia do patrimônio social, tinha, inicialmente, por objetivo o pagamento dos débitos. Solvidos eles, o patrimônio social líquido era dividido entre os sócios, segundo as regras que disciplinavam a partilha da herança”. Hoje prevalece “a regra de que a liquidação de uma sociedade comercial implica, em princípio, a redução a dinheiro de todos os bens sociais, regra que, além de se harmonizar com o conceito de autonomia do patrimônio social, tem a virtude de afastar as intermináveis disputas, que a divisão dos bens em espécie geralmente provoca entre os sócios, como sucede ainda hoje, na partilha dos bens da herança”.<sup>5</sup>

Nessa liquidação, que comparamos analogicamente com o inventário dos bens do *de cuius*, depois de realizado o ativo e

2 Coelho, Fábio Ulhoa, *Manual de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1991, p. 151.

3 Teixeira, Egberto Lacerda, e Guerreiro, José Alexandre Tavares, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, José Bushatsky, 1979, vol. 2, p. 612.

4 Thaller, *Trattato Elementare di Diritto Commerciale*, n° 42, apud Alvares, Walter T., *Direito Comercial*, São Paulo, Sugestões Literárias, 1969, vol. 1, p. 337.

5 Valverde, Trajano de Miranda, *Sociedade por Ações*, Rio, Forense, 1941, vol. II, p. 126.

solvido o passivo, o dinheiro que sobrar – se sobrar – será rateado entre os acionistas, que são os “herdeiros” (entre aspas) da companhia, na proporção de sua participação no capital social. Nesse rateio, deverá ser observada aquela prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele, já referida anteriormente.

A participação no acervo remanescente da companhia, depois de solvido o passivo no processo de liquidação, é consequência natural e lógica num Estado capitalista. E é usufruída tanto pelos controladores quanto pelos minoritários (não controladores). Num Estado socialista, ou em outros tipos societários, a consequência natural e lógica *poderia* ser outra. Nas associações civis sem finalidade lucrativa, por exemplo, em caso de liquidação, não dispendo os estatutos sobre o destino ulterior dos bens, e não tendo os sócios adotado a tal respeito deliberação eficaz, devolver-se-á o patrimônio social a um estabelecimento municipal, estadual ou federal de fins idênticos ou semelhantes e, não os havendo, à Fazenda do Estado, à do Distrito Federal, ou à União Federal (Código Civil, art. 22 e seu parágrafo único).

Leitura atenta do art. 206 da lei deixa claro que a companhia pode dissolver-se estando solvente ou por insolvência. Em qualquer dessas duas hipóteses, será mínima, senão nenhuma, a interferência do acionista minoritário (não controlador). Sem qualquer controle, ele não terá, salvo excepcionalmente, nenhum acesso à administração da companhia. É, pois, mera vítima numa situação de falência. Não terá ele nenhum poder para prorrogar o prazo de duração da companhia, impedindo a sua dissolução de pleno direito pelo término desse prazo. Caso a assembléia geral delibere dissolver a companhia, o acionista minoritário (não controlador) que eventualmente discordar da deliberação terá um suposto direito de retirada, o que Rubens Requião considera um “cochilo do legislador”. “De nada valerá o sócio pedir o recesso da sociedade cuja dissolução foi resolvida, pois todos, no final, receberão seus haveres na liquidação”.<sup>6</sup> Por outro lado, a irregularidade na constituição e o não preenchimento do fim social (art. 206, II, a e b) são motivos ensejadores da dissolução por decisão judicial que dificilmente poderiam ser atribuídos ao acionista minoritário (não controlador).

---

6 Requião, Rubens, *Curso de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1985, 2º vol., p. 132.

Como se vê, o minoritário (não controlador), na dissolução e liquidação da sociedade, é mero expectador passivo, uma espécie de vítima desamparada, que a tudo assiste impotente, com a mera e remota expectativa de participar do acervo da companhia...

## Capítulo 4

### FISCALIZAÇÃO DA GESTÃO DOS NEGÓCIOS SOCIAIS

---

Nas demais sociedades comerciais, o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais é, em princípio, amplo, geral e irrestrito.

Na companhia, sobretudo na aberta (art. 4º), seria totalmente inadmissível que tal direito pudesse ser exercido com tamanha amplitude. Imagine-se, por exemplo, o que seria de uma sociedade anônima como o Banco do Brasil, se cada acionista, a qualquer momento, pudesse reivindicar o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais...

Em face dessa realidade, o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, na companhia, só pode ser exercido na forma prescrita em lei.

A estrutura desenhada pelo legislador para a companhia é extremamente formal, sofisticada e dispendiosa. Há a exigência de uma série de livros sociais (art. 100). Existe ampla necessidade de publicação dos atos e rígida fiscalização das Juntas Comerciais e das autoridades administrativas, fiscais, previdenciárias e trabalhistas. Para os efeitos da legislação tributária, não têm aplicação quaisquer disposições legais excludentes ou limitativas do direito de examinar mercadorias, livros, papéis e efeitos comerciais ou fiscais dos comerciantes, industriais ou produtores, ou da obrigação de exibi-los (Código Tributário Nacional, art. 195). “Estão sujeitos à fiscalização tributária, ou previdenciária, quaisquer livros comerciais, limitado o exame aos pontos de investigação” (Súmula nº 439, do Supremo Tribunal Federal).

Além disso, auditoria externa é obrigatório, em caráter excepcional, em algumas hipóteses de abertura de capital.<sup>1</sup>

---

1 Resoluções BACEN BB/68, itens VI e XIII, nº 220/72; Circular nº 179/72; Resolução BACEN 815, de 06.04.83; e Resolução BACEN 1.007/85.

No seio da companhia, a principal forma prescrita em lei para a fiscalização dos negócios sociais encontra-se no capítulo disciplinador do Conselho Fiscal.

A companhia terá um Conselho Fiscal, e o estatuto disporá sobre o seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas. O Conselho Fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembléia geral (art. 161 e § 1º).

O Conselho Fiscal é, pois, órgão de existência necessária na companhia. Contudo, o funcionamento desse órgão pode ser permanente ou não. Em outras palavras, o Conselho Fiscal funciona de maneira permanente ou intermitente. Quando o seu funcionamento não for permanente, o Conselho Fiscal será instalado pela assembléia geral a pedido de acionistas que representem 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia geral ordinária após a sua instalação (art. 161, § 2º). O pedido de funcionamento do Conselho Fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer assembléia geral, que elegerá os seus membros (art. 161, § 3º).

No Conselho Fiscal de funcionamento intermitente, enquanto não instalado nos termos da lei ou a partir da primeira assembléia geral ordinária após a sua instalação, o órgão permanecerá vazio, sem ocupantes, sem conselheiros ou suplentes, mais ou menos como uma peça decorativa. Será um órgão que existe, sem funcionar, mas sempre preparado para fazê-lo, desde que devidamente acionado.

Em qualquer das hipóteses acima – seja o funcionamento do Conselho Fiscal permanente ou intermitente –, os conselheiros fiscais eleitos e seus suplentes exercerão seus cargos até a primeira assembléia geral ordinária que se realizar após a sua eleição. E poderão ser reeleitos (art. 161, § 5º). Nesse período, quer-nos parecer que os conselheiros fiscais e seus suplentes não são demissíveis *ad nutum*, como ocorre com o Conselho de Administração e os diretores.

Numa comparação da lei atual com o direito anterior transparece, claramente, a preocupação de conferir ao Conselho Fiscal

um perfil novo e mais valorizado, consentâneo com a filosofia inspiradora da reforma. Essa preocupação revela-se tanto na exigência de requisitos para escolha dos conselheiros fiscais quanto na remuneração e responsabilidade destes. Somente podem ser eleitos para o Conselho fiscal pessoas naturais, residentes no país, diplomadas em curso de nível universitário ou que tenham exercido, por prazo mínimo de 3 (três) anos, cargo de administrador de companhia ou de conselheiro fiscal. Nas localidades em que não houver pessoas habilitadas em número suficiente para o exercício da função, caberá ao juiz dispensar a companhia da satisfação dos requisitos acima (art. 162, § 1º). Além disso, são inelegíveis para o Conselho Fiscal pessoas impedidas por lei especial ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos. São ainda inelegíveis para o Conselho Fiscal membros de órgãos da administração e empregados da companhia ou de sociedade controladora do mesmo grupo, e o cônjuge ou parente, até terceiro grau, de administrador da companhia (art. 162 e §§ 1º e 2º).

Quanto à remuneração dos conselheiros fiscais, essa será fixada pela assembléia geral que os elege, mas não poderá ser inferior, para cada membro em exercício, a 0,1 (um décimo) da que, em média, for atribuída a cada diretor, não computada a participação nos lucros (art. 162, § 3º). Procurou assim a lei estabelecer um piso para a remuneração, exigência que inexistia na legislação anterior. Conseqüentemente, a remuneração, conquanto possa continuar simbólica, não poderá atingir níveis meramente irrisórios, como costumava acontecer sob a égide da lei anterior. E essa norma específica sobre a remuneração dos conselheiros fiscais leva em conta que a lei a eles atribui os mesmos deveres e a mesma responsabilidade por ela conferidos aos administradores da companhia, os quais procurou tratar com maior rigidez (art. 165).

Então, talvez já não mais se justifique a crítica de João Eunápio Borges à disciplina jurídica do Conselho Fiscal na vigência da lei revogada, assim formulada: "O Conselho Fiscal transformou-se, entre nós, em órgão meramente decorativo (...). Tal como existe e funciona é órgão supérfluo ou absolutamente inútil e inoperante (...); por mais compenetrados que sejam os

membros do conselho fiscal, por mais idôneos e diligentes, a verdade é que, salvo raríssimas exceções, limitam-se eles a assinar, sem lê-los, termos, atas e pareceres que, em geral, são feitos por empregados da sociedade (...). Acontece, porém, que os membros do conselho fiscal em geral nada entendem de contabilidade, sendo-lhes impossível, por isso, exercer pessoalmente a fiscalização que lhes incumbe. Ainda mesmo que – e isso rarissimamente acontece – quisessem de fato fiscalizar alguma coisa...”<sup>2</sup>

Na constituição do atual conselho fiscal, os acionistas ditos minoritários (não controladores) recebem um tratamento privilegiado: “os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto” (art. 161, § 4º, a).

Observe-se, *en passant*, que a alínea *a* do § 4º do art. 161 induz a uma diferença entre *acionista não controlador* e *acionista minoritário*. Segundo a letra do texto legal, acionista minoritário seria apenas o acionista não controlador titular de ações com direito a voto. Esse entendimento reflete-se, de certa forma, na doutrina. José Alexandre Tavares Guerreiro afirma que minoritários, propriamente ditos, são apenas aqueles acionistas titulares de ações ordinárias (...) que não logram obter a maioria na assembleia geral, nem o pleno exercício do poder de controle (que se fundamenta basicamente na preponderância do voto). Em outras palavras, maioria e minoria são conceitos referidos ao direito de voto. E acrescenta que os acionistas preferenciais sem voto constituem categoria à parte, por serem titulares de direitos incomparáveis àqueles que o voto confere.<sup>3</sup>

Embora essa lição do ilustre professor da USP encontre respaldo na letra do art. 161, § 4º, *a*, preferimos afirmar que, no contexto da lei, maioria e minoria são conceitos referidos ao controle, e não ao direito de voto. E, com isso, manter a equivalência entre acionista minoritário e acionista não controlador.

2 Borges, João Eunápio, *Curso de Direito Comercial Terrestre*, Rio, Forense, 1959, vol. II, ps. 385-387.

3 Guerreiro, José Alexandre Tavares, “Direito das Minorias na Sociedade Anônima”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 63: 106-111 (1986), p. 109.

Mantida essa dicotomia, tem-se que, realmente, o acionista minoritário (não controlador) recebeu um tratamento privilegiado: os minoritários (não controladores) titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em separado, um membro e respectivo suplente do conselho fiscal. E os minoritários (não controladores) votantes terão igual direito, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto.

Com relação aos minoritários (não controladores) votantes, pode ocorrer a hipótese de existirem grupos distintos de minorias, todos eles com 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto. Configure-se, por exemplo, uma companhia na qual existam dois grupos de acionistas minoritários (não controladores) titulares de ações votantes, um representando 10% (dez por cento) das ações com direito a voto e outro representando 14% (quatorze por cento). Nesta hipótese, não se deve concluir que cada um desses dois grupos terá o direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente do conselho fiscal. Entende-se que numa companhia só existe uma única minoria (não controladora) votante, que se contrapõe à maioria (controladora) votante. Assim, no exemplo configurado, será considerado minoria, para o efeito do art. 161, § 4º, *a*, apenas o grupo dos minoritários (não controladores) votantes titulares de 14% das ações com direito a voto. Não se pode admitir, para esse efeito, o fracionamento da minoria com a existência de mais de um grupo minoritário (não controlador) votante.

Existindo mais de um grupo minoritário (não controlador) votante, exercerá o direito de eleger, em votação em separado, um membro do conselho fiscal e respectivo suplente aquele grupo mais representativo, ou seja, aquele, dentre os grupos minoritários (não controladores), que possuir o maior número de ações com direito a voto.

Outro não é o pensamento de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro: “a minoria, para fazer-se presente no conselho fiscal, deve agrupar-se em torno de um único nome, não lhe sendo lícito ter mais do que um representante no órgão. Caso as diversas facções porventura existentes diverjam quanto ao



candidato escolhido, vencerá aquele que mais sufrágios reunir, em votação em separado”<sup>4</sup>.

De qualquer forma, os conselheiros fiscais eleitos pela minoria (não controladora) nos termos do art. 161, § 4º, *a* sempre ficarão em minoria no conselho fiscal. É que os demais acionistas com direito a voto (e aqui se inserem os controladores) poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea *a*, mais um (art. 161, § 4º, *b*).

Ocorre, entretanto, que, embora o conselho fiscal funcione como um colegiado, o conselheiro não é responsável pelos atos ilícitos de outros membros, salvo se com eles for conivente, ou se concorrer para a prática do ato (art. 165, § 1º). Só a responsabilidade por omissão no cumprimento dos deveres é solidária, dele se eximindo o membro dissidente que fizer consignar sua divergência em ata da reunião do órgão, e comunicar aos órgãos de administração e à assembléia geral (art. 165, § 2º).

Ao conceder aos acionistas minoritários (não controladores) um tratamento privilegiado, na escolha de seus representantes no conselho fiscal, a lei impõe a estes um exacerbado dever de diligência. Não apenas os equipara aos administradores da companhia quanto à responsabilidade pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto (art. 165, *caput*), como lhes confia, implicitamente, a tarefa adicional de fiscalizar os demais conselheiros fiscais. Essa tarefa adicional implícita requer características pessoais especiais, aptas a suplantar o *handicap* psicológico que ameaça o minoritário num colegiado; um *handicap* com relação ao qual a lei é, literalmente, impotente.

Em face da complexidade das demonstrações financeiras de uma companhia, do funcionamento colegiado do conselho fiscal, e de sua composição com o maior número de membros sempre escolhido pelo acionista majoritário (controlador), só a desdobrada diligência, a excelência de perícia e a segurança psicológica do conselheiro fiscal representante dos minoritários (não controladores) possibilitará defesa eficiente e eficaz de seus representados.

4 Teixeira, Egberto Lacerda, e Guerreiro, José Alexandre Tavares, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, Bushatsky, 1979, vol. 2, p. 486.

## Capítulo 5

### PREFERÊNCIA PARA SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES, PARTES BENEFICIÁRIAS CONVERSÍVEIS EM AÇÕES, DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES E BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO

---

---

O direito de preferência para subscrição de ações, debêntures e partes beneficiárias conversíveis em ações, e bônus de subscrição, visa, em última análise, a possibilitar que o acionista, se quiser, mantenha constante o seu percentual de participação no capital social nas hipóteses de aumento deste por subscrição de novas ações, conversão de debêntures e partes beneficiárias em ações, ou exercício do direito conferido aos bônus de subscrição.

Debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição são valores mobiliários (Lei nº 6.385/76) que possuem, em comum, a natureza jurídica de título de crédito.

Debêntures são títulos de crédito causais que representam frações do valor de contrato de mútuo, com privilégio geral sobre os bens sociais ou garantia real sobre determinados bens, obtidos pela sociedade anônima no mercado de capitais.<sup>1</sup> São títulos emitidos pelas sociedades anônimas, representativos de empréstimo contraído pelas mesmas, cada título dando aos portadores da mesma série direitos contra a sociedade.<sup>2</sup>

Partes beneficiárias são títulos negociáveis sem valor nominal e não representativos do capital, os quais conferem aos seus

---

1 Requião, Rubens, *Curso de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1985, 2º vol., p. 92.

2 Martins, Fran, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio, Forense, 1982, vol. 1º, p. 311.

titulares direito a crédito eventual contra a sociedade, consistente na participação dos lucros anuais que devem ser distribuídos aos acionistas.<sup>3</sup> São títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, que a sociedade pode criar, a qualquer tempo; seja, portanto, no momento em que se constitui, seja, posteriormente, por deliberação da assembléia geral. Tais títulos, que têm a natureza de títulos de participação, conferirão aos seus proprietários direito de crédito eventual contra a companhia, consistente na participação dos lucros anuais.<sup>4</sup>

Bônus de subscrição é título endossável ou ao portador, cuja emissão somente pode decorrer de companhia com capital autorizado, que confere aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações do capital social, o mesmo sendo exercido mediante apresentação do título à companhia pelo pagamento do preço de ações ou de debêntures.<sup>5</sup> Conferirão, assim, os bônus de subscrição, aos seus titulares, o direito de subscrever ações do capital social, quando, nas sociedades de capital autorizado, um aumento for deliberado.<sup>6</sup>

Tanto as debêntures quanto as partes beneficiárias podem ser conversíveis em ações (arts. 57 e 48, § 2º). Os bônus de subscrição, como vimos, asseguram ao seu titular o direito de subscrever, preferencialmente, ações em aumentos de capital nas companhias de capital autorizado.

Considerando que a conversão das debêntures e das partes beneficiárias em ações, e o exercício do direito conferido aos bônus de subscrição implicarão, necessariamente, o aumento do capital social, o legislador assegurou aos acionistas o direito de preferência para a subscrição de tais títulos, observado o disposto nos arts. 171 e 172, da mesma forma que lhes atribuiu o direito de preferência para subscrição de ações em aumentos de capital (art. 109, IV).

Nos aumentos de capital por subscrição de ações ocorre um acréscimo no patrimônio líquido da sociedade, através do ingresso de novos valores – dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação em dinheiro – no ativo social. Subscrever ações de um aumento de capital significa aderir a esse aumento, assumindo o compromisso

3 Requião, Rubens, ob. cit. na nota 1, *supra*, p. 90.

4 Fran Martins, ob. cit. na nota 2, *supra*, p. 280.

5 Requião, Rubens, ob. cit. na nota 1, *supra*, ps. 99 e 100.

6 Fran Martins, ob. cit. na nota 2, *supra*, ps. 477 e 478.

de pagar o preço de emissão fixado nos termos do art. 170, § 1º. O ato de subscrição constitui uma das cláusulas do negócio jurídico plurilateral de aumento de capital da companhia.<sup>7</sup>

Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento do capital social (art. 170). Esse direito de preferência para subscrição de ações, debêntures e partes beneficiárias conversíveis em ações e bônus de subscrição, embora denominado essencial, não é absoluto. Ele comporta exceções, explicitadas na própria lei. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para aumento de capital pode prever a emissão, sem direito de preferência, para os antigos acionistas, de ações, debêntures e partes beneficiárias conversíveis em ações e bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante venda em bolsa de valores ou subscrição pública ou permuta de ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 a 263 (art. 172).

Como se vê, deixa de existir o direito de preferência para os antigos acionistas se configurados os seguintes requisitos: a) tratar-se de companhia aberta de capital autorizado; b) o estatuto social expressamente prever a exclusão do direito de preferência; c) serem as ações, debêntures e partes beneficiárias conversíveis em ações e os bônus de subscrição colocados mediante venda em bolsa ou subscrição pública *ou*, então, mediante permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 a 263.

Existe outra exceção: o estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos da lei especial sobre incentivos fiscais (art. 172, parágrafo único).

Nota-se, pois, uma certa incongruência entre o *caput* do art. 109 e o art. 172. Enquanto o *caput* do art. 109 reza que “nem o estatuto nem a assembléia geral poderão privar o acionista” dos direitos ali enumerados, o art. 172 prevê a possibilidade de o estatuto excluir o direito de preferência. Contudo, tal dissonância não chega a comprometer a lógica formal da lei.

Ressalvadas, pois, as exceções expressamente previstas no art. 172, temos que, em princípio, o acionista titular de, digamos,

<sup>7</sup> Carvalhosa, Modesto, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1978, 5º volume, p. 301.

1,374% do capital social possui o direito essencial de, se quiser, continuar detendo o mesmo percentual de 1,374% após eventual aumento de capital por subscrição de novas ações, por conversão de debêntures ou partes beneficiárias em ações, ou pelo exercício do direito conferido aos bônus de subscrição.

Embora pareça óbvio, é conveniente ressaltar que essa possibilidade de manutenção do mesmo percentual de participação no capital social, mais que um direito do acionista, é dever da sociedade, nas hipóteses de aumento de capital social sem ingresso de novos valores no patrimônio social: aumentos de capital por correção monetária e por incorporação de lucros ou reservas.

Nos aumentos de capital por capitalização de lucros ou de reservas, inclusive aquele decorrente de correção monetária (arts. 169 e 167) não ocorre subscrição de novas ações. Nem o ingresso de novos valores – dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação em dinheiro – no ativo social. Com relação a tais aumentos de capital, não faz o menor sentido falar-se em direito de preferência que, nos termos do art. 109, IV, só diz respeito à subscrição. Assim, se não houver subscrição, não há como falar em preferência. Mas não é juridicamente possível efetuar aumento de capital por correção monetária ou por incorporação de lucros ou reservas alterando o percentual de participação dos antigos acionistas. Tentativa nesse sentido, efetuada pela empresa Equipamentos Clark S.A., quedou frustrada por felizes decisões do Poder Judiciário em ação movida por acionistas minoritários.<sup>8</sup>

Nos aumentos de capital por correção monetária ou por incorporação de lucros ou reservas, se as ações tiverem valor nominal e este for mantido, a operação acarretará, necessariamente, numa bonificação, com a distribuição de ações bonificadas ou “filhotes”. Nesta hipótese, os “filhotes” deverão ser distribuídos proporcionalmente a todas as ações já existentes. Não será possível distribuí-los também às ações adquiridas em subscrição posterior, como aconteceu no arremedo da companhia já citada.

Além das hipóteses de aumento de capital expressamente disciplinadas na lei das sociedades por ações, existe outra, ali não referida, mas perfeitamente viável à luz do princípio da autonomia

---

<sup>8</sup> Caso Robert Le Roy Patton vs. Equipamentos Clark S.A., in *Revista dos Tribunais*, 418/130 e *Revista Trimestral de Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal*, vols. 72/77.

da vontade e reconhecida pela doutrina. Trata-se do aumento de capital pela conversão do passivo exigível em ações. Os credores transformam-se em acionistas, recebendo o número de ações correspondente a seus créditos, que se extinguem.

Distinga-se, desde já, essa situação de uma outra, diferente, que com ela não se confunde. Nada impede que a permuta do passivo exigível por capital seja efetuada com ações já existentes, mediante contrato entre acionistas e credores. Esta hipótese, diferente, tem sido cogitada como forma de solução da dívida externa brasileira: credores internacionais receberiam, em pagamento, ações do Governo brasileiro em empresas estatais, por exemplo. Nesta hipótese, não ocorre propriamente compensação, mas, sim, novação subjetiva. Por convenção, substitui-se um credor a outro, ficando o devedor desobrigado do primeiro (Código Comercial, art. 438, n<sup>o</sup> 3).

Embora aqui se possa cogitar, também, da proteção aos acionistas minoritários (não controladores) e da própria economia nacional, deixaremos para tratar desta espécie em outra ocasião.

O que nos preocupa, aqui e agora, é a hipótese distinta de aumento de capital com ações novas em favor de credores sociais que, em se tornando acionistas, têm os seus créditos extintos por compensação.

João Eunápio Borges chama a atenção para os prejuízos potenciais dos acionistas nessa circunstância. Preconiza que em tal aumento de capital deve ser respeitado o direito de preferência dos acionistas. E prossegue: admitir o contrário será colocar à disposição de diretores (e, acrescenta-se, conselheiros e controladores) menos escrupulosos um meio fácil de privar os acionistas de um direito que a lei considera intangível e do qual não os podem privar nem os estatutos e nem a assembléia geral. Bastaria que a sociedade contraísse empréstimo com os futuros acionistas, cujo crédito seria posteriormente transformado em capital... Com evidente prejuízo dos acionistas e evidente ofensa à lei.<sup>9</sup>

Embora concordando com a preocupação manifestada pelo ilustre autor mineiro, pensamos que a evidência dessa ofensa à lei talvez não se revele tão clara. E que o Poder Judiciário, ainda não

---

9 Borges, João Eunápio, *Curso de Direito Comercial Terrestre*, Rio, Forense, 1959, vol. I, p. 279.

provocado sobre o assunto, talvez não se convença com igual facilidade dessa evidência. Vejamos.

A permuta de passivo exigível (créditos de terceiros) por capital (ações, emitidas pela companhia devedora) só pode resultar de contrato ou convenção entre os credores e a companhia devedora. Esse contrato é atípico, sugerindo reflexão sobre a sua natureza jurídica.

João Eunápio Borges refere-se à *compensação*. E tal referência induz o seguinte procedimento: o credor subscreve as ações novas, de valor correspondente ao seu crédito; como resultado, o credor passa a dever à companhia o valor equivalente ao seu próprio crédito; opera-se a compensação. Segundo Caio Mário da Silva Pereira, compensação é a extinção das obrigações quando duas pessoas forem, reciprocamente, credora e devedora.<sup>10</sup> Nesse tipo de procedimento, como vimos, a companhia emite ações novas, que são subscritas pelos credores. E a lei é clara ao estabelecer o direito essencial dos acionistas, consistente na preferência para a subscrição. Com esse enfoque, parece-nos evidentemente justa a ponderação de João Eunápio Borges, no sentido de que deve ser respeitado o direito preferencial dos acionistas.

No entanto, um outro procedimento mais sutil, igualmente respaldado pela lei, e ligado a uma interpretação literal desta, poderá obnubilar a evidência do prejuízo dos acionistas, sobretudo dos minoritários (não controladores). A companhia emite ações de valor correspondente ao seu passivo exigível; em seguida, com base em contrato atípico celebrado com o credor, efetua uma dação em pagamento das referidas ações ao credor. A dação em pagamento, como a compensação, é causa de extinção da obrigação. O credor pode consentir em receber coisa que não seja dinheiro, em substituição da pretensão que lhe era devida (Código Civil, art. 995). De acordo com a melhor doutrina, deve-se conceituar a dação em pagamento como acordo extintivo ou liberatório.<sup>11</sup> Ora, celebrado esse acordo liberatório entre a companhia e seus credores, as ações novas emitidas não são subscritas pelo credor. São dadas a ele em pagamento. Não haveria, pois, subscrição que pudesse gerar o direito de preferência à luz do art. 109, IV. E

10 Pereira, Caio Mário da Silva, *Instituições de Direito Civil*, Rio, Forense, 1962, vol. II, p. 200.

11 Pereira, Caio Mário da Silva, ob. cit. na nota 10, *supra*, p. 184.

prestigiar o direito de preferência nesse contexto exigiria a acuidade de uma interpretação sistemática ou teleológica muito mais sutil que aquela necessária caso adotado o procedimento da compensação.

Surpreende-se, assim, mais uma brecha ou lacuna com potencial lesivo para os acionistas minoritários (não controladores).

No aumento de capital mediante subscrição de novas ações, o direito essencial de preferência consagrado no art. 109, IV, quando não excluído por permissão da própria lei (art. 172), deve ser exercido dentro no prazo decadencial fixado pelo estatuto ou pela assembléia geral, não inferior a 30 (trinta) dias (art. 171, § 4º). A lei não fixa o *dies a quo* ou termo inicial desse prazo. Contudo essa omissão não impede que se conclua, por um princípio de elementar bom senso, que tal prazo só começa a fluir a partir de publicação confiável e nos moldes da lei, que assegure o inequívoco conhecimento por parte dos acionistas. O documento publicado, certamente, poderá ser a ata da assembléia geral que houver aprovado o aumento do capital.

Como ensina João Eunápio Borges, regra geral, o aumento de capital mediante subscrição de novas ações exige o pronunciamento de duas assembléias gerais extraordinárias. A primeira, aprovando a proposta da administração, autorizará a elevação do capital social, determinando a forma de sua subscrição – pública ou particular –, a percentagem da entrada inicial, o modo de realização do restante, o prazo para os acionistas exercerem o seu direito de preferência à subscrição das novas ações, as condições de admissão de estranhos às ações não tomadas pelos acionistas etc.

Uma vez terminada a subscrição do capital e pagas as entradas iniciais, a administração convocará outra vez a assembléia geral dos acionistas que, verificando a regularidade da subscrição e o cumprimento de todas as formalidades legais relativas ao aumento de capital, votará a reforma do artigo dos estatutos a ele relativo.<sup>12</sup>

A exigência de duas assembléias gerais extraordinárias – uma para aprovar a proposta de aumento apresentada pela administração e outra para aprovar o aumento de capital, reformando a cláusula a ele referente – é regra geral, que comporta exceções, como veremos mais adiante.

12. Borges, João Eunápio, ob. cit. na nota 9, *supra*, ps. 263 e 270.



Incidindo a regra geral, impondo a necessidade de duas assembléias gerais extraordinárias, cada uma delas se sujeita às mesmas formalidades para convocação, instalação e deliberação válidas e regulares.

A jurisprudência brasileira reporta ao seguinte caso: companhia paulista realizou, no dia 24 de abril, assembléia geral extraordinária, que aprovou proposta de aumento de capital apresentada pela administração. A mesma assembléia geral, à qual não comparecera a unanimidade dos acionistas, fixou em 30 (trinta) dias o prazo para exercício do direito de preferência. E já marcou a segunda assembléia geral extraordinária para, no dia 25 de maio, independentemente de nova convocação, aprovar o aumento de capital e reformar a cláusula estatutária, a ele relativa, o que foi efetuado.<sup>13</sup> Ora, a convocação de assembléia geral é ato jurídico, cuja validade requer, entre outros requisitos, a forma prescrita em lei (Código Civil, art. 82). A forma prescrita em lei para a convocação de assembléias gerais é a do art. 124. Só a assembléia geral validamente convocada pode se instalar validamente. E só a assembléia regularmente instalada pode deliberar validamente. Assim, a nulidade da convocação acarreta, em cadeia, as nulidades da instalação e da deliberação. E tais nulidades só são supridas pelo comparecimento unânime dos acionistas votantes ou não votantes – (art. 124, § 4º). Embora o Código Civil considere nulo de pleno direito o ato jurídico praticado sem a forma prescrita em lei (Código Civil, art. 145, III), a nulidade da assembléia geral, no caso aqui enfocado, é apenas relativa, nos termos do art. 286 da lei das sociedades por ações, norma posterior à do Código Civil, além de específica. A ação para anular as deliberações tomadas em assembléia geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadora da lei ou do estatuto, ou eivada de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação (art. 286).

Realizando-se duas assembléias gerais para o aumento de capital por subscrição de novas ações – uma para aprovar a proposta de aumento e outra para aprovar o aumento, reformando a cláusula estatutária a ele referente –, o prazo para o exercício do

---

13 Caso Norma de Farias Evelyn vs. Veta Eletropatent S.A., in *Revista dos Tribunais*, 465/128.

direito de preferência há de medear, necessariamente, entre as duas. Tal prazo de, no mínimo, 30 (trinta) dias, começa a correr somente após publicação que assegure inequívoco conhecimento por parte dos acionistas. O documento publicado pode ser a ata da assembléia geral, que aprovar a proposta de aumento de capital, apresentada pela administração. Ocorre que a publicidade de tal ata não é obrigatória. A lei só considera obrigatória a publicação da ata da assembléia geral ordinária (art. 134, § 1º) e a da assembléia geral extraordinária que modificar o estatuto, para que possa esta valer contra terceiros (art. 135, § 1º). Ora, a assembléia geral extraordinária que aprova proposta de aumento do capital social, apresentada pela administração, não implica reforma estatutária. Depois de aprovada aquela proposta, a administração vai tomar as providências necessárias para concretização do aumento de capital, aumento esse que exige, além do respeito ao exercício do direito de preferência dos antigos acionistas, várias formalidades legais, tais como subscrição — pública ou particular —, recebimento de entradas etc. O aumento proposto tanto pode concretizar-se como frustrar-se. Cumpridas todas as formalidades e transcorrido o prazo para o exercício do direito de preferência dos antigos acionistas, reúne-se a segunda assembléia geral extraordinária, para aprovar o aumento de capital e alterar a cláusula estatutária a ele relativa. Essa segunda assembléia geral extraordinária, sim, e só ela, delibera uma reforma estatutária. E a publicação da ata desta segunda assembléia geral extraordinária é obrigatória, para valer contra terceiros (art. 135, § 1º). A publicação da ata da primeira assembléia geral extraordinária que aprova a proposta de aumento do capital social apresentada pela administração da companhia não é obrigatória. Nada impede, contudo, a sua publicação. Ocorrendo tal publicação, ela marca o *dies a quo* ou termo inicial do prazo para o exercício do direito de preferência. Não ocorrendo, a companhia deverá publicar um anúncio ou aviso aos acionistas. A publicação, da ata ou do aviso, deverá ser feita no órgão oficial da União ou do Estado, conforme o lugar da sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que se situa a sede da companhia (art. 289). As companhias abertas e as fechadas que venham a efetuar emissão pública das ações relativas ao aumento de capital de-

verão observar, quanto à publicação aqui referida, a Instrução Normativa CVM nº 2, de 4 de maio de 1978 (art. 289, § 1º).

A necessidade de duas assembleias gerais extraordinárias para o aumento de capital por subscrição de novas ações é regra que admite exceções.

Se instalada a assembleia geral extraordinária para aprovar a proposta de aumento do capital social apresentada pela administração com a unanimidade dos acionistas (votantes e não votantes) e, em deliberado o aumento, os acionistas se prontificarem a subscrever imediatamente as ações que couberem a cada um ou negociarem entre si, o direito de preferência, nada impede que, cumpridas as formalidades necessárias, esta mesma assembleia aprove definitivamente o aumento e altere a cláusula estatutária relativa ao capital.

Outra exceção ocorre nas companhias de capital autorizado. Nestas já existe, no próprio estatuto social, autorização para o aumento de capital. Assim, dentro dos limites fixados no estatuto, acha-se a administração da companhia autorizada a tomar as medidas tendentes ao aumento do capital social, independentemente do *placet* da assembleia geral. Nada impede, obviamente, que a assembleia geral seja consultada nesta hipótese. Contudo, independentemente de deliberação da assembleia geral, o conselho de administração pode, dentro do limite já autorizado no estatuto, desencadear o processo de aumento de capital por subscrição de novas ações (art. 166, II e 168). Na companhia de capital autorizado, a autorização para o aumento de capital social concedida estatutariamente deverá especificar os casos ou as condições em que os acionistas terão direito de preferência para subscrição ou de inexistência desse direito (art. 168, § 1º, d e 172).

Aqui também, nas companhias de capital autorizado, uma vez concretizado o aumento de capital, haverá, conseqüente e necessariamente, uma reforma estatutária. A cláusula relativa ao capital será, necessariamente, reformada. Em todas as publicações e documentos em que declarar o seu capital, a sociedade deverá indicar o montante do seu capital subscrito e integralizado (Lei nº 4.728/1965, art. 45, § 2º). O capital autorizado pode

ser visualizado como um objetivo, uma meta a ser atingida em futuro próximo ou remoto. Não se confunde com o capital efetivamente subscrito. E nem com o capital integralizado.

O capital subscrito é o capital social (integralizado ou não). E a sua menção atualizada deve constar, obrigatoriamente, do estatuto social.

Concretizado o aumento de capital na companhia de capital autorizado, a cláusula estatutária a ele relativa será modificada (alterada, reformada). Ora, a reforma de cláusula estatutária significa reforma do estatuto. Assim, deve ser entendida em termos a redação do *caput* do art. 168, quando afirma que o estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária. A expressão *independentemente de reforma estatutária*, nesse contexto, significa, apenas, independentemente da formalidade de manifestação da assembléia geral para aprovação da proposta de aumento de capital. Na companhia de capital autorizado, o conselho de administração, composto apenas de acionistas, representantes simbólicos da propriedade da empresa, pode, independentemente da manifestação da assembléia geral, deliberar o aumento de capital dentro do limite autorizado no estatuto (art. 166, II). Como observa José Alexandre Tavares Guerreiro, o regime do capital autorizado se inspira no princípio segundo o qual a emissão de ações, para o financiamento da empresa ou para a formação de seu patrimônio, configura o resultado de uma decisão administrativa. Os acionistas, enquanto tais, não praticam atos de gestão.<sup>14</sup>

O direito de preferência, assegurado aos acionistas, acha-se sujeito a elevado potencial de manipulação por parte do acionista controlador. Tal manipulação pode atingir facilmente as raias da ilegalidade, principalmente no tratamento dado às eventuais sobras, sobretudo nas subscrições particulares.

O tratamento jurídico das sobras é previsto nos §§ 7º e 8º do art. 171, complementado pela Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980.

Em caso sob o nosso patrocínio, uma companhia aberta, por intermédio de Distribuidora de Valores Mobiliários do mes-

14 Guerreiro, José Alexandre Tavares, *Regime Jurídico do Capital Autorizado*, São Paulo, Saraiva, 1984, p. 40.

mo grupo, efetuou anúncio de oferta pública de sobras, dele fazendo constar a seguinte cláusula: “*Na forma da Instrução CVM nº 13, em seu art. 33, será adotada a sistemática de procedimento diferenciado na colocação das sobras que se verificarem após o exercício do direito de preferência dos antigos acionistas. Depois de publicado o Anúncio de Início de Distribuição de Ações, os interessados deverão procurar a Distribuidora, onde serão atendidos por ordem de chegada. Não serão fixados lotes mínimos nem máximos de ações.*”

Segundo o cliente, na mesma companhia, em lançamentos anteriores, sempre se adotou o procedimento diferenciado (Instrução Normativa CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, art. 33), que favorecia o acionista controlador e frustrava os demais.

O mesmo cliente, investidor minoritário com sofisticada formação na área de mercado de capitais, percebeu, no anúncio publicado, boa oportunidade de investimento, uma vez que o preço indicado na oferta se achava aquém do valor de cotação das ações em sobra. Precisamente por ser profundo conhecedor das leis do mercado acionário, procurou tomar inusitada e obsessiva precaução para assegurar a chegada em primeiro lugar à sede da Distribuidora. Chegou a ponto de contratar pessoas para passarem a noite na porta de entrada do estabelecimento, marcando-lhe o lugar. No dia seguinte, tão logo iniciado o expediente, dirigiu-se ao local indicado, ali chegando em primeiro lugar. Para surpresa sua, foi informado de que outra pessoa, que milagrosamente ali chegara antes, já *subscivera as referidas sobras*. O outro *subscritor era pessoa simples e ingênua, sem um mínimo de tradição ou informação nesse sofisticado mercado*. No entanto, a situação armada induzia à conclusão contraditória e completamente inverossímil de que fora ainda mais cauteloso que o outro investidor. Desmascarou-se uma simulação. O *investidor-cinderelo* nada mais era que um testa de ferro do acionista controlador que, ao saber do interesse daquele investidor mais informado, a quem conhecia pessoalmente, quis barrar a pretensão deste, aproveitando a oportunidade para si próprio e frustrando o direito do outro.

A simulação foi reconhecida em ambos os graus de jurisdição da Justiça mineira.

Alguns trechos da sentença e do acórdão deixam entrever a gravidade da simulação, para a qual o Banco e a sua Distribuidora não se pejaram em tentar manipular a própria Justiça.

EXCERTOS DA SENTENÇA<sup>15</sup>

“A preliminar de ilegitimidade passiva do Banco, oferecida na contestação de fls. 42/43, não medra.

É que a Distribuidora P., com o mesmo nome do Banco, é uma empresa que, embora tenha personalidade jurídica distinta, no caso, em particular, o seu ato está interligado com atos do Banco, e a *litiscontestatio* está a envolvê-los, de tal forma que é impossível a sua pretendida exclusão.

De fato, as ações discutidas são emitidas por ele e a sua empresa, sozinha, não pode determinar a ele que cumpra o que foi pedido, se por acaso for atendida a pretensão, tornando-se impossível a solução da pendência.

Não importa aqui a existência do conglomerado P. e que a sua Distribuidora, segunda R. e primeira contestante, esteja no mesmo prédio, que também tem a mesma porta de entrada, que é uma só em relação ao indicado prédio.

O que não se pode é deferir-se a exclusão, notadamente em razão da solidariedade existente e de eventual repercussão sobre ambos, desde que venha a ser procedente o pedido, que é múltiplo e atinge o Banco pretendente de sua exclusão.

Rejeita-se, assim, a preliminar do primeiro R. e segundo contestante (o Banco).

.....  
O indício mais evidente e até inarredável do conluio entre os três RR. está exatamente no aviamento de medida cautelar ao seu direito (do R. E.L.M.) à aquisição das ações objeto da presente ação.

É que o R. (E.L.M.), adquirente das ações, declara às fls. 98: “Que não sabe explicar o motivo desta medida judicial”.

Ele (E.L.M.), o A. da medida, não sabe porque a aviou.

Os dois primeiros RR. (o Banco e a Distribuidora), fl. 44, sabem da medida, em que se escudaram para justificar a distribuição, e antes, à fl. 35, na primeira contestação, aludem à medida, o que aliás ocorre nas cautelares, no memorial e, de resto, em todo o processo”.

.....

15 Oliveira, Tibagy Salles de, Sentença proferida na Ação Ordinária nº 02488561959-3, Quinta Vara Cível de Belo Horizonte-MG, 30.11.1989.

Quais eram as únicas pessoas que sabiam da intenção do A. (J.O.M.S.) na subscrição e compra das ações?

A resposta é fácil de ser oferecida; eram o Banco e sua Distribuidora, porque o A. (J.O.M.S.) já diligenciara neste sentido junto a ambos, como está nas cautelares em apenso.

As duas cartas de fls. 4 e 5, da referida medida cautelar, são muito sintomáticas, porque evidenciam verdadeira montagem levada a efeito pelo Banco, sua Distribuidora e o R. E.L.M.; ambas (são) do dia 08.11.88, quando a medida foi ajuizada no dia 09.11.88.

Ora,

O autor da medida cautelar (E.L.M.), depondo em juízo, fl. 98, afirma: “Que o depoente intentou medida judicial constante de um dos autos em apenso através de orientação de seu advogado; que não sabe explicar o motivo desta medida judicial”.

Ele (E.L.M.) escreveu e entregou a carta de fl. 5, da notificação já referida, ele recebeu a resposta de fl. 4, ele aviou a notificação, mas não sabe porquê e nem para quê.

A afirmação é manifestamente contraditória e demonstra que os RR. Banco e sua Distribuidora agiram em conluio com o primeiro R. (E.L.M.), que não pode ser assim tão inocente útil.

A venda feita desta forma não pode convalescer, vez que contra ela o A. (J.O.M.S.) propôs a presente ação.

As demais provas produzidas, seja documental, seja através das medidas acauteladoras adotadas pelo A. (J.O.M.S.) e, seja, afinal, pela prova testemunhal, demonstram satisfatoriamente a conclusão acima indicada.”

### TRECHOS DO ACÓRDÃO<sup>16</sup>

“A única preliminar existente nos autos refere-se à alegação de ilegitimidade passiva *ad causam* feita pelo Banco (...), e que não foi agasalhada em primeiro grau. Sustenta o apelante a tese de que a intermediação foi contratada pela Distribuidora (...), ficando o Banco “ao largo do processo de colocação das ações, não tendo qualquer ingerência nele” (fl. 186-TA).

Não há de ser acatada a preliminar. Como se vê dos autos, e como muito bem ficou ressaltado na réplica pelo autor, “qualquer

16 Tribunal de Alçada do Estado de Minas Gerais, Apelação Cível nº 102.067-5, Comarca de Belo Horizonte, Relator Juiz Sérgio Resende, 04.02.1991.

que seja a decisão judicial sobre o presente feito, ela vinculará a ele, Banco, e não mais à Distribuidora (...). Basta notar que o “anúncio de início de distribuição pública de ações” (fl. 126-TA) traz, em realce, o nome do Banco (...). Restou, por conseguinte, bem analisada a questão na decisão de origem, a revelar ter sido correto o não acolhimento da pretensão de exclusão da lide. Rejeita-se, assim, a preliminar.

Quanto ao mérito, as três posições assumidas pelos réus, ora apelantes, se confundem, por esposarem os mesmos pensamentos a respeito da matéria, isto é, batem-se pela improcedência da súplica inicial, ao argumento de que a subscrição feita por E.L.M. obedeceu a ordem de chegada em primeiro lugar, como constou do “anúncio”.

Antes da análise da prova feita, em se percebendo que o deslinde da controvérsia reside em pesquisar como se passaram os fatos, impõe-se dizer o seguinte: estranha-se, e *muito*, a obstinada posição, quer do Banco, quer da Distribuidora, em que prevaleça a subscrição feita por E.L.M. Se não há demonstração de prejuízo, deveriam os citados réus ficar alheios à discussão que se travaria, com maior ênfase os dois pretendentes à aquisição das ações. No entanto, o que se vê é uma insistência do Banco em não permitir que o autor, J.O.M.S., consiga êxito na sua pretensão. Afinal, à Instituição Bancária pouco deveria importar o nome do subscritor: José ou João.

*Chegou a tal ponto a identidade de posições entre os três réus que o Sr. E.L.M. ao contestar uma das cautelares incidentais usou papel do próprio Banco (...) e seu tipo de máquina (vide fls. 85/86-TA). Não tivesse sido a petição subscrita pelo procurador. Dr. (...), e poderia supor-se que seria subscrita pelo Dr. (...) ou Dr. (...).*

Como se nota pela publicação no jornal “O Estado de Minas”, o anúncio de início de distribuição pública de ações salientou dois pontos importantes, a saber: a subscrição obedeceria a “ordem de chegada” e o início se daria em 10.11.88. Toda prova feita demonstrou, *quantum satis*, que foi o autor (J.O.M.S.) a primeira pessoa a chegar ao Banco na data marcada, como se vê à leitura dos depoimentos das testemunhas ouvidas e cuja transcrição não se faz necessária, tão evidente se apresenta a assertiva. Segundo prova oral, robusta e bastante convincente, seria impossível ao Sr. E.L.M. chegar ao 11º ou 12º andar antes do autor (J.O.M.S.). O boletim de subscrição nº 3.479 (fl. 41-TA) feito pelo



réu (E.L.M.), diante de uma série de atos e atitudes estranhas, com suporte em prova cabal de que foi o autor (J.O.M.S.) a primeira pessoa a chegar ao estabelecimento bancário na data constante do “anúncio” (10.11.88), não pode prevalecer.

Acresce dizer-se, ainda, que a inusitada cautelar inominada proposta pelo réu E.L.M. deveria ter merecido do Juiz pronto indeferimento. Não revelou qual seria o *periculum in mora* e, de sua narração, não se vislumbrou a aparência do “bom direito”, sabendo-se que bastaria chegar o interessado em primeiro lugar no dia certo, 10.11.88...., *a menos que a verdadeira intenção fosse outra.*

*Em síntese:* “crê-se, pois, que o ínclito Juiz sentenciante bem disciplinou a espécie nos autos ao acolher, de forma integral, a pretensão exposta na inicial. Nega-se assim, provimento aos três apelos.”

Este caso, simples quanto ao fato básico a ser comprovado – chegada a determinado local em primeiro lugar – mas complexo quanto à dificuldade de prova da simulação, erige-se em significativo alarme com relação ao enorme potencial de manipulação, acima referido. Por outro lado, ele revela, também, e claramente, a insensibilidade do empresário manipulador para as vantagens macroeconômicas de um mercado limpo, honesto e transparente. A julgar pelo procedimento nele retratado, o investidor minoritário constatará toda a sua impotência e todo o seu desamparo na vã e infrutífera tentativa de obter um tratamento equânime. E, sob este aspecto, as decisões da Justiça mineira, revelando rara sensibilidade e perspectiva, prestaram relevante serviço ao aplicar os princípios maiores que inspiram a legislação do mercado de capitais.

PERSPICÁCIA

## Capítulo 6

### RETIRADA DA SOCIEDADE

---

---

Enfatizando o caráter institucional da sociedade anônima e, principalmente, das companhias abertas, o legislador consagrou a regra geral das deliberações assembleares pela maioria das ações votantes. A regra geral é fixada no art. 129: as deliberações da assembléia geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco. Tal maioria, em cada assembléia geral, leva em conta, apenas, as ações votantes presentes à assembléia geral. Ou, mais precisamente, o número de votos dados numa assembléia geral específica, não computados os em branco e (embora a lei não o diga expressamente) os nulos.

A situação seguinte ilustra o conceito de maioria absoluta referida no art. 129:

Uma companhia possui o capital de CR\$ 900.000.000,00, divididos em 900.000.000 de ações.

300.000.000 de ações são ordinárias e, pois, votantes (art. 110, *caput*).

600.000.000 de ações são preferenciais sem direito de voto (art. 15, § 2º).

Numa assembléia geral específica, instalada em segunda convocação (arts. 125 e 135), comparecem 15 ações votantes.

Efetuada a votação, constata-se cinco votos em branco. Esses cinco não serão computados (art. 129).

Restam 10 votos válidos.

A maioria absoluta, exigida para essa deliberação, será de metade mais um dos votos válidos, ou seja, 6 votos.

No caso de eventual empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembléia geral será convocada, com intervalo mínimo de 2 (dois) meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir no interesse da companhia (art. 129, § 2º).

Esse exemplo, certamente exagerado, visa a ilustrar o preciso significado do adjetivo "absoluta", que qualifica o substantivo maioria no contexto do art. 129.

Essa regra geral, fixada no art. 129, sofre algumas exceções, expressamente previstas. O estatuto da companhia fechada pode aumentar o *quorum* exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias (art. 129, § 1º). O art. 136, *caput*, estabelece um *quorum* deliberativo qualificado de metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia fechada, para deliberação sobre as matérias ali enumeradas. A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução de *quorum* deliberativo qualificado previsto no art. 136 (no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersas no mercado, e cujas três últimas assembléias gerais tenham sido realizadas com metade das ações com direito a voto); neste caso, a deliberação com *quorum* reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação (art. 136, § 2º). A transformação exige o consentimento unânime dos sócios – votantes ou não –, salvo se prevista no estatuto (art. 221). A deliberação sobre desnacionalização da companhia também exige o consentimento igualmente unânime dos sócios – votantes ou não (art. 300 c.c. o art. 72 do Decreto-lei nº 2.627, de 1940).

Como decorrência da regra geral consagrada no art. 129, tem-se que as deliberações da maioria devem ser acatadas e aceitas pela minoria, em respeito ao princípio democrático. Contudo, consciente de que algumas alterações estruturais na vida da empresa podem ser particularmente gravosas ou inquietantes para a minoria dissidente, a lei procura efetuar algumas concessões. Assim, excepcionalmente, e num rol de *numerus clausus*, outorga ao acionista dissidente da deliberação da assembléia geral o direito de retirar-se da companhia, exigindo que esta lhe reembolse o valor de suas ações.

Parece óbvio que esse direito de retirada, essencial e excepcional, interessa, exclusivamente, ao acionista minoritário (não controlador). Com efeito, seria totalmente ilógico vincular-se tal direito ao acionista controlador que, por querer e provocar a alteração ensejadora do direito de retirada, certamente não discordaria da própria decisão.

Tratando-se de *facultas agendi* exclusiva do acionista minoritário (não controlador), o direito de retirada assume especial relevância quando se pensa em termos de proteção às minorias.

Fran Martins, em excelente estudo sobre o assunto, efetua levantamento histórico completo do direito de recesso, cuja adoção, no Brasil, acha-se ligada à introdução, em nosso país, das ações preferenciais. Isso ocorreu em 1898, através de uma consulta a juristas de nomeada – entre os quais Rui Barbosa – sobre a possibilidade de ser regulada essa modalidade de ações sem ferir os dispositivos da legislação então vigorante.

Em seu trabalho, Fran Martins afirma: “No que diz respeito ao direito de recesso, a Lei nº 6.404/76 ampliou bastante – ao contrário do que tem acontecido em outros países, como a Itália, que os têm restringido – os casos em que o acionista dissidente de deliberações das assembléias gerais têm o direito de retirar-se da sociedade, reembolsados do valor de suas ações.”

Após exposição analítica de cada uma das hipóteses ensejadoras do direito de retirada pela legislação brasileira, com incursões precisas no Direito Comparado, Fran Martins, num balanço final, observa que “dos 14 casos em que vigora o direito de recesso (dois casos, como visto, resultavam de disposições transitórias, hoje não mais em vigor), 10 não são contemplados nas legislações de outros países”. Mas acrescenta: “Entretanto, vários casos existem, em outros sistemas jurídicos, que dão lugar ao recesso e não estão contemplados na lei brasileira.” E destacou nada menos que nove casos.<sup>1</sup>

Depois de publicado o trabalho do Prof. Fran Martins, e já no crepúsculo do Governo do Presidente José Sarney, a Lei Federal nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989, modificou o art. 137 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e, com uma única penada, excluiu nada menos que quatro dos 14 casos ensejadores do direito

---

1 Fran Martins, “O Direito de Recesso na Lei Brasileira das Sociedades Anônimas”, in *Revista de Direito Comparado Luso-Brasileiro*, 4: 114-134 (jan. 1984).

de retirada arrolados pelo mestre cearense: 1ª) incorporação da companhia em outra; 2ª) fusão; 3ª) cisão; e 4ª) participação em grupos de sociedades.

Contudo, não tem sido unânime, na doutrina, a conclusão quanto ao efeitos da Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989.

Mauro Rodrigues Penteadado entende que “a Lei 7.958/89 não modificou a disciplina do direito de retirada contida na Lei nº 6.404/76”. Segundo ele, “no afã de suprimirem o direito de recesso nas hipóteses em tela, os participantes do processo legislativo de elaboração da Lei nº 7.958 – o autor do Projeto nº 182/89, os assessores parlamentares das Comissões Permanentes do Senado e da Câmara, o Ministério da Justiça – incorreram, *data venia*, em gritante erronia. Eliminaram apenas a remissão feita no art. 137, aos incs. VI e VIII da Lei nº 6.404, não se dando ao trabalho de compulsar o texto completo desse diploma legal, onde encontrariam esse mesmo direito potestativo dos acionistas previsto e assegurado *em mais cinco outros mandamentos*, que não foram feridos pela lei recém-editada: os arts. 225, I, 264, §§ 3º e 4º e 230 (para as incorporações, fusões e cisões) e o art. 270, parágrafo único (para a constituição de grupos societários)”.<sup>2</sup>

Pensa diferentemente Jorge Lobo. E, embora lamentando a infelicidade da Lei nº 7.958/89, aderimos à sua lição, que nos parece perfeita. Diz ele: “Finalmente, resta examinar a afirmação, segundo a qual, ao modificar, apenas, o art. 137 da Lei nº 6.404/76, sem, entretanto, referir-se, expressamente, aos arts. 255, IV, 230, e 270, parágrafo único, todos da Lei nº 6.404/76, a Lei nº 7.958/89 teria padecido do mal dos nossos dias conhecido como “imperfeição de técnica legislativa” e mantido, embora não fosse a intenção do legislador (*mens legislatoris*), nem seja o espírito da lei (*mens legis*), intocado o direito de recesso, mesmo nas hipóteses focalizadas pelos revogados incs. VI e VIII da Lei nº 6.404/76. *Data venia*, esse ponto de vista carece de fundamento, pois, como deixou claro Carlos Maximiliano: “Extinta uma disposição, ou instituto jurídico, cessam todas as determinações que aparecem como simples conseqüências, explicações, limitações, ou se destinam a lhe facilitar a execução ou funcionamento, a fortalecer ou abrandar os seus efeitos. O preceito principal arrasta em sua queda

2 Penteadado, Mauro Rodrigues, “A Lei nº 7.958/89 e a Pretensa Modificação do Direito de Retirada dos Acionistas: Uma Discussão Inócua”, in *Revista de Direito Mercantil*, vol. 77 (jan. – mar./1990), p. 46.

o seu dependente ou acessório.” A propósito, recordo que já o Projeto de Código Civil de Felício dos Santos, no título preliminar, art. 6º, previa que: “Quando uma lei é revogada em suas principais disposições, abrange essa revogação as disposições secundárias que emanam daquelas.” Ora, como os mencionados artigos contêm, exclusivamente, disposições secundárias, acessórias, complementares, que se limitam a explicar ou a reforçar ou a facilitar a execução das normas principais, que são as dos arts. 109, V, e 137 da Lei nº 6.404/76, entendo, *data venia*, que elas “caíram”, para usar a expressão de Carlos Maximiliano”. Finalizando, Jorge Lobo acrescenta: “Por todo o exposto, concluímos que o acionista da sociedade anônima não mais tem o direito de retirada nos casos de cisão, fusão, incorporação da companhia em outra sociedade ou sua participação em grupos de sociedades, bem como (que) as disposições do inc. V do art. 255, do art. 230 e do parágrafo único do art. 270 da Lei das S/A foram revogadas pela Lei Nº 7.958/89.”<sup>3</sup>

Os 12 casos em que vigorava definitivamente o direito de recesso arrolados por Fran Martins (excluídos os dois que resultavam de disposições transitórias) eram os seguintes: 1. Criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais; 2. Alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais ou criação de classe mais favorecida; 3. Mudança do objeto da companhia; 4. Incorporação da companhia em outra; 5. Fusão; 6. Cessação do estado de liquidação; 7. Transformação; 8. Cisão; 9. Alteração do dividendo obrigatório; 10. Dissolução; 11. Participação em grupos de sociedades; 12. Aquisição de controle, de companhia em funcionamento, por pessoa jurídica de direito público.

Ora, com a exclusão das quatro incidências mencionadas sob os nºs 4, 5, 8 e 11 *supra*, pela referida Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989, as 14 hipóteses ensejadoras do direito de recesso reduzem-se a 10.

Por outro lado, lembremo-nos de que o próprio Fran Martins coligiu nada menos que nove hipóteses permissivas do direito de retirada na legislação estrangeira não consagradas na Lei nº 6.404, de 1976.

---

3 Lobo, Jorge, “Direito de Retirada nos casos de Fusão, Incorporação, Cisão e Participação em Grupos de Sociedades,” *in Revista dos Tribunais*, vol. 664, (fev./1991), ps. 48/49.

Além disso, convém lembrar, também, que o direito de retirada na hipótese de dissolução da companhia é algo inócuo na prática. Como observa Rubens Requião, “é lógico que a cessação do estado de liquidação importa no uso do direito de retirada, *mas não a dissolução*, pois esta visa à extinção da companhia; de nada valerá o sócio pedir o recesso de sociedade cuja dissolução foi resolvida, pois, no final, receberá os seus haveres na liquidação...; houve aqui, por certo, ligeiro cochilo do legislador.”<sup>4</sup>

Como se pode perceber, num balanço aritmético final, efetuado após a Lei nº 7.958, de 1989, o que se constata não é a ampliação, mas a manutenção ou, mais precisamente, a redução dos casos em que o acionista dissidente de deliberações das assembleias gerais tem o direito de retirar-se da sociedade, reembolsado do valor de suas ações.

Não deve passar despercebido que, desta feita, a ameaça às normas protetoras dos acionistas minoritários (não controladores) se concretizou não por ato do controlador e, sim, por ato formal do próprio legislador, por lei cuja verdadeira legitimidade foi questionada pelos maiores juristas pátrios, chegando a haver insinuações de que ela teria destinatário casuístico próprio. Segundo o jornal *Folha de São Paulo*, de 12.01.90, tal lei teria sido promulgada “por conveniência da Varig, que desejava incorporar a Companhia Aérea Cruzeiro do Sul”.

Este trabalho não se destina especificamente ao iniciante e, sim, ao iniciado em Direito Comercial. Por isso, não pretendemos comentar aqui, em detalhes, cada uma das hipóteses restantes na legislação brasileira, ensejadoras do direito de recesso, após a redução constatada. Remetemos, pois, o leitor iniciante a um dos vários e excelentes cursos e manuais didáticos já escritos sobre o assunto.

Uma das hipóteses ensejadoras do direito de retirada, suprimida pela Lei nº 7.958, de 1989, merece especial destaque, em função dos objetivos desta obra. Trata-se do extinto direito de recesso no caso de deliberação sobre participação em grupos de sociedades (arts. 136, VIII e 265).

Fábio Konder Comparato, em sua monografia sobre o poder de controle na sociedade anônima, ao tratar dos grupos de socie-

4 Requião, Rubens, *Curso de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1985, 2ª vol., p. 132.

dades, escreve, textualmente, o seguinte: “O legislador pátrio seguiu o modelo alemão de outra forma e, a nosso ver, criticavelmente, ao aceitar a distinção entre grupos de fato e grupos de direito. Estes últimos, regulados no capítulo da lei, acabaram se tornando, como era de prever-se, raras exceções ao sistema vigente, em razão da possibilidade do recesso acionário (arts. 136, VIII e 265). Com isso, a proteção aos acionistas não controladores repousa, integralmente, sobre a aplicação do princípio indenitário, por abuso de poder (art. 246), cujo caráter dissuasório não se tem revelado muito eficaz, nem mesmo com o incentivo do prêmio à ação social *ut singuli* dos acionistas não controladores (§ 2<sup>o</sup>).”<sup>5</sup>

Esse trecho põe simultaneamente a nu, a nosso ver, duas realidades preocupantes.

A *primeira*, apenas subliminarmente insinuada, consiste em que, na hipótese de deliberação sobre participação em grupo de sociedades, o direito de retirada era, praticamente, o único mecanismo de defesa do acionista minoritário (não controlador). Com a sua exclusão, amplia-se a desvalia e o desamparo de tal acionista.

A *segunda* realidade aponta para o problema da eficácia dos mecanismos de proteção consagrados na legislação. O problema da eficácia da lei no Brasil é preocupante. E deita raízes profundas na história da civilização brasileira: manifesta-se, entre nós, aquela crença quase patética no poder da lei para lidar com os males de caráter econômico, de que fala Jalowicz. Com a difusão das teorias marxistas na nossa Universidade, não nos foi difícil assimilar uma das características mais marcantes do sistema socialista do Direito: a predominante influência do Poder Legislativo.<sup>6</sup> Acreditamos, quase ingenuamente, que a lei é, por si só, capaz de resolver todos os problemas jurídicos. Essa crença manifesta-se não apenas na verdadeira fúria legiferante que assola o nosso país como, também, no caráter analítico e casuista das Constituições Federais, sempre instáveis e recheadas de normas programáticas dificilmente implementadas.

Por outro lado, e paradoxalmente, nós brasileiros exacerbamos aquela tendência psicológica inerente à psiquê humana, de

5 Comparato, Fábio Konder, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio, Forense, 1983, p. 329.

6 Glendon, Gordon e Osakwe, *Comparative Legal Traditions*, St. Paul Minnesota, West Publishing Co., 1982, p. 8.



que fala Freud, no sentido de descumprir a lei, quando esta é muito exigente, analítica e detalhada.<sup>7</sup>

O *jeitinho* brasileiro, que o estrangeiro dificilmente consegue compreender, apresenta-se como uma das características mais marcantes da nossa cultura.<sup>8</sup>

Esse *jeitinho*, em contraste com aquela crença quase ingênua na onipotência da lei, acaba por comprometer a eficácia desta. Como argumenta Vianna Moog, esse jeito ou delicadeza não significam cordialidade e, muito menos, maturidade. Para ele, brasileiros e norte-americanos guardam atualmente entre si um grande traço comum: a imaturidade, no sentido psicológico, ou melhor, psicanalítico, de desajustamento emocional ou falta de adaptação à vida e à realidade. E, entre nós, maturidade emocional, ou mesmo a subnormalidade emotiva, talvez ainda não seja a regra, mas a exceção.<sup>9</sup>

Esse *jeito* ou essa delicadeza, essa confiança desconfiada, explicam, em grande parte, a rarefação da jurisprudência brasileira em matéria de ação social *ut singuli*, de que fala Comparato, bem como de ações judiciais de minoritários (não controladores) de sociedades anônimas.

O acionista minoritário (não controlador) é jeitoso, delicado. Contudo, como observa o mesmo Vianna Moog, por vezes a delicadeza será simples mecanismo de defesa para a contenção de impulsos agressivos. Há neuróticos terrivelmente jeitosos. Há neuróticos extremamente delicados. Delicados são eles por definição.<sup>10</sup>

Sem discordar inteiramente de Vianna Moog, acrescentamos, apenas, que a delicadeza não é mecanismo de defesa, mas aparência do comportamento. O mecanismo de defesa seria a formação reativa, que mascara os impulsos agressivos sob a forma de delicadeza.<sup>11</sup>

7 Freud, Sigmund, *A Questão da Análise Leiga – Conversações com uma Pessoa Imparcial*, Rio, Imago, Ed. Standar das Obras Completas de Sigmund Freud, 1969, vol, XX, p. 267.

8 Rosenn, Keith S., "The Jeito – Brazil's Institucional Bypass of the Formal System and its Developmental Implications", in *The American Journal of Legal Education*, vol. 19, ps. 526-528.

9 Vianna Moog, *Bandeirantes e Pioneiros*, Porto Alegre, Ed. Globo, 1954, ps. 305-308.

10 Vianna Moog, ob. cit. na nota 9, *supra*, p. 307.

11 Hall Calvin, S., *A Primer of Freudian Psychology*, Ontario, 25th Edition, ps. 91-92.

Além deste, existem outros, descritos pela Psicanálise e adotados pelo acionista minoritário (não controlador): a introjeção (uma espécie de masoquismo silencioso e omissivo) ou a projeção (atitude lamurienta e queixosa, sem ação prática eficiente, racionalizada sob a forma de descrédito no Poder Judiciário).

Mas não são esses os únicos fatores a demonstrar o desamparo do acionista minoritário (não controlador) em tema de direito de recesso.

Em se tratando de sociedade por cotas, de responsabilidade limitada, o direito de retirada foi rebatizado, pela jurisprudência, com o nome de dissolução parcial. E o critério de reembolso estabilizou-se de forma justa e equitativa para o dissidente. Além disso, como a legislação regedora desse tipo societário não fixa nenhum rol de *numerus clausus* para o exercício do recesso, o cotista fica mais livre para exercer a sua *facultas agendi*. Na sociedade por cotas, de responsabilidade limitada, a construção jurisprudencial do Supremo Tribunal Federal sobre o art. 15 do Decreto nº 3.708, de 1919, foi se sedimentando paulatinamente. E hoje já se consolidou, definitiva e justamente, em soeorro do cotista minoritário, que se retira. Numa perspectiva histórica, pode-se perceber nitidamente essa evolução.

No RE nº 71.468 (RTJ, 57/472) a Corte Suprema decidiu que “recusada a dissolução de sociedade requerida por sócios remissos e decidida a retirada destes, a apuração de seus haveres se faz mediante levantamento de escrita em amplo e definitivo balanço atualizado”.

No RE nº 80.223 (RTJ, 72/645) começa a existir uma preocupação explícita com a justiça e a realidade do valor do reembolso: “Retirada de sócio de sociedade por quota de responsabilidade limitada. Apuração de haveres pelo *justo e real valor*.”

No RE nº 89.464 não houve unanimidade. Mas prevaleceu o voto do Ministro Décio Miranda, no sentido de “*determinar que a liquidação dos haveres (do sócio dissidente em sociedade limitada) não se faça pela forma prevista no art. 15 do Decreto nº 3.708, de 1919, e, sim, de forma ampla, com plena verificação, física e contábil, dos valores do ativo, e atualizados ditos haveres, em seu valor monetário até a data do pagamento*”.

Finalmente, no RE nº 91.044 (RTJ, 91/357) atingiu-se a unanimidade. O Ministro Cordeiro Guerra, que ficara vencido no

juízo do RE 89.464, aderiu ao posicionamento do Ministro Décio Miranda naquele caso: "Acho mesmo que a solução aventada pelo eminente Ministro Décio Miranda é justa e equitativa e tem precedentes."

No RE nº 92.772 (RTJ, 99/1272), o Ministro Cordeiro Guerra reiterou o seu novo posicionamento: "Neste julgamento, não tenho dúvida quanto ao acerto do voto do eminente Relator (Ministro Décio Miranda, no RE nº 91.044-RTJ, 91/357...) no sentido de que o sócio dissidente receba, na dissolução parcial, o mesmo que receberia em caso de dissolução total da sociedade."

No RE nº 104.596/5 (Lex-JSTF, 83/194), o Ministro Cordeiro Guerra não só reiterou como explicitou ainda mais o seu pensamento, no sentido de que a apuração de haveres na sociedade limitada se faça de maneira que se aproxime do resultado que o cotista retirante poderia obter com a dissolução total: "i.é, de forma ampla, com plena verificação física e contábil dos valores do ativo, e atualizados ditos haveres em seu valor monetário até a data do pagamento."

Consolidou-se, então, a orientação jurisprudencial, reiterada por vários outros acórdãos de idêntico conteúdo no Supremo Tribunal Federal, acatada e respeitada em diversas manifestações das Cortes estaduais e generalizadamente aplaudida pela mais autorizada doutrina.<sup>12</sup>

Agora só falta que a jurisprudência, avançando mais um passo, resolva o problema da apuração de haveres do cotista retirante da sociedade *holding*. Quanto a este aspecto, parece-nos acertada a solução aventada por Carlos Antônio Goulart Leite Jr., no sentido de se admitir a apuração dos haveres das sociedades controladas, desconsiderando a personalidade jurídica da controladora.<sup>13</sup>

Pensamos que a orientação jurisprudencial em tema de receso na sociedade por cotas, de responsabilidade limitada, é correta, criteriosa, justa e feliz. Pensamos, mais, que ela também seria a solução ideal para o reembolso em caso de retirada de sociedade

12 V. *inter alia*, Egberto Lacerda Teixeira, "Sociedades Limitadas em face do Regime do Anonimato no Brasil," in *Revista de Direito Mercantil*, 39/40, p. 73; Nelson Abrão, *Sociedade por Quotas de Responsabilidade Limitada*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1989, p. 145.

13 Leite Jr., Carlos Antônio Goulart, *Sociedades por Cotas: Alteração dos Estatutos e Exclusão de Sócio*, Trabalho inédito, apresentado no Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da UFMG.

anônima, sobretudo na companhia fechada, em face da realidade ante os nossos olhos, bem como das características de mentalidade do empresariado brasileiro em geral. Se ao acionista de companhia aberta sempre existe, em tese (embora na prática nem sempre isso ocorra) a possibilidade de se desfazer de suas ações em bolsa, ao acionista de companhia fechada não resta senão o exercício do direito de retirada.

Quanto à sociedade anônima – tanto na aberta quanto na fechada –, o critério para o reembolso vem, taxativa e explicitamente, fixado na lei (art. 45). O valor referencial básico para o reembolso é o do patrimônio líquido das ações, de acordo com o último balanço aprovado pela assembléia geral (art. 45, § 1º). O legislador tomou cuidados especiais no § 2º do art. 45: “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 pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte) dias, a contar da data da deliberação da assembléia geral.”

Mas esse critério e esses cuidados, adotados pelas legislações de países desenvolvidos, aqui estabelecem uma proteção meramente formal, ilusória e falaciosa aos acionistas minoritários (não controladores) que exercem o seu direito de retirada. Essa afirmação baseia-se em dois fundamentos principais: nas distorções e desvios da inflação e na manipulação dos balanços.

Qualquer cidadão comum sofre na carne os efeitos perversos e dolorosos da inflação. Os economistas já disseram tudo o que podiam, queriam, ou sabiam sobre ela. O Poder político não quis ou não conseguiu debelá-la, apesar de propalar ingentes esforços nesse sentido. O que se passa, então? Ocorre que a inflação é apenas um dos sintomas da nossa neurose social, de caráter histórico, com laivos de perversidade. Fora nossa neurose social de caráter obsessivo, como a dos norte-americanos ou alemães, provavelmente o sintoma seria outro. Com uma postura terapêutica behaviorista, o legislador brasileiro optou por combater o sintoma da inflação com o remédio da legislação emergencial de indexação da economia, instituindo a correção monetária. Em caso de crise aguda, deve-se atacar o sintoma em primeiro lugar. É o

que faz o médico diante de uma febre muito elevada. Depois é preciso ir além, e medicar a causa. A indexação da economia, enquanto remédio tópico, causa as mais perversas distorções. Além disso, estabelece uma dependência realimentadora da inflação. Tal qual a neurose individual, a neurose social não só é escolhida,<sup>14</sup> como também apresenta gratificantes ganhos secundários, provenientes da doença e que dificultam a cura.<sup>15</sup>

A inflação desvia e distorce. Assim, embora na sociedade anônima a correção monetária anual do balanço seja obrigatória (art. 5º parágrafo único), e apesar dos cuidados do legislador, explicitados no § 2º do art. 45, só excepcionalissimamente o acionista que exercer o direito de recesso receberá o valor justo e real.

O segundo argumento, no qual se fundamenta a nossa afirmação de que a proteção do art. 45 ao acionista minoritário (não controlador) é meramente formal, ilusória e falaciosa é mais grave. Infelizmente, a realidade quase palpável denota elevado índice de manipulação na escrita, contabilidade e demonstrações financeiras das empresas brasileiras. O chamado "Caixa 2", mais que realidade presumível, é quase oficial. Não são nossas, porém do Supremo Tribunal Federal do país as seguintes palavras: "Os brasileiros não têm a mentalidade fiscal cívica dos anglo-saxões, porém são melhores contribuintes que os europeus, pois só conhecem as Caixas 1 e 2 quando na Europa são usuais até cinco caixas."<sup>16</sup>

É certo que, com relação a essa realidade, foram tomadas algumas medidas de questionável eficácia, mas apenas com relação à companhias abertas.

Não reproduziremos, aqui, as palavras candentes e quase desconcertantes de Hernani Estrella sobre a freqüência com que são falseados os balanços, não ficando do vício rastro visível, e sobre a decorrente espoliação dos acionistas minoritários (não controladores).<sup>17</sup> Sequer consideraremos a análise das deficiências na formação de Contadores no Brasil.<sup>18</sup>

14 Laplanche, J., e Pontalis, J. B., *Vocabulário da Psicanálise*, Lisboa, Martins Fontes, 1988, p. 212, verbete Escolha da Neurose.

15 Freud, Sigmund, *Conferência XXIV das Conferências Introdutórias (1916/1917)*, Rio, Imago, Edição Standard das Obras Completas Psicológicas de Sigmund Freud, 1969, vol. XVI, ps. 441/456.

16 *Revista Trimestral de Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal*, 89/1.054 e segs.

17 Estrella, Hernani, "Direito do Acionista ao Dividendo," in *Estudos de Direito Comercial*, Rio de Janeiro, 1969.

18 Gomes, Josir Simeone, "Análise das Deficiências na Formação de Contadores no Brasil," *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio, IBMEC, vol. 5, nº 13: 89-98 (Jan./Abril, 1979).

O fato é que, como observa reiteradamente João Eunápio Borges, nas épocas inflacionárias, como a que vimos atravessando há vários anos, pode-se dizer que somente por exceção os valores constantes de um balanço correspondem, na realidade, aos bens a que se referem.<sup>19</sup>

Nem se diga que a correção monetária anual obrigatória (arts. 5º, parágrafo único e 167) beneficia o retirante, porque como ensinam Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, há que se distinguir, na sitemática da Lei nº 6.404, de 1976, entre a reavaliação de bens do ativo e a correção monetária de seu valor. Enquanto a correção monetária se processa com base nos índices de desvalorização da moeda nacional, reconhecidos pelas autoridades federais (art. 185, § 1º), a reavaliação verifica-se através da atribuição de aumentos de valor dos elementos patrimoniais ativos, em virtude de novas avaliações com base em laudo nos termos do art. 8º, aprovado pela assembléia geral (art. 182, § 3º).

A doutrina não tem oferecido maiores subsídios para esclarecer o exato conceito de *balanço especial*, referido no art. 45, § 2º. De nossa parte, pensamos que esse balanço especial deve ser precedido da reavaliação honesta do ativo, nos termos do art. 182, § 3º.

Como se vê, ao acionista minoritário (não controlador) disidente das deliberações assembleares restam poucas alternativas: desfazer-se de suas ações em bolsa pelo valor de cotação, se se tratar de companhia aberta; receber um reembolso injusto; ou permanecer na companhia. Em suma, amargar, amargar e amargar...

---

19 Borges, João Eunápio, *Curso de Direito Comercial Terrestre*, Rio, Forense, 1959, (1ª ed.), vol. II, p. 408, e 1991 (edição histórica), p. 513.

## Capítulo 7

### INTERVALO

---

---

Até este ponto procuramos analisar o propalado esquema de proteção ao acionista minoritário (não controlador) valendo-nos da enumeração sistemática do seu *bill of rights*, fixado no art. 109. O saldo dessa análise mostra-se negativo.

A partir de agora, procuraremos efetuar incursões entrecruzadas na legislação sem uma preocupação sistemática prévia rígida, de maneira um tanto quanto intuitiva, procurando identificar pontos de preocupação do legislador, testando a sua eficácia através da jurisprudência ou, simplesmente, prognosticando-a com a ajuda do Direito Comparado, na ausência de uma casuística levada aos Tribunais brasileiros e reportada.

## Capítulo 8

### ACORDO DE ACIONISTAS

---

---

Em face do objetivo fixado para este trabalho, não pretendemos efetuar um estudo descritivo do acordo de acionistas, senão pesquisar os seus possíveis ou prováveis reflexos relacionados com o tema principal da obra. Assim, não discutiremos o problema de sua natureza jurídica e nem as dificuldades quase intransponíveis, demonstradas pela prática, geradas pelo comando legal de sua execução específica. Em magnífica tese, o Prof. Modesto Carvalhosa já iluminou suficientemente esse tema e abriu caminhos para novas e continuadas pesquisas. Daí podemos extrair a seguinte definição, que nos parece muito boa: o acordo de acionistas é “um contrato submetido às normas comuns da validade de todo negócio jurídico privado, concluído entre acionistas de uma mesma companhia, tendo por objeto a regulação do exercício dos direitos referentes a suas ações, tanto no que se refere ao voto como à negociabilidade das mesmas”.<sup>1</sup>

No que diz respeito ao acionista minoritário (não controlador), entendemos que a ameaça maior promana do acordo de acionista sobre o exercício do direito de voto. Se é verdade que tais acordos podem ter por objeto proteger os minoritários (não controladores), hipótese em que são chamados acordos de defesa, permitindo-lhes organizar a sua posição, seja para opor-se aos controladores, seja, apenas, para fiscalizar eficazmente a legalidade dos atos por eles praticados,<sup>2</sup> não deixam eles de apresentar uma série de inconvenientes. Caracterizam-se, pois, como uma faca de dois gumes.

---

1 Carvalhosa, Modesto, *Acordo de Acionistas*, São Paulo, Saraiva, 1984, p. 9.

2 Carvalhosa, Modesto, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1978, 4º vol., p. 148.



O saudoso Ministro Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto, escrevendo sob a égide do Decreto-lei nº 2.627, de 1940, entendia que as convenções de voto representam a derrogação do princípio de ordem pública representado pela prerrogativa do acionista de deliberar livremente em assembléia. E acrescentava que, admitida a convenção, a assembléia geral passaria a ser uma farsa, uma vez que os assuntos já estariam prévia e inapelavelmente solucionados antes de sua instalação, de nada servindo o conclave e a discussão da matéria. Em consequência, acrescentava, o acionista conveniente ficaria, muitas vezes, no dilema de votar com a sua consciência ou de acordo com o convênio; caso em que, se prevalecesse o primeiro motivo, ficaria o acionista sujeito à multa ou indenização.<sup>3</sup>

Quer-nos parecer que, realmente, a adoção do acordo de acionistas sobre o exercício do direito de voto pela legislação é, no mínimo, contraditória, se se considerar o esquema por ela desenhado para as deliberações sociais.

Embora não tenha definido assembléia geral, a lei, pelo esquema para ela traçado, adotou, implicitamente, a definição da legislação anterior: "A assembléia geral é a reunião dos acionistas, convocada e instalada na forma da lei e dos estatutos, a fim de deliberar sobre matéria de *interesse social*." Parece de elementar bom senso que a deliberação de qualquer matéria de *interesse social* deve ser precedida de debate democrático dos temas constantes da ordem do dia ou, pelo menos, de informação adequada. Voto é decisão. E decisão sem informação não parece bom padrão de diligência. Além disso, a lei erige em dever do acionista exercer o direito de voto *no interesse da companhia* (art. 115). E não nos parece caracterizar-se como voto *no interesse da companhia* aquele dado obrigatoriamente em função de um acordo prévio, antes do interesse ser suficientemente explicitado. O fórum de debates dos assuntos de *interesse social* é a assembléia geral. Tanto esse debate dos assuntos de *interesse social* é importante que a lei o valorizou, ao dispor no parágrafo único do art. 125 que "os acionistas sem direito a voto podem comparecer à assembléia geral e discutir a matéria submetida à deliberação." Ora, consagrar o instituto do acordo de acionistas sobre o direito de voto implica deslocar esse fórum de debates para fora da assembléia geral, institucionalizando a realidade fática da farsa das assembléias gerais. A contradição nos parece de clareza solar. Como

3 Peixoto, Carlos Fulgêncio da Cunha, *Sociedades por Ações*, São Paulo, Saraiva, 1972, 2º vol., p. 355.

observa o mesmo Prof. Modesto Carvalhosa, o acordo de acionistas pode ser instrumento de uma série de fenômenos contrários ao interesse social. Pode reforçar os grupos de controle e criar maior possibilidade de abusos. Pode, também, transformar a assembléia geral de um lugar de debate e de formação da vontade societária, em mero centro de colheita de opiniões e de decisões já estabelecidas.

Não nos parece seja esse um quadro favorável ao acionista minoritário (não controlador).

## Capítulo 9

# ALIENAÇÃO DE CONTROLE

---

---

A leitura deste capítulo requer do leitor maior dose de paciência. Ele é mais delicado. Ilustra, de certa forma, o grau de tensão existente na atual tendência de convergência dos sistemas da *civil law*, de tradição romano-germânica e da Common Law, de tradição anglo-americana. A dificuldade de adaptação dos dois sistemas já foi lembrada por Nelson Laks Eizirik e Aurélio Wander Bastos, ao comentarem as seguintes observações do anteprojeto em que se transformou, com insignificantes alterações, a atual Lei das sociedades por ações: "...Observar a tradição brasileira na matéria que vem do Direito Continental europeu, mas aceitar as soluções úteis do sistema anglo-americano, que, por força da aceleração das trocas internacionais, cada vez mais se impõem à Europa e crescem em difusão entre nós..." Os dois autores citados noticiam que Modesto Carvalhosa havia alertado, de antemão, para as previsíveis conseqüências negativas dessa postura (em palestra proferida no Instituto dos Advogados de São Paulo em 25 de agosto de 1975). E em discreta nota de pé de página, consignam a seguinte observação (*verbis*): "...Sente-se o efeito das grandes empresas e, principalmente, daquelas de um novo tipo na dinamização social e no resfriamento da importância do Poder Judiciário, devido aos seus canais débeis e estiolados, despreparados para absorver e decidir estes novos e especiais conflitos."<sup>1</sup>

Creemos que poderíamos traduzir o pensamento de Eizirik e Bastos mediante outras palavras, da seguinte forma: a postura da nova legislação, que reconhece a marca histórica de vocação internacional do Direito Comercial bem como o estreitamento das

1 Eizirik, Nelson Laks, e Bastos, Aurélio Wander, *O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras*, Rio, IBMEC, 1980, p. 24 e nota 18.

relações das trocas internacionais, acentua a tendência de convergência de sistemas distintos de Direito; mas, no Direito Societário, especificamente, o implemento dessa nova postura impõe a cabeças formadas e habituadas às tradições romano-germânicas da *civil law* o desafio de empregar métodos vinculados às tradições anglo-americanas da *common law*. Daí decorrem grandes dificuldades.

Sentimo-nos no dever de contribuir com alguns esclarecimentos sucintos sobre este assunto. Para tanto, fazemos as observações seguintes sobre os sistemas jurídicos da *civil law* e da *common law* frisando, enfaticamente, que elas *não estabelecem nenhum julzo de valor*.

No sistema intitulado de *common law*, a palavra *Law* é sinônimo perfeito de Direito. O conceito de lei (com letra minúscula) é representado, em língua inglesa, pelo vocábulo *statute*. No sistema de *civil law*, costuma-se distinguir lei (com letra minúscula) de Lei (com letra maiúscula), identificando-se esta com o Direito.

No sistema de *common law*, o Direito é visualizado como uma realidade procurada. No sistema da *civil law*, como uma realidade dada (o dogma da lei como fonte formal primária do Direito).

No sistema da *civil law*, a influência maior, que se faz sentir nas Casas do Congresso, é a do *schollar*, que sistematiza as suas elucubrações e pesquisas, apresentando-as ao mundo jurídico em obras especializadas e contribuindo para a elaboração de anteprojetos ou projetos de leis ou Códigos. Na *common law*, a influência maior na revelação do Direito é do Poder Judiciário, que procura aplicar a Justiça a casos concretos. Os *schollars*, por sua vez, analisam, e procuram sistematizar e sintetizar o Direito a partir da jurisprudência. Conseqüentemente, o Poder Judiciário é muito mais forte e livre no sistema da *common law*.

No sistema de *civil law*, existe um apego à forma e o dogma da lei erige-se quase em tabu. Costuma-se dizer que o juiz não julga a lei; julga com a lei. Na *common law*, a forma e o dogma da lei são colocados em plano secundário. O Poder Judiciário assume a postura de oráculo do Direito. E os *leading cases*, como as Súmulas entre nós, erigem-se em fontes formais provisoriamente definitivas do Direito.

No sistema de *civil law*, o dogmatismo, a preocupação com a forma, a rígida hierarquia das fontes formais do Direito e a predominância do raciocínio lógico-dedutivo concedem especial relevância ao processo. Na *common law* há predominância do raciocínio lógico-indutivo. O processo é igualmente importante, embora o seu caráter instrumental seja enfatizado ao máximo.

No sistema de *civil law*, as leis e Códigos perseguem com mais rigor o ideal da simetria e ordem, com metodologia cartesiana para sistematização de doutrinas e teorias. Na *common law* as leis e Códigos (*statutes*) caracterizam-se por certa falta de simetria ou ordem; são quase sempre referenciados a experiências de casos concretos e visam a sistematizar a Jurisprudência.

No sistema de *civil law*, a formação acadêmica nas Faculdades de Direito baseia-se, principalmente, no estudo de teorias em obras doutrinárias de professores e *schollars*. Na *common law*, a formação acadêmica nas Faculdades de Direito possui caráter profissionalizante mais acentuado, em nível de pós-graduação. Funda-se principalmente no estudo da evolução da Jurisprudência a partir de casos concretos, veiculando as teorias através do exame acurado dos fatos.

Atualmente, nota-se acentuada tendência, em ambos os sistemas, no sentido de caminharem um em direção ao outro. Essa tendência manifesta-se tanto na doutrina quanto na legislação, na jurisprudência e na formação acadêmica.

Finalmente, é preciso lembrar que os grandes monumentos jurídicos legados pelos romanos foram construídos a partir da sistematização da casuística precedente.

Este capítulo é dividido em duas partes distintas.

1ª parte: começamos por seguir o caminho de uma trilha marcada pelos luminares do nosso Direito; procuramos chegar onde chegaram, para validar as suas conclusões.

Ocorre que, após longa caminhada, eis que nos vimos numa espécie de densa e escura floresta. Na escuridão da noite, brilhou um *insight* (compreensão interna), obrigando-nos a seguir caminho inteiramente novo e surpreendente.

2ª parte: a hora da virada.

Num primeiro momento, acreditamos ser mais apropriado reescrever todo o capítulo, numa apresentação mais sistemática e inteiramente nova. Após alguma reflexão, preferimos, no entanto,

manter a descrição das duas caminhadas (antes e depois do *in-sight*); na esperança de que o leitor poderá acompanhar, passo a passo, os difíceis caminhos em que acabamos nos metendo.

## PRIMEIRA PARTE

Existem versões históricas diferentes sobre os debates da atual Lei nº 6.404, de 1976, no Congresso Nacional. De um lado, o Presidente Ernesto Geisel declara que o projeto mereceu amplo debate dos senhores congressistas, o que permitiu fosse ele aperfeiçoado.<sup>2</sup> De outro lado, a Comissão de Economia do Congresso Nacional reporta que a matéria – que diz respeito à espinha dorsal de nossa economia, sacode os alicerces de nossa organização sócio-econômica, abrangendo multifários aspectos e interesses de classes e de indivíduos – foi estudada, analisada e debatida na Câmara dos Deputados a “*toque de caixa*”.<sup>3</sup> Juntando os dois textos, tem-se que a matéria mereceu *amplo debate a toque de caixa* na Câmara dos Deputados.

Uma coisa parece certa, entretanto. O atual artigo 254 foi amplamente debatido, como poderá ser constatado em todos os Manuais e Comentários já publicados sobre a Lei nº 6.404, de 1976. E ficou assim redigido, na parte que nos interessa: “A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado *tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.*”

Quando um controlador aliena as suas ações, algo mais que a propriedade por elas representada é alienado. A alienação também envolve a transferência do controle de uma empresa na qual outras pessoas – acionistas minoritários (não controladores), empregados, debenturistas e outros credores etc. – possuem substancial interesse. As ações de controle representam não apenas o direito de propriedade, mas algo mais, um *plus*, que é o poder de controlar a companhia, eleger e destituir administradores etc. A redação do art. 254 parece deixar claro que esse *plus* é algo que pertence à pessoa jurídica, devendo ser o mesmo compartilhado entre *todos* os acionistas.

2 Geisel, Ernesto, Trecho de Mensagem encaminhada ao Congresso Nacional em 1977, publicado no *Estado de Minas* de 02.03.1977.

3 “Manifestação da Comissão de Economia do Congresso Nacional sobre o Projeto da Lei nº 6.404,” de 1976, in *Diário do Congresso Nacional* de 08.09.1976.

No entanto, antes mesmo que a lei entrasse em vigor, o que só ocorreu sessenta (60) dias após a sua publicação (art. 300), o Banco Central do Brasil, à guisa de regulamentar o art. 254, baixou a Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976, do Conselho Monetário Nacional, restringindo o conceito de acionistas minoritários e excluindo do seu campo de abrangência os minoritários (não controladores) não votantes.

A doutrina brasileira dividiu-se sobre o assunto.

Modesto Carvalhosa foi o primeiro jurista a criticar publicamente a Resolução nº 401 em Seminário sobre a Nova Estrutura Legal das Sociedades Anônimas, realizado em Belo Horizonte, e ao qual estivemos presente. Modesto Carvalhosa, posteriormente, teve oportunidade de explicitar melhor o seu pensamento, expondo o seguinte: “A Resolução nº 401 interpreta de maneira ampliada e no essencial, ilegalmente o art. 254 da Lei nº 6.404, de 1976, no tocante às prerrogativas dos controladores. Estes, através dessa regulamentação, podem, de diversas maneiras, contornar o claro texto legal (...). A ilegalidade dessa interpretação do Conselho Monetário Nacional ao art. 254 é indiscutível, já que a Lei não estabeleceu essa restrição ao direito dos minoritários.”<sup>4</sup>

Rubens Requião, de maneira menos enfática, registra, com amargor, o fato de simples “resolução” alterar dispositivo legal, aprovado pelo Congresso Nacional e promulgado pelo Poder Executivo.<sup>5</sup>

Fran Martins considera a Resolução nº 401 defeituosa, sem dúvida pela pressa com que foi elaborada.<sup>6</sup>

Segundo Waldírio Bulgarelli, “de acordo com a Resolução (nº 401), a alienação de controle de companhia depende de prévia aprovação da CVM, para efeito de verificar se as condições da oferta pública aos acionistas minoritários satisfazem aos requisitos desta resolução, o que parece confirmar as críticas de que a Resolução esvaziou o sentido do art. 254”.<sup>7</sup>

Fábio Konder Comparato pensa diferentemente. Segundo ele, “tratamento igualitário” suscita uma impossibilidade prática, cuja evidência não tardou a se manifestar na Resolução nº 401, de

---

4 Carvalhosa, Modesto, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio, IBMEC, 1979, ps. 126/127.

5 Requião, Rubens, *Curso de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1985, 2º vol., p. 235.

6 Martins, Fran, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio, Forense, 1979, vol. 3, p. 345.

7 Bulgarelli, Waldírio, *A Proteção às Minorias na S.A.*, São Paulo, Pioneira, 1977, p. 119.

22.12.76, do Banco Central, regulamentadora da norma. Trata-se de verdade elementar – acrescenta – que o *status* do acionista controlador não se confunde com o do não controlador; que ações ordinárias não são equipolentes a ações preferenciais sem voto; que a situação do poder soberano só mesmo no terreno da demagogia confusa se põe em pé de igualdade com o estado de subordinação ou sujeição. Para Fábio Konder Comparato, maioria e minoria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito de voto, à assembleias deliberativas ou a colégios eleitorais. Assim, concluindo, o eminente professor paulista afirma não ver, em estrita lógica, nenhuma infringência, pela Resolução nº 401, do texto do art. 254 da lei.<sup>8</sup>

*A divergência quanto aos destinatários da oferta pública em casos de alienação de controle da companhia existe também no direito comparado. Limitaremos nossa pesquisa ao Direito norte-americano, no qual a nossa lei se inspirou; não só por essa razão, mas também por ser ele o mais desenvolvido e influente em matéria de sociedade anônima.*

*(Sempre defendemos a tese de que o direito comparado é o método que valida o Direito enquanto Ciência. E que, como tal, é preferível restringir a comparação a um único Direito estrangeiro, analisando-o em nível de maior profundidade que estendê-la a vários Direitos estrangeiros de maneira superficial e imprecisa, com mera pretensão de eruditismo.)*

### *Pertman versus Feldman*

O caso clássico, considerado o *leading case* da Justiça norte-americana a respeito, é o do recurso *Pertman versus Feldman*.<sup>9</sup> Não é fácil resumi-lo, tamanha a riqueza de argumentos abordados de maneira analítica, como sói acontecer nas decisões proferidas pelo Poder Judiciário naquele país. Vamos aos fatos.

C. Russel Feldman, principal réu na ação (ele representava a agia por outros membros de sua família), era o acionista controlador, membro do conselho de administração e diretor-presidente da Newport Steel Corporation.

8 Comparato, Fábio Konder, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio. Forense. 1983, ps. 242-244.

9 *Pertman versus Feldman*, United States Court of Appeals, Second Circuit, 1955, 219, E.



A Newport, sediada no Estado de Indiana, tinha por objeto a fabricação de chapas de aço. Em virtude de guerra na Coréia, houve muita procura dessas chapas no mercado norte-americano. Nesse período, Feldman alienou o controle da Newport a uma outra companhia intitulada Wilport. As ações da companhia estavam cotadas, no mercado de balcão, em valor não superior a 12,00 dólares, sendo seu valor de patrimônio líquido de 17,03 dólares. Feldman alienou, então, suas ações de controle. Por 20,00 dólares, cada uma.

Os acionistas minoritários Perlman e outros ajuizaram ação apresentando a tese de que o preço de 20,00 dólares pago pelas ações de Feldman incluía uma compensação pelo desfazimento de um bem da pessoa jurídica, um poder que o alienante detinha em confiança. Esse poder era a capacidade de controlar a alocação de produtos da companhia em época de escassez de suprimentos, através do controle do conselho de administração. Acrescentaram que Feldman renunciou aos seus cargos e destituiu os demais membros do conselho de administração. Logo após a alienação, seguiu-se nova eleição dos indicados pela adquirente do controle. Esses, em síntese, os fatos.

Argumentavam os autores da ação (Perlman e outros) que os réus (Feldman e outros) deveriam compartilhar com eles aquele *plus* embutido no preço de venda das ações de controle, já que ele pertencia à pessoa jurídica da Newport e não ao seu controlador, individualmente.

O magistrado de primeiro grau, Judge Hincks, julgou improcedente a ação. Entendeu que os direitos envolvidos na venda eram apenas aqueles normais, incidentes à propriedade de um bloco de ações de controle, com o qual o acionista controlador estava legítima e livremente autorizado a negociar (na ausência de fraude ou previsível pilhagem da companhia). O magistrado considerou mais: que os autores da ação (Perlman e outros) não se desincumbiram do ônus de provar que o preço de venda das ações de controle não era justo relativamente às ações "per si".

Em segundo grau, a Corte reformou a decisão, com voto vencido do Circuit Judge Swan. O acórdão, transformado em *leading case* e amplamente elogiado pela mais categorizada doutrina, começou por citar inúmeros precedentes da Justiça do Estado de Indiana, com o intuito de estabelecer os parâmetros para o seu julgamento. E fixou os seguintes pontos:

1. Não havia disputa quanto aos fatos;
2. Não havia, *in casu*, nem fraude ou mau uso de informação confidencial, sequer pilhagem de uma companhia indefesa;
3. O ônus da prova, em casos dessa natureza, é sempre dos réus; quanto a este aspecto, a Corte foi bastante insistente;

Os parâmetros encontrados nos precedentes foram os seguintes (fazemos um resumo, com tradução mais ou menos livre).

Como membro do conselho de administração e também como acionista controlador, Feldman se encontrava numa relação de confiança com a companhia e os acionistas minoritários. O administrador de companhia deve agir com estrito dever de lealdade. Seu ofício é a confiança. Quando age com a sua companhia, seus atos devem ser estreitamente escrutinados. Ele acha-se submetido às normas de conduta aplicáveis aos representantes em geral. Como os demais representantes, deve observar preceitos de honestidade e justiça nas negociações (*fair dealing*) em sua administração. Não deve, de forma alguma, permitir que o seu interesse pessoal prejudique o interesse da pessoa representada. A mais escrupulosa boa-fé é a própria essência da obrigação do administrador para com a companhia. O primeiro dever decorrente do relacionamento do administrador com a companhia é o de agir, em todas as situações, para o benefício daquela. No Estado de Indiana, a responsabilidade do representante também inclui a dedicação de seu incorrupto julgamento de negócios (*business judgment*) unicamente em benefício do representado em qualquer negociação que possa afetá-lo.

Depois de explicitar esses parâmetros, a Corte invocou o magistério de Cardozo (“...Não honestidade apenas, mas o pudor de uma honra a *mais sensível*; *este é* o padrão de comportamento...”). E prosseguiu: somente se os réus (Feldman e outros) pudessem negar completamente qualquer possibilidade de ganho para a Newport, teriam eles *alguma chance*.

Nas frases seguintes (cuja tradução será menos livre e mais literal), a Corte procura ligar a teoria por ela aplicada aos fatos dos autos: “Nós não pretendemos sugerir que o acionista majoritário não possa dispor do seu bloco de ações de controle a terceiros de fora (*outsiders*) sem ter de prestar contas à companhia de seu proveito, ou mesmo nunca fazer isso impunemente, quando o comprador é cliente interessado, atual ou potencial, no produto da

sociedade. Entretanto, quando a venda necessariamente resulta no sacrifício desse elemento dos intangíveis (*goodwill*) e conseqüente inusitado proveito para o fiduciário que causou o sacrifício, ele deve prestar contas de seu ganho. Assim, em tempo de escassez de mercado, no qual a demanda pelo produto da companhia conduz a um prêmio inusitadamente grande de uma forma ou de outra, nós pensamos ser juridicamente correto que o fiduciário não possa apropriar-se sozinho do valor desse prêmio.”

Em comentário sobre esse caso, Jennings relata o seguinte: “não surpreende, pois, que muitos homens de negócios bem informados e advogados especialistas em sociedades anônimas sintam instintivamente que quando o acionista controlador recebe uma proposta de compra de controle, ela deve ser comunicada aos demais acionistas e a estes deve ser dada a oportunidade de negociarem numa base igualitária (*equal basis*). Em outras palavras, acredita-se ser impróprio obter um proveito pessoal em negociação envolvendo controle de companhia.”<sup>10</sup>

Os parâmetros fixados para o julgamento do caso *Perlman versus Feldman* continuam a ser amplamente aceitos pela Cortes norte-americanas. Todavia, como observa Robert W. Hamilton, Professor da Universidade do Texas em Austin, por influência de alguns *schollars* da Faculdade de Direito e Economia de Chicago, a jurisprudência norte-americana começou tender em sentido oposto ao da conclusão do acórdão proferido naquele caso. Aqueles *schollars* procuraram demonstrar que, do ponto de vista econômico, as alienações de controle são benéficas. E que a exigência da repartição igualitária do lucro obtido pelo acionista controlador, tornaria impraticáveis muitas das alienações de controle desejáveis. Esse pensamento passou a influir de forma crescente. Hoje já se nota uma tendência no sentido de se permitir que o acionista controlador, alienante do controle, fique sozinho com o prêmio.<sup>11</sup>

Segundo o mesmo Prof. Hamilton, ficamos sabendo que as Cortes norte-americanas têm se posicionado ostensivamente contra o acionista controlador alienante do controle, se caracterizada

---

10 Jennings, “Trading in Corporate Control”, in *University of California Law Review*, vol. 44, p. 31.

11 Hamilton, Robert W., *The Law of Corporations*, St. Paul, Minnesota, 1987, p. 359.

uma das seguintes situações. quando a operação caracterizar usurpação de uma oportunidade da companhia (*corporate opportunity doctrine*) – Exemplo: se o comprador primeiramente se propõe a comprar os ativos (*assets*) da companhia por um preço atrativo, mas o controlador sugere que a proposta seja rerepresentada sob a forma de compra das ações de controle –. Outra situação que tem levado as Cortes norte-americanas a se posicionarem ostensivamente contra o acionista controlador alienante do controle caracteriza-se quando ocorre falta de informação ou simulação (*nondisclosure or misrepresentation*) Exemplo: o acionista-controlador contrata vender mais ações do que possui, planejando comprar as ações adicionais. Em alguns casos, as Cortes também se posicionaram contra o acionista-controlador quando se tratava de venda da administração, ao invés de venda de ações de controle.

Em outra obra nossa, tocamos tangencialmente no problema aqui enfocado, sem nos posicionar sobre ele.<sup>12</sup> Vamos fazê-lo agora.

Em nossos estudos de Direito Comparado, constatamos a clara tendência de convergência entre os sistemas jurídicos da *civil law* e da *common law*, já referida. São reflexos dessa tendência a adoção de Súmulas, entre nós, e o movimento legislativo, na América do Norte. Reiterada essa observação, passamos a explicitar o nosso pensamento sobre a questão da Resolução nº 401 do Conselho Monetário Nacional, baixada pelo Banco Central do Brasil em 22.12.76.

No sistema intitulado de *civil law*, de tradição romano-germânica, existe uma hierarquia das fontes formais do Direito rigidamente estabelecida, que não pode e nem deve ser desrespeitada. Assim, embora se possa concordar, em tese, que as alienações de controle sejam, muitas vezes necessárias, convenientes e até proveitosas para os minoritários, o fato é que o dispositivo do art. 254 é de clareza solar. Ele, sim, foi amplamente debatido no Congresso Nacional. O legislador, bem informado e de maneira bem consciente, aprovou a sua redação. O Presidente da República o sancionou. Tanto o legislador quis, deliberadamente,

---

12 Lima, Osmar Brina Corrêa, *Sociedade Anônima – Textos e Casos*, Rio, Forense, 1991, p. 215.

empregar a expressão *tratamento igualitário* no art. 254, quanto sabia, perfeitamente, do seu exato conteúdo e extensão, visto que, no artigo seguinte (art. 255), empregou a expressão diferente *tratamento equitativo*. Não nos parece pairar a menor sombra de dúvida de que o legislador – certa ou erradamente – quis, de forma deliberada, que o tratamento igualitário fosse estendido a todos os acionistas, e não apenas a todos os acionistas votantes. Não nos parece ainda juridicamente possível que uma Resolução, por razões de conveniência, altere a letra de uma lei e o seu espírito – certo ou errado, conveniente ou inconveniente – consciente e explicitamente manifestado. Segundo a tradição romano-germânica do sistema da *civil law* uma lei só se altera por outra lei. Jamais por uma resolução. A promulgação tão criticada e criticável da Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989, no crepúsculo do Governo do Presidente José Sarney, limitando as hipóteses ensejadoras do direito de retirada, demonstra que as leis, no Brasil, são facilmente alteradas, bastando para tanto real empenho do Poder Executivo nesse sentido. *Legem habemus*, certa ou errada, conveniente ou inconveniente. E a lei é para ser cumprida. Não desrespeitada. Basta uma simples penada do legislador para alterá-la. Do legislador, repetimos. Não de um órgão do Poder Executivo. Os malabarismos mentais e intelectuais para justificar a competência Legislativa de órgãos do Poder Executivo são, por si sós, suficientes para demonstrar a irrazoabilidade desse procedimento. No nosso sistema de Direito o Poder Executivo não pode legislar. E, muito menos, revogar uma lei discutida e querida pelo Poder Legislativo. Admitir tal critério abriria um precedente perigoso, pernicioso e afrontoso ao princípio da separação dos poderes – ou da especialização de funções – estabelecido na Constituição Federal. No sistema de *civil law*, de tradição romano-germânica, um órgão do Poder Executivo não pode mudar a lei e, muito menos julgá-la. Cabe-lhe respeitá-la, observá-la e aplicá-la. E, quando muito, tomar as providências necessárias para a sua alteração pelo Poder Legislativo ou o seu julgamento pelo Poder Judiciário. Quanto a lei se configura errônea, injusta, inconveniente ou inadequada, o caminho correto para corrigi-la é a sua alteração pelo Poder Legislativo. Não pelo Poder Executivo. Penso que sob essa ótica a Resolução nº 401 é manifestamente ilegal e inconstitucional. E a inércia dos acionistas minoritários (não controladores) em questioná-la junto ao Poder Judiciário pode encontrar explicação

apenas no seu desamparo e desconfiança. Quando o assaque aos seus direitos provém do acionista controlador, o minoritário (não controlador) pode se sentir desvalido e desamparado, contudo, esperançoso, restando-lhe o asilo do Poder Judiciário. Quando, porém, promana de decisão autoritária de órgão do Governo legitimamente instituído e ele não conta com o apoio da *intelligentia* jurídica nacional, não lhe resta senão o mais completo desespero.

Enquanto não reformulada a lei, e querendo se fazer concessão aos princípios tradicionais da *common law* – o que nos parece saudável, porque visualizamos o Direito como Ciência, e esta é universal –, então o *leading case* mais recomendado é, sem dúvida, o do caso *Perlman versus Feldman*, tal como interpretado pelos homens de negócios e advogados especializados norte-americanos, como relata Jennings. Ao aplicá-lo, não nos esqueçamos, todavia, de que é preciso levar em conta as diversidades dos mercados de valores mobiliários brasileiro e norte-americano. Lembremos que as minorias naquele país são coesas, reivindicativas e muito mais bem informadas. Que o mercado de capitais, ali, é bastante mais forte, desenvolvido, bem estruturado e organizado; que o fortalecimento da empresa privada nacional não pode prescindir de um mercado de valores mobiliários robusto e moralizado. E que essa robustez só virá a existir na medida em que os investidores se sentirem minimamente protegidos e seguros para aplicarem as suas poupanças em valores mobiliários, tornando-se, finalmente, acionistas minoritários (não controladores).

Paradoxalmente, o principal destinatário das normas de proteção aos acionistas minoritários (não controladores) não são estes. Principal destinatário é a empresa privada nacional e, em última análise, o Estado. Pode-se estabelecer uma linha de íntima conexão entre os princípios fixados nos arts. 170 e 173 da Constituição Federal de 1988 e a preocupação com o fortalecimento da empresa privada nacional. Essa linha de ligação estende-se até a conveniência de se ter um mercado de valores mobiliários pujante, forte e sólido. Para que essa conveniência seja alcançada, é necessário que os investidores se sintam confiantes e suficientemente protegidos. Esses investidores são os potenciais acionistas minoritários (não controladores) das sociedades anônimas, empresas privadas nacionais por excelência. Como se vê, as normas de proteção aos acionistas minoritários (não controladores) acham-se imbuídas de relevantíssimo interesse público e social. Ao aplicá-

las, é imperioso considerar os fins sociais a que elas se dirigem e as exigências do bem comum (Lei de Introdução ao Código Civil, art. 5º).

A diferença de conteúdo entre o art. 254 e a Resolução nº 401 em tela pode ser sublinhada com a seguinte consideração: o art. 254, tal como redigido, protege os acionistas minoritários (não controladores) a curto prazo. E pode beneficiar e facilitar o fortalecimento do mercado de valores mobiliários a médio ou longo prazo. A modificação introduzida pela Resolução nº 401 prejudica o acionista minoritário (não controlador) a curto prazo, podendo também prejudicar e debilitar o mercado de valores mobiliários a médio ou longo prazo. Isso soa como o velho ditado popular: “o feitiço acaba virando contra o feiticeiro...”

Melhor seria, na verdade, que a Resolução nº 401 tivesse adotado a definição de acionista minoritário consagrada pelo inciso II da Instrução CVM nº 3, de 17 de agosto de 1978 (*verbis*): “II – Para os efeitos desta Instrução entende-se por: a) acionistas minoritários, os titulares de ações em circulação no mercado; b) ações em circulação no mercado, todas as ações do capital da companhia, menos as de propriedade do acionista controlador e as em tesouraria.” Mas ocorre que a Resolução nº 401 não consagrou a definição adotada pela Instrução CVM nº 3. Assim, permanece a controvérsia.

Com a palavra, agora, o Poder Judiciário.

## A

Na Apelação Cível nº 73.910-RJ (Luiz Manuel Pacheco Figueiras e outro vs. Caixa Econômica Federal e Comissão de Valores Mobiliários), o Tribunal Federal de Recursos proferiu o acórdão assim ementado: “*Sociedade anônima. Oferta pública de compra de ações. Minoria. Ações preferenciais. I. O conceito de maioria e minoria, na nova Lei das Sociedades Anônimas, se funda na maior ou menor participação no capital votante, tendo em vista o controle da companhia. Não se incluem na minoria as ações preferenciais, que, por suas características, não participam do poder de controle, limitando-se ao interesse de auferir dividendos. II. Na aquisição do controle acionário da companhia, a oferta pública tem, por objeto, ações com direito a voto permanente que assegure aquele controle. Direito transitório a voto, adquirido por ações preferenciais em virtude da falta de distribuição de dividendos por três anos, no regime do Decreto-lei nº 2.627, de*

1940, não as inclui no controle da companhia, tal como previsto atualmente, por isso que não assegura de modo permanente a maioria de votos nas deliberações da assembléia geral, como quer a letra a do art. 116 da Lei nº 6.404, de 1976. III. Distingue-se a compra do controle acionário da compra de todas as ações representativas do capital da companhia: naquela, só as ações com direito a voto são adquiridas, nos termos do § 2º do art. 257 da Lei nº 6.404, de 1976, nesta, porém podem ser incluídas as ações preferenciais.”<sup>13</sup>

## B

O acórdão proferido pelo Tribunal Federal de Recursos na Apelação Cível nº 140.587-RJ (Manoel Octávio Penna Pereira Lopes e outro vs. CVM) ostenta a seguinte ementa: “A Comissão de Valores Mobiliários responde civilmente pelos prejuízos sofridos por acionistas minoritários de empresa aberta que tem seu controle acionário adquirido, ao aprovar oferta de aquisição de ações desses sócios, sem obediência ao princípio de tratamento igualitário, previsto no art. 254 da Lei nº 6.404/76.”

Contudo, uma leitura atenta da íntegra do acórdão deixa claro que os acionistas minoritários autores da ação apreciada eram titulares de ações ordinárias. Essa circunstância fica clara na parte conclusiva do acórdão: “dar provimento em parte à apelação, para reformar a sentença e julgar procedente, em parte, a ação, condenada a autarquia-ré (CVM) a indenizar os autores pela diferença entre o valor pelo qual foram vendidas as ações ordinárias que detinham e daquele obtido pelos detentores do controle acionário”. Como se vê, os acionistas minoritários autores da ação detinham ações ordinárias. Embora o acórdão não esclareça, pode-se inferir, com certa segurança, que as ações ordinárias dos acionistas minoritários autores da ação eram ações votantes.<sup>14</sup>

O art. 110, *caput*, reza que “a cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia geral. O acórdão não afirma que as ações ordinárias dos acionistas minoritários

<sup>13</sup> Tribunal Federal de Recursos, Apelação Cível nº 73.910-RJ, in *RJTFR*, 88/152.

<sup>14</sup> Apelação Cível nº 140.587-RJ, Relator Ministro Dias Trindade, in *Revista do Tribunal Federal de Recursos*, vol. 159 (julho/1988), p. 175.



eram ao portador. As ações ao portador, quando ainda existiam, eram destituídas do direito de voto (art. 112). Contudo, na companhia aberta não se admite mais de uma classe de ações ordinárias (art. 15, § 1º). Quando da existência das ações ao portador, admitir ações ordinárias ao portador em companhia aberta seria infringir o art. 15, § 1º; essas colocações nos autorizam a concluir, com certa segurança, que as ações ordinárias dos acionistas minoritários, por não serem ao portador, eram votantes.

No caso Manoel Octávio Penna Pereira Lopes e outro vs. CVM, julgado pelo Tribunal Federal de Recursos, os acionistas minoritários (não controladores) autores da ação eram, pois, votantes, razão pela qual a Corte não teve oportunidade de se manifestar sobre a Resolução nº 401. Contudo, consigne-se, *en passant*, que o aresto revela um aspecto interessante: tanto a CVM, quanto o Poder Judiciário aplicaram, *in casu*, a teoria da desconsideração da personalidade jurídica, sem mencioná-la. Vejamos. Ernesto e Esther Pereira Lopes eram acionistas controladores da companhia PLI, *holding* da companhia IBESA. Ernesto e Esther venderam à REFRIPAR o controle da *holding*, companhia PLI. E tanto a CVM, quanto o Poder Judiciário entenderam que a oferta pública deveria dirigir-se aos acionistas minoritários da subsidiária, companhia IBESA (“*as ações de Ernesto e Esther na PLI, organizada como empresa holding da IBESA, representavam 66% das ações com direito a voto, a significar que, indiretamente, Ernesto e Esther detinham o controle acionário da IBESA, onde a PLI representava mais da metade das ações com direito a voto*”). Curiosamente, nada se disse sobre os acionistas minoritários da PLI, provavelmente uma companhia fechada.

## C

Em ação ordinária ajuizada por Ítalo Aurélio Gaetani contra o Unibanco, o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários e a Bolsa de Valores de Minas, Espírito Santo e Brasília (Processo nº 00.2922-0), o Juiz Federal da 3ª Vara da Seção do Estado de Minas Gerais, Dr. Ildeu de Resende Chaves, proferiu extensa e brilhante sentença sobre o assunto em tela.

O caso surge no contexto da oferta pública efetuada pelo Unibanco com o fim de incorporar o Banco Mineiro.

Após longo, minucioso e preciso relatório, e depois de transcrever sábias lições extraídas das obras de Lopes da Costa e Nelson Hungria sobre o papel do Juiz, aquele magistrado sumariou os fatos incontroversos e assim delimitou o cerne da principal controvérsia jurídica por ele enfrentada: “cerne da controvérsia reside precisamente em se definir e declarar se o novo acionista controlador está, ou não, também obrigado a comprar ações de titularidade de acionistas preferenciais e se a pretensão deduzida no pedido vestibular encontra, ou não, enquadramento expresso ou implícito nos preceitos contidos na Lei nº 6.404/76, ou em qualquer outro diploma integrante do ordenamento jurídico brasileiro (...); dessarte, o que cumpre a este Juízo definir e declarar, de começo, é se os titulares de ações preferenciais de uma sociedade anônima, na hipótese de transferência do controle acionário e/ou de incorporação subsequente, têm ou não os mesmos direitos econômicos conferidos aos acionistas ordinários (...); a tese central de todas as contestações é a de que a expressão “acionistas minoritários” deve ser entendida no sentido restrito de “acionistas ordinários”, ou “acionistas com direito de voto”. A exordial, por seu turno, sustenta que a expressão “acionistas minoritários” inclui os acionistas preferenciais, além dos acionistas ordinários com direito de voto, excluída apenas a maioria constituída pelo(s) acionista(s) controlador(es).

Em sua brilhante sentença, o Juiz Federal Ildeu de Resende Chaves transcreve, na íntegra, os artigos 254 e 255 e efetua um rastreamento completo da expressão “acionistas minoritários”, empregada na Lei nº 6.404, de 1976. Revelando notável capacidade de síntese, ele assim se posiciona:

“Após meditar intensamente sobre a fascinante questão e de sopesar todos os argumentos aduzidos pelos litigantes e por diversos autores que escreveram a respeito do assunto, *formei a conclusão irreversível de que a expressão “acionistas minoritários” deve ser entendida na acepção de “acionistas não controladores”, abrangendo acionistas ordinários com voto vencido ou desconsiderado e acionistas preferenciais sem voz e sem voto, antítese plena à maioria detentora do poder controlador (...).* A essência do meu pensamento lastreia-se nos seguintes fundamentos:

a) ao longo dos seus 300 artigos, a Lei nº 6.404/76, autêntico código de defesa dos acionistas minoritários não controladores, usou de ampla sinonímia para referir-se aos sócios em geral e às diversas classes de acionistas da sociedade anônima, não tendo reservado nenhuma expressão específica, com sentido unívoco, cujo emprego pudesse autorizar a conclusão de que somente os acionistas ordinários com direito de voto estariam embutidos no conceito de minoria;

b) a leitura atenta daquele diploma legal evidencia que, em toda oportunidade em que teve o propósito de referir-se exclusivamente aos acionistas com direito de voto, a Lei nº 6.404 expressou sua intenção de modo inequívoco, como se infere do disposto nos arts. 115; 115, § 3º; 115, 4º, 116, parágrafo único; 117; 123, letra c; 135; 136; 136, § 2º; 137, § 2º; 141; 141, § 4º; 161, § 2º, 1ª parte; 161, § 4º, letra b, dentre outras disposições daquele diploma legal;

c) toda vez que a Lei nº 6.404 empregou isoladamente o substantivo sócio ou acionista, o fez para indicar, englobadamente, acionistas ordinários e preferenciais, abrangendo todos os participantes do capital social, como se infere do disposto nos arts. 24, § 1º; 36; 77, parágrafo único; 105; 109, § 2º; 126, § 3º; 137; 157, § 1º; 171; 171, § 3º; 206, letra b; 209, inc. I; 210, inc. V; 213, § 1º; 215, § 1º; 216, § 2º; 221; 223, § 2º; 230; 246, § 1º, letra a; 256, § 2º etc.

d) sempre que quis aludir, com exclusividade, aos acionistas preferenciais, a Lei nº 6.404 o fez de forma absolutamente unívoca, como se vê do prescrito nos arts. 111; 111, § 1º; 111, § 2º; 136, § 1º; 136, § 3º; 161, § 2º, 2ª parte; 161, § 4º, letra a; 203; 277 etc.

e) em diversas oportunidades, de forma significativa, a Lei nº 6.404, ao regular a conduta da maioria no seio da sociedade anônima, ou quando visou tutelar a minoria, fê-lo de modo a projetar a imagem da maioria controladora como a expressão da antítese da minoria não controladora, integrando neste último conceito tanto os acionistas preferenciais sem direito de voto quanto os acionistas ordinários cujos votos nada exprimem frente ao poder insuperável do acionista controlador, como se infere do estatuído, dentre outros preceitos, nos arts. 36; 105; 115, *caput*; 115, §§ 1º, 3º e 4º; 109, *caput*; 109, § 2º; 116, § 1º; 117, § 1º, letras a, b e c; 202, § 1º; 215, § 2º; 277, *caput*, e 277, § 1º, letra a etc.

f) a única vez em que o vocábulo “minoritário” foi utilizado pela Lei nº 6.404, inequivocamente, no sentido único de titular de ação ordinária, foi quando tratou da composição do conselho fiscal da sociedade de economia mista, mas fazendo-o no sentido de reforçar a proteção a portadores de ações preferenciais e conferindo-lhes o direito próprio de eleger um dos membros daquele conselho, consoante registra o art. 240;

g) na doutrina nacional e alienígena, especulativamente, pode-se discutir sobre a natureza jurídica do título representativo das ações ordinárias e preferenciais, porém no plano do Direito vigente, *legem habemus*, e o art. 1º da Lei nº 6.404 proclama que tanto os titulares de ações ordinárias quanto os proprietários de ações preferenciais são *sócios* da companhia aberta ou fechada, e não simples rendeiros ou meros credores da sociedade anônima por valores pecuniários entregues aos seus prepostos;

h) como passageiros do mesmo barco, e não como simples mutuantes, os acionistas preferenciais têm seus eventuais dividendos, lucros ou prejuízos, assim como o próprio capital investido na companhia, sujeitos aos mesmos riscos e reveses que desafiam os tripulantes e demais investidores ordinários com poder de voto ou de leme, na condução dos destinos sociais;

i) como sócios e titulares das frações ideais representativas do capital e de todo o acervo da companhia, na ocorrência da dissolução e subseqüente liquidação desta, os acionistas ordinários e preferenciais têm os mesmos direitos patrimoniais e de participação nos rateios positivos resultantes da apuração e alienação dos haveres sociais, como ressalta o art. 215, notando-se que, para esse fim, a Lei nº 6.404 restitui aos acionistas preferenciais o direito pleno de voto (art. 213, § 1º) e ainda lhes assegura a possibilidade de obter prioridade no reembolso do capital. “Com prêmio ou sem ele” (art. 17, inc. II);

j) se os acionistas ordinários levam vantagem no plano dos direitos políticos, em contrapartida gozam de menos direitos que os acionistas preferenciais, em *matéria patrimonial*, como decorre dos arts. 17, 18, 109 e 111;

l) a mais valia peculiar ao grupo de ações representativas do poder de controle, como direito de fundo patrimonial por excelên-

*cia*, se não pode deixar de beneficiar e ser dividida com os acionistas ordinários colocados à margem pela maioria, deve, *com maioria de razão*, ser rateada com os acionistas preferenciais;

*m)* se o legislador trata essa classe de sócios da companhia como “acionistas preferidos” tão reiteradamente, não pode o intérprete pretender discriminá-los como “acionistas preteridos”;

*n)* o estatuto do extinto Banco Mineiro não continha qualquer restrição ou discriminação em prejuízo dos titulares de ações preferenciais, razão pela qual não se pode assegurar apenas aos acionistas ordinários o direito de participação no ágio ou sobrevalor decorrente da transferência do controle acionário da companhia incorporada;

*o)* todo e qualquer direito de fundo pecuniário não pode deixar de ser conferido ao acionista preferencial, por se tratar de direito essencial, devendo considerar-se não escrita qualquer cláusula estatutária nesse sentido, face ao disposto nos arts. 109, 111, 115, 116, 117 e 202, § 1º e 202, da Lei nº 6.404/76;

*p)* mesmo em se tratando de restrição ou alteração legalmente admissível, nenhum direito ou vantagem atribuída ao titular de ações preferenciais poderá ser excluído ou reduzido, com eficácia, pela assembléia geral extraordinária de sociedade anônima, sem que tenha sido ratificada “por titulares de mais da metade da classe de ações preferenciais interessadas, reunidos em assembléia especial convocada e instalada com as formalidades desta Lei”, segundo disposição de ordem pública constante do art. 136, § 1º da Lei nº 6.404;

*q)* a mais valia peculiar às vinculadas ao poder de controle não existe nas empresas falidas, ou cujo passivo seja superior ao ativo, devendo ser considerada uma riqueza criada pelo trabalho profícuo da companhia, além de fruto das economias e investimentos canalizados pelos sócios ordinários e preferenciais, motivo pelo qual o valor do ágio pago pelo adquirente do controle acionário deve beneficiar e recompensar eqüitativamente a todos os participantes do capital social” (grifos do original).

Após essas razões, de rigoroso caráter técnico-jurídico, o magistrado tece relevantes considerações teóricas sobre a natureza preponderantemente institucional da empresa privada de ânimo lucrativo, incursiona no campo do Direito Constitucional, e con-

clui: "Em síntese, pelas relevantes razões já enumeradas, considero indissociável e indivisível a tutela que o legislador se empenhou em assegurar, em favor dos acionistas minoritários, na ocorrência de alienação do controle de companhia aberta, reputando, d.v., injusta, discriminadora e incompatível com o princípio constitucional da isonomia, a pretensão de se negar aos acionistas preferenciais o benefício do tratamento igualitário, coativamente imposto pelo art. 254, § 1º, da Lei nº 6.404/76. Por maioria de razão, essa igualdade de tratamento, entre acionistas ordinários e preferenciais, há de ser efetivada, na transferência de controle de instituição financeira, tendo em vista o art. 255, § 1º. Ao incluir taxativamente os intangíveis da companhia entre os bens e direitos a ser objeto do rateio, quando da mudança de controle acionário, ressalvou, literalmente, a participação compulsória de "todos os acionistas", abrangendo, sem qualquer subterfúgio, todos os sócios preferenciais".

Depois de explicitar o que deve ser considerado incluído no amplo conceito de "direitos intangíveis", a sentença acrescenta que "a inclusão do valor de controle entre os direitos intangíveis e a sua partilha entre todos os sócios da companhia encontra fundamento nos fins sociais da Lei nº 6.404/76 e nas exigências do bem comum, convergindo com os objetivos institucionais do ordenamento jurídico brasileiro".<sup>15</sup>

## SEGUNDA PARTE

A atual redação do art. 254 decorreu de um projeto de lei apresentado em 1972 pelo Deputado Herbert Levy, ressuscitado em 1976 pelo Deputado Alberto Hoffmann, e tendo recebido modificações apresentadas pelo Deputado Otto Lehmann.

Segundo Fábio Konder Comparato, "a redação dada ao § 1º do art. 254, por meio de emenda no Congresso, introduziu um *forte elemento de perturbação na economia legal*".<sup>16</sup>

Ora, um *elemento de perturbação na economia legal* acarreta, certamente, um efeito em cadeia.

15 Chaves, Ildeu de Resende, Juiz Federal da 3ª Vara da Seção Judiciária do Estado de Minas Gerais, Sentença proferida na ação ordinária proposta por Ítalo Aurélio Gaetani e outros contra o Unibanco e outros (Proc. nº 00.2922-0); 25.03.1991.

16 Comparato, Fábio Konder, ob. cit. na nota 8, *supra*, p. 247.

Uma normação *perturbada* conturba a exegese. Assim, esta não deveria ser conduzida a partir de estruturas maniqueístas rígidas de *certo e errado*. Quando muito, deve ser apreciada com adjetivos do tipo sensato e insensato.

Embora a Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976, do Conselho Monetário Nacional, divulgada pelo Banco Central do Brasil, faça referência explícita ao art. 254 em seu Intróito, o fato é que todo o seu corpo disciplina não a alienação de controle, mas a aquisição de controle mediante oferta pública. São duas situações distintas, que a lei disciplina topicamente em seções diferentes, a saber: a alienação de controle (cap. XX, Seção VI) e a aquisição de controle mediante oferta pública (cap. XX, Seção VII).

A Resolução nº 401, além de híbrida, misturando matérias heterogêneas, parece demonstrar desconhecimento do texto da lei. Nela, todos os incisos, com exceção dos de números II, III e V, tratam não de alienação de controle e, sim, de aquisição de controle mediante oferta pública. Ao que tudo indica, o Conselho Monetário Nacional teria sido induzido a erro pela intrigante redação do § 1º do art. 254. É como costumava dizer, com certa ironia, um coronel do interior, correligionário do líder democrático de Minas, Virgílio de Melo Franco, um dos articuladores do Manifesto dos Mineiros de 1943, que iniciou a derrubada da ditadura Vargas: "É, doutor, a lei brasileira é muito boa; o ruim é o parágrafo."<sup>17</sup>

No inciso I da Resolução nº 401, a limitação de exigência de tratamento igualitário a ações com direito de voto aparece claramente vinculada ao contexto da oferta pública de aquisição de ações. Eis o texto em questão:

"I. A alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer, nos termos desta Resolução, oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a assegurar-lhes tratamento igualitário ao do acionista controlador."

Na aquisição de controle mediante oferta pública (hipótese diferente de alienação de controle) justifica-se que o tratamento igualitário se restrinja às ações com direito de voto, por determinação expressa (certa ou errada, conveniente ou inconveniente) do

17 "Distorção Legal", Editorial do *Estado de Minas* de 27 de março de 1991.

§ 2º do art. 257. Aí, sim, a lei, expressamente, determina essa discriminação. Uma discriminação que ela não efetuou no § 1º do art. 254.

### *Quid juris?*

Depois de todos esses descaminhos e desencontros, passamos a seguir o seguinte trajeto.

No § 1º do art. 254, o legislador já impunha um *dever* à (então não instalada) Comissão de Valores Mobiliários: zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações. Em se tratando de companhia aberta, a alienação de controle depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários, devendo a mesma cumprir o seu *dever*, acima explicitado. Para cumprir esse *dever*, a Comissão de Valores Mobiliários só poderá autorizar a alienação de controle de companhia aberta mediante *simultânea* oferta pública para aquisição de ações. Oferta pública para aquisição de ações por parte de quem? Do acionista controlador? De terceiros?

Intriga-nos a palavra *simultânea* contida no texto do § 1º do art. 254. Por que o legislador não consignou “mediante *prévia* oferta pública para aquisição de ações?”

Parece óbvio que a oferta pública para aquisição de ações disciplinada na Seção VI do Capítulo XX só possa ser formulada por terceiros. Mas o Direito Comparado deixa claro que também o acionista controlador pode fazer uma oferta para a compra de ações. Segundo Steven F. Mones, a oferta efetuada pelo acionista controlador, referida no Direito norte-americano como *cash out merger*, distingue-se da oferta pública efetuada por terceiros (*tender offer* ou *take over bid*) e tem, por objetivo, eliminar os acionistas minoritários (não controladores) para que o controlador possa consolidar os seus interesses na companhia.<sup>18</sup> Esse procedimento, intitulado *cash out merger* ou *freeze out* no Direito norte-americano, costuma ocorrer quando o acionista controlador pretende deliberar a incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão, operações que, naquele país, generalizadamente,

<sup>18</sup> Mones, Steven F., “Protection of Minority Shareholders in Parent Subsidiary Tender Offers” (Delaware) (case note) 9, *Delaware Journal of Corporate Law*, Fall, 1984, ps. 729-742.



geram ainda o direito de retirada, o que não mais ocorre no Brasil, a partir da criticada e criticável Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989.

V., por exemplo, a *General Corporation Law of the State of Delaware*, tít. 8, § 262.

Parece-nos, pois, que a lei quis que a oferta pública de compra de ações de companhia aberta efetuada pelo próprio acionista controlador sempre se estendesse a todos os acionistas minoritários (não controladores), votantes ou não votantes, assegurando-lhes um tratamento igualitário. A *igualdade*, implícita na expressão *tratamento igualitário*, nesse contexto não poderia, obviamente, significar igualdade de preço oferecido ao acionista controlador, visto ser ele próprio o autor da oferta. Só poderia tratar-se, então, igualdade entre todos os acionistas minoritários (não controladores), votantes ou não. Ou seja, os minoritários (não controladores) não votantes devem receber tratamento igualitário ao fornecido aos minoritários (não controladores) votantes.

Se a alienação de controle de companhia aberta por iniciativa de terceiros só pode ser efetuada mediante oferta pública (Seção VII do Capítulo XX da lei), como poderá o acionista controlador alienar o controle sem que ocorra uma oferta pública de terceiros? Não vemos outras alternativas senão as seguintes: nas hipóteses de incorporação da companhia em outra, de fusão ou de cisão total. Nestas três hipóteses, extingue-se a companhia (arts. 227, 228 e 229) e, conseqüentemente, aliena-se o controle; uma outra hipótese ocorreria se o controlador criasse uma *holding*, subscrevendo o capital desta com a transferência das suas ações de controle de companhia aberta.

Esta solução, viável à luz dos princípios de hermenêutica estabelecidos no sistema de *civil law*, de tradição romano-germânica, nos surpreende. Pensamos que, à luz desses princípios, a maneira correta de interpretar o § 1º do art. 254 é a seguinte: o acionista controlador de companhia aberta não pode deliberar sobre a incorporação da companhia em outra, bem como sua fusão ou cisão sem efetuar, ele próprio e previamente, oferta pública para aquisição de ações dos acionistas minoritários (não controladores), desta forma assegurando a todos eles, votantes ou não votantes, tratamento igualitário.

Ademais, tal solução prescinde da artificiosa distinção entre *cessão de controle propriamente dito* e *cessão da organização empresarial como um todo*, elaborada por prestigiosa doutrina.<sup>19</sup>

Não se pretende fechar a questão aqui. Preferimos deixá-la em aberto, submetendo-a à lúcida consideração dos doutos que, certamente, enriquecerão o debate.

Essa sugestão de solução para o impasse parece-nos apresentar um paliativo ao acionista minoritário (não controlador) e uma espécie de compensação pela castração de seu direito de retirada nas hipóteses de incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão efetuada pela Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989.

Entretanto, se algo parece ressurgir claramente desse difícil debate, será a convicção de que ele revela posturas nitidamente contrárias aos interesses do acionista minoritário (não controlador).

O art. 254 trata, exclusivamente, da proteção ao acionista minoritário (não controlador) nas alienações de controle das companhias abertas. Que dizer dessa proteção na companhia fechada?

Fábio Konder Comparato indaga, com acuidade: “Por que prever a tutela dos acionistas minoritários apenas nas cessões de controle de companhias abertas, em que existe liberdade de circulação de ações no mercado de capitais? Não é, justamente, nas companhias fechadas que o minoritário, muito mais frequentemente, se encontra bloqueado, sem ter outro comprador para as suas ações senão o próprio controlador, que costuma oferecer, por elas, um preço vil?”<sup>20</sup>

Essas duas questões inteligentes estão a merecer uma reflexão mais aprofundada. Se é verdade o dito acima, é também verdade que o art. 254 só prevê a tutela dos interesses dos acionistas minoritários nas companhias abertas, em que existe liberdade de circulação de ações no mercado de capitais (art. 4º).

*Quid juris*, então?

A Lei nº 6.404, de 1976 efetuou nítida divisão das companhias brasileiras em abertas e fechadas (art. 4º). Essa distinção possui inúmeras conseqüências práticas, que influem na constituição, organização, funcionamento e dissolução da companhia. As companhias abertas, por recorrerem à economia popular, possuem

19 Comparato, ob. cit. na nota 8, *supra*, p. 250.

20 Comparato, ob. cit. na nota 8, *supra*, p. 247.

potencial lesivo mais perigoso. Por isso envolvem relevante interesse público, o que justifica o poder de polícia do Estado, poder esse delegado à Comissão de Valores Mobiliários – CVM (Lei nº 6.385, de 1976). Contudo, não se infira daí que a proteção aos acionistas minoritários (não controladores) seja devida apenas na companhia aberta. Nada mais errôneo.

O que a lei quis e quer, com o art. 254, é assegurar a participação da Comissão de Valores Mobiliários e prescrever a forma a ser observada na alienação de controle de companhia aberta (forma prescrita ou não defesa em lei – Código Civil, art. 82, III). O art. 254 reza que a alienação de controle de companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários (*caput*). Diz que compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação de controle de companhia aberta (§ 3º). Acrescenta ainda que a Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações (§ 1º). Essas precauções, aliadas à realidade de que o acionista minoritário (não controlador) de companhia aberta pode vender suas ações em bolsa ou no mercado de balcão, estabelecem, para ele, uma relativa segurança.

O fato de o art. 254 referir-se, exclusivamente, à companhia aberta não significa, em absoluto, que a proteção ao acionista minoritário (não controlador) também o seja devida tão-somente na companhia aberta. Ela é também devida – e mais ainda – na companhia fechada. Todo o arcabouço, estrutura, filosofia e o histórico da lei abonam essa conclusão. O que a lei procurou prever, no seu art. 254, foi a participação do poder de polícia do Estado e a forma de alienação de controle na companhia aberta, vinculando-a a simultânea oferta pública para aquisição de ações. Ora, na alienação de controle de companhia fechada nem é imperiosa a interferência do poder de polícia do Estado e nem faria sentido aí falar-se em oferta pública. O art. 254 não concede – e nem poderia fazê-lo – uma licença para o abuso de direito e o desvio de poder na companhia fechada. Como a alienação de controle na companhia fechada não conta com a participação do poder de polícia do Estado e nem se submete a uma forma prescrita específica prevista em lei, aí, sim, a conduta do acionista contro-

lador deverá pautar-se por padrões mais elevados, sujeitando-se a rigoroso escrutínio pelo Poder Judiciário, quando submetida à sua apreciação. Como sinala Fran Martins, "o acionista controlador, mesmo em uma sociedade anônima fechada, não pode agir discricionariamente em prejuízo, direto ou indireto, dos acionistas minoritários, em face do disposto no artigo 117 da Lei das Sociedades Anônimas."<sup>21</sup>

Embora o caso *Perlman versus Feldman* envolvesse uma companhia aberta, pensamos que os *standards* nele fixados se aplicam tanto à companhia fechada quanto à aberta. Aliás, essa é a tendência da jurisprudência norte-americana, sobretudo nos Estados de Illinois<sup>22</sup> e Massachusetts.<sup>23</sup>

No sistema de *civil law*, a lei *stricto sensu* não é a única fonte formal do Direito. A Lei de Introdução ao Código Civil reza, expressamente, no seu art. 4º, que quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de Direito. Na alienação de controle de companhia fechada, um princípio geral de Direito se impõe, sugerindo rígido escrutínio: o que protege a boa-fé contra o abuso de direito. Esse princípio já se transformou em regra, incorporada ao art. 117 da lei, merecendo especial destaque a norma do § 1º, letra c. Não sendo assim, os minoritários (não controladores) de companhias fechadas ficariam simplesmente tiranizados, inteiramente submetidos ao arbítrio da maioria controladora e em situação pior que a dos cotistas minoritários nas sociedades por cotas. Como vimos em capítulo anterior, os cotistas tiveram a sua situação eqüanimente definida pela jurisprudência do Supremo Tribunal Federal, em caso de recesso.

O que se nota, entretanto, é um descompasso entre os direitos substantivos reconhecidos aos minoritários (não controladores) e o sistema processual rígido, característica dos países de *civil law*. Schlesinger, Baade, Damaska e Herzog enfatizam esse descompasso com as seguintes palavras: os princípios gerais das codificações nos sistemas de *civil law* tendem a encorajar os Tribunais,

21 Martins, Fran, "O Acionista Controlador e os Direitos dos Acionistas Minoritários", in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará*, 25: 61-68, p. 67 (1984).

22 Galler versus Galler, 203 N. E., 2d., 577 (Ill., 1964).

23 Donahue versus Rodd Electrottype Co., 328, N. E., 2d., 505 (Mass., 1975).

pelo menos nos países mais progressistas, a permanecerem abertos ao desenvolvimento de novos direitos substantivos; contudo, os Códigos de Processo não contêm esses princípios gerais, resultando que as mesmas Cortes, que freqüentemente constroem o Direito, expandindo os direitos substantivos, se mostram relutantes em moldar mecanismos processuais não sancionados pela lei escrita.<sup>24</sup> Exemplo que nos ocorre a respeito é o do mandado de injunção, o qual, embora consagrado pela Constituição Federal, não encontra na legislação processual o mecanismo expressamente previsto para a sua implementação.

Na seara do Direito Societário, esse descompasso já havia sido observado, no Brasil, por Eizirik e Bastos: “O que os autores do anteprojeto (da Lei nº 6.404, de 1976) não esclareceram, no entanto, é que o Direito Substantivo de novo tipo implica e exige, necessariamente, não só um Direito Processual de novo tipo, mas também, e especialmente, tribunais de novo tipo. Isto é, caso se pretenda uma lei substantiva que absorva as tradições substantivas do Direito anglo-saxão, não se pode esquecer que o modelo de urbanização judiciário deve, também, e necessariamente, absorver as tradições substantivas com determinados efeitos e obter determinados resultados com órgãos de implementação (tribunais) organizados, não necessariamente, de acordo com as novas exigências do Direito Substantivo.”<sup>25</sup>

---

24 Schlesinger, Rudolf B., Baade, Hans W., Damaska, Mirjan R. E. Herzog, Peter E., *Comparative Law*, Mineola, New York, The Foundation Press, 1988, p. 836.

25 Eizirik, Nelson Laks, e Bastos, Aurélio Wander, ob. cit. na nota 1, *supra*, p. 24.

## Capítulo 10

### OFERTA PÚBLICA PARA AQUISIÇÃO DE AÇÕES

---

---

Diferente da alienação de controle, tratada no Capítulo XX, Seção VI, da lei, é a oferta pública para aquisição de ações, disciplinada na Seção VII do mesmo capítulo.

A oferta pública para aquisição de controle só tem por objeto ações votantes em número suficiente para assegurar o controle da companhia. E é irrevogável. No Direito norte-americano esse instituto recebe o nome de *tender offer* ou *take over bid*.

Convém reter as seguintes definições, porque os juristas norte-americanos, diferentemente dos franceses, são parcimoniosos em definições. No entanto, é dos gauleses esta observação sobre o ato de definir: “*c'est entourer d'un mur de mots un terrain vague d'idées*” (definir é cercar, com um muro de palavras, um terreno vago de idéias):

“*Take over*”, *take over bid* – *If an individual or a corporation or some group of either of them gain control over another corporation by buying its stock or otherwise this is referred to as a “take over”. If they make an offer to the target company as shareholders to buy their shares this is known as a takeover bid or more commonly as “tender offer.”*

(Se uma pessoa física ou uma companhia – melhor seria dizer-se: uma pessoa jurídica – ou um grupo de cada uma delas assume o controle de companhia comprando suas ações ou de qualquer outro modo, tal operação é chamada de *take over*. Se fazem uma oferta aos acionistas da companhia – alvo para comprar suas ações, essa operação passa a ser conhecida como *take over bid* ou, mais comumente, *tender offer*.)

*“Tender offer – If an individual or a corporation or some group of either of them makes to the shareholders of a target company over which they seek to gain control an offer to buy their shares of stock that is known as ‘tender offer’. Such offers have since 1968 been regulated by the Williams Act (Sections 13 (d) – (f) of the 1934 Act).<sup>1</sup>*

(Se uma pessoa física ou uma companhia – melhor seria dizer-se: uma pessoa jurídica – ou algum grupo de qualquer delas faz aos acionistas de uma companhia-alvo – da qual pretendem obter o controle – uma oferta para comprar suas ações deles, tal operação é conhecida como *tender offer*. Essas ofertas (de compra de ações para aquisição de controle) acham-se reguladas, desde 1968, pelo Williams Act (Seções 13 (d) – (f) do Ato de 1934).

*“Tender Offer” is a public invitation by an aggressor that shareholders of a target corporation tender their shares for purchase by the aggressor at a stated price. Tender offers are regulated by the Williams Act that amended the Securities Exchange Act of 1934. A creeping “tender offer” is a series of private acquisitions in the market place and may or may not be classed as a tender offer for regulatory purposes.<sup>2</sup>*

(*Tender offer* é um convite público (efetuado) por um agressor no sentido de que os acionistas de uma companhia-alvo ofereçam suas ações para compra pelo agressor a um preço estipulado. As *tender offers* são disciplinadas pelo *Williams Act*, que alterou o *Securities Exchange Act* de 1934. Uma *tender offer* gradual consiste numa série de aquisições privadas no mercado e pode ser, ou não, classificada como uma *tender offer* para fins de regulamentação).

*Parece-nos ter ficado bem claro*, no capítulo anterior, que a oferta pública para aquisição de ações, referida nos arts. 254 e 255, tem como autor, proponente ou *policitante*, o acionista-controlador; e como destinatários, ou *oblatos*, os demais acionistas da mesma companhia. Diferentemente, a oferta pública para aquisição de controle, aqui versada, parte de terceiros e, freqüentemente,

1 Vagts, Detlev F., *Basic Corporation Law*, Mineola, New York, The Foundation Press, 1973, p. 792.

2 Hamilton, Robert W., *The Law of Corporations*, St. Paul, Minnesota, West Publishing Co., 1987, ps. 478-479.

como observam Jennings e Marsh, Jr., ocorre em oposição ou à revelia da administração da companhia-alvo.<sup>3</sup>

Existe consenso na doutrina sobre a natureza jurídica da oferta pública: trata-se de proposta irrevogável dirigida a um número indeterminado de acionistas, configurada por declaração unilateral da vontade e regida pelo art. 1.080 do Código Civil.<sup>4</sup>

Na hipótese de oferta pública para aquisição de controle justifica-se a distinção entre acionistas minoritários (não controladores) votantes e não votantes.

Arnoldo Wald efetuou um levantamento completo da doutrina nacional sobre o assunto e conclui: "A apresentação cansativa de exaustivas citações que acabamos de fazer teve como única finalidade comprovar o consenso que existe entre a lei, a jurisprudência e a doutrina na matéria, para comprovar que se reconhece de modo manso e pacífico que as ações preferenciais não se incluem na *oferta pública de aquisição de controle* e que o art. 255 oferece uma alternativa mais benéfica para o adquirente do controle acionário, ao permitir a substituição da oferta pública pelo rateio."<sup>5</sup> A referência de Arnoldo Wald ao art. 255 é intrigante. Tal artigo acha-se topicamente localizado na seção VI e não na seção VII do capítulo XX da lei. E versa não sobre aquisição de controle mediante oferta pública mas, sim, sobre alienação de controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar. Diferentemente de Arnoldo Wald, pensamos que a oferta pública para aquisição de controle, disciplinada na seção VII (arts. 257 a 263) da lei deve estender-se a todas as ações votantes, inclusive às preferenciais, ficando excluídas apenas as ações não votantes. Todavia, o peso da autoridade daquele eminente jurista não deixa de ser mais um motivo para a justa preocupação dos acionistas minoritários (não controladores) possuidores de ações preferenciais, revelando-se, mais uma vez, a sua desvalia.

3 Jennings, Richard W., and Marsh, Jr., Harold, *Securities Regulation - Cases and Materials*, Mineola, New York, The Foundation Press, 1972, p. 937.

4 Carvalho, Modesto, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio, IBMEC, 1979, ps. 19-20; Boiteux, Fernando Netto, "Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhia Aberta", *Revista Forense*, 301: 53-72 (jan./mar. 1988), p. 56.

5 Wald, Arnoldo, "A Obrigação de Fazer Oferta Pública e a Transferência de Controle no Direito Brasileiro", *Revista Forense*, 302: 50-56, p. 56.



Tratando-se de oferta pública, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários é obrigatória e assume especial relevo.

O instrumento de oferta pública deverá indicar, entre outros requisitos, a forma de rateio entre os aceitantes, o número deles ultrapassando o máximo fixado. A Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976, esclarece, em seu inciso XI, que “se o número das ações dos aceitantes da oferta, somado às do acionista controlador, ultrapassar o máximo indicado no instrumento da oferta, será obrigatório o rateio *proporcional*, entre o acionista controlador e os demais acionistas, do total das ações a serem adquiridas”. Como se vê, a Resolução nº 401, neste aspecto, foi bem mais feliz que em outros. E foi também mais feliz que a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, que dispôs sobre o tratamento a ser dado às sobras de ações em aumentos de capital.

Em se tratando de aquisição de controle mediante oferta pública, disciplinada na Seção VII do Cap. XX, a lei – certa ou errada, conveniente ou inconveniente – limita a oferta às ações com direito a voto. *Legem habemus*. Não resta dúvida de que, do ponto de vista dos minoritários (não controladores) sem direito a voto, o dispositivo do § 2º do art. 257 é negativo. E será duplamente negativo para os acionistas minoritários (não controladores) titulares de ações preferenciais, se vier a prevalecer o entendimento de Arnoldo Wald, acima explicitado.

## Capítulo 11

# INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA CONTROLADA

---

---

Outra situação diferente, prevista na seção VIII do capítulo XX da Lei nº 6.404, de 1976, é a incorporação de companhia controlada.

Tendo em vista o disposto no art. 20, *caput*, do Código Civil (“As pessoas jurídicas têm existência distinta da dos seus membros”), trata-se de caso típico de incorporação de companhia em outra, situação ensejadora do direito de retirada antes da Lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989.

Segundo Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, a incorporação, pela controladora, de companhia controlada, está sujeita a normas especiais previstas no art. 264, cujo evidente propósito, aliás declarado na própria Exposição de Motivos, é o de propiciar adequada proteção aos minoritários. No entanto – acrescentam os mesmos autores –, o louvável intuito da lei acabou por ser inteiramente desvirtuado por uma infeliz emenda de redação introduzida pelo Congresso Nacional ao texto do Projeto, de tal sorte que o art. 264 da lei resultou esdrúxulo, além de incompatível com o desiderato de propiciar adequada proteção às minorias. Os dois ilustres autores demonstram que, em decorrência de *lapsos verbais*, a expressão *acionistas minoritários* foi substituída por *acionistas controladores* no *caput* do art. 264 e no seu § 3º. Assinalam que o lapso é tão flagrante quanto lamentável. E concluem que da maneira como terminou por vir a lume o dispositivo, apenas se garante aos controladores razoáveis relações de substituição, ficando desprotegidos, senão mesmo mais prejudicados, os interesses dos demais acionistas da incorporada.<sup>1</sup>

---

1 Teixeira, Egberto Lacerda, e Guerreiro, José Alexandre Tavares, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, Bushatsky, 1979, vol. 2, ps. 672-674.

Triste sina dos acionistas minoritários (não controladores)! Como se não bastasse a sua natural sensação de desvalia, decorrente da realidade mesma de ser minoria, as ameaças surgem de todos os lados. Ora das lacunas – conscientes ou inconscientes – da lei. Ora do controlador. Ora das dificuldades de interpretação. Ora da doutrina, que concede à expressão acionista minoritário uma interpretação restritiva, limitando-a aos acionistas votantes. Ora da lei, que lhes castra o direito de retirada. E, por fim, do Congresso Nacional, que comete um “lapso de linguagem”... Haverá alguma esperança para esse pobre coitado?

A Psicanálise estuda e explica muito bem esses lapsos. Freud relata o seguinte, ocorrido na Câmara dos Deputados da Áustria. O Presidente da Câmara abriu a sessão: “Meus senhores – disse – verifico a presença de X deputados e declaro, por conseguinte, encerrada a sessão.” Analisando o episódio, Freud assim se manifesta: a explicação mais plausível neste caso será a seguinte; no íntimo, o Presidente desejava poder enfim encerrar a sessão, da qual não esperava nada de bom; desta forma, a idéia correspondente a tal desejo encontrou, como sucede freqüentemente, uma expressão pelo menos parcial na sua declaração, levando-o a dizer “encerrada” em vez de “aberta”, ou seja, exatamente o contrário do que sugeria suas intenções.<sup>2</sup>

Os lapsos revelam freqüentemente o desejo oculto e inconsciente que reprimimos no inconsciente. Sem pretender psicanalizar o legislador, fica no ar a pergunta irrespondida: terá ele, realmente, desejado proteger os minoritários (não controladores)?

Fran Martins também já notara o lapso do art. 264. E escrevera o seguinte: “a lei (...) requer que além (dos dados constantes dos arts. 224 e 225) a justificação a ser apresentada à assembléia geral da sociedade controlada, que vai ser absorvida pela controladora, contenha também o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas *minoritários* (a lei fala em acionistas *controladores* da controlada, mas há um evidente engano, pois *controladora* da controlada é justamente a sociedade incorporadora); o art. 264, § 3º, do projeto desta lei se referia a *acionistas minoritários*, justamente os que vão receber ações da sociedade controladora.”<sup>3</sup>

2 Freud, Sigmund, *Psicopatologia da Vida Quotidiana*, Lisboa, Editorial Estudos Cor, 1974, p. 71.

3 Martins, Fran, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio, Forense, 1979, vol. 3, p. 423.

Ao que nos parece, Fran Martins não tem dúvida de que se deva aplicar a lei segundo o seu espírito, desconsiderando-se o lapso que contamina a sua letra. Essa nos parece ser a posição mais correta.

Um outro lapso clássico da legislação brasileira – o emprego da palavra *quando* por *quanto* no § 1º do art. 3º do Decreto nº 3.708, de 1919 (lei das sociedades por cotas, de responsabilidade limitada) – jamais foi corrigido pelo legislador, mas não impediu doutrina e jurisprudência de aplicar o vocábulo corretamente. Assim, pergunta-se, será mesmo necessário que o legislador repare em tempo a grave falha antes que a doutrina e a jurisprudência possam restabelecer a verdade substancial do texto legal? Pensamos que quem quer que responda afirmativamente a essa questão estará, de sua consciência, conivente com o erro do legislador. Aí, então, já não mais se poderá falar em lapso, mas em intenção expressa e deliberadamente manifestada.

Nosso entendimento no tocante a este assunto é que, independentemente da desejável alteração corretiva do legislador, a leitura do art. 264, *caput*, e seu § 3º deve desconsiderar a expressão “controladores”, substituindo-a por “minoritários (não controladores)”. Pensamos, mais, que a expressão *acionistas minoritários*, neste contexto, deva englobar todos os não controladores, e não apenas os não controladores votantes. Finalmente, entendemos que nesta hipótese deve permanecer para os minoritários (não controladores) dissidentes da deliberação da assembléia geral da controlada que aprovar a operação o direito de optar pelo reembolso fixado nos termos do art. 137.

## Capítulo 12

### RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES

---

---

Em nenhum outro ponto da Lei nº 6.404, de 1976, manifestou-se de maneira tão clara a ânsia do legislador em proteger o acionista minoritário (não controlador) quanto na disciplinação jurídica dos deveres e responsabilidades dos administradores. Neste particular, como já observamos em outra obra, se o legislador brasileiro de 1976 pecou o fez por excesso, não por omissão.<sup>1</sup> Nessa matéria, o legislador foi, propositalmente, repetitivo, rebarbativo, quase como se duvidasse da inteligência do hermenêuta. Mas, para tanto, mesclou princípios e regras,<sup>2</sup> acabando por incidir no erro verberado por Roscoe Pound no início do século: de esconder os princípios por detrás de uma montanha de regras<sup>3</sup> perturbando o trabalho exegético.

Com uma dose de realismo, o legislador percebeu que o centro real do poder na sociedade anônima moderna não coincide, necessariamente, com a administração, ou melhor, desloca-se dela. O verdadeiro e mais genuíno poder econômico na grande empresa moderna procura, deliberadamente, esconder-se, ocultar-se, mimetizar-se, camuflar-se. Tanto quanto possível, o legislador tenta atingi-lo. Daí as normas disciplinadoras dos deveres e responsabilidades dos controladores (arts. 116 e 117).

---

1 Lima, Osmar Brina Corrêa, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*, Rio, Aide, 1989, p. 154.

2 Lima, Osmar Brina Corrêa, "Sociedade Anônima: Lei nº 6.404/76 e Decreto-lei nº 2.627/40 - Um Quadro Comparativo Impressionista", in *Revista dos Tribunais*, vol. 636: 246-250 (out. 1988), p. 249.

3 Pound, Roscoe, "Mechanical Jurisprudence", in *Columbia Law Review*, 8: 605-623 (1908).

Não trateremos destacadamente do problema da responsabilização do acionista controlador. Os parâmetros e os critérios para essa responsabilização são os mesmos relativos aos administradores. A eles também aplicam-se os deveres de obediência (à lei e ao estatuto), de diligência e de lealdade.

Parece que o legislador, conscientemente ou não, percebeu que a sociedade anônima, como sói acontecer com as instituições em geral, reflete o gênio ou a mediocridade dos seus administradores. Referindo-se ao sistema penitenciário, Magalhães Noronha já havia observado: não há dúvida de que qualquer penitenciária é o seu diretor: Elmira foi Brockway, Valência foi Montezinos, Witzwil foi Kellerhals.<sup>4</sup>

Não resta dúvida de que na grande companhia aberta moderna, os administradores continuam detentores de grande poder. Um poder mais explícito e menos camuflado que o dos controladores. Um poder proveniente da capacidade gerencial mas também, e principalmente, da informação. Quanto a essa informação, e sem embargo do que a lei chama de *dever de informar* (art. 157), vale a pena reproduzir aqui o que já afirmamos em outra obra: será errôneo afirmar que o *insider* tem o dever de guardar sigilo ou o dever de informar. O seu único dever é o de lealdade e, não raro, só será leal ao guardar sigilo. De outras vezes, graças à lealdade, ser-lhe-á imposto informar amplamente.<sup>5</sup> E, note-se, *insiders* não são apenas os administradores e controladores. *Insiders* são todos aqueles que, por qualquer circunstância, detêm informações que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado ao vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. *Insider* é aquele que está por dentro, ligado à empresa em função de confiança e que, por força de sua posição, tem acesso privilegiado a informações antes que elas cheguem ao conhecimento público.<sup>6</sup> A expressão *insider trading* tem sido empregada para designar o *insider* que, utilizando essas informações, obtém, para si ou para outrem, vantagens mediante compra ou venda de valores mobiliários da companhia. O princípio jurídico subjacente à disciplinação da conduta do *insider* é o da *lealdade*.

4 Magalhães Noronha, E., *Direito Penal*, São Paulo, Saraiva, 1963, vol. 1º, p. 293.

5 Lima, Osmar Brina Corrêa, ob. cit. na nota 1, *supra*, p. 82.

6 Oliveira, Miguel Delmar Barbosa e outros, *Introdução ao Mercado de Ações*, CNBV, p. 212.

Paradoxalmente, aquela preocupação obsessiva do legislador, referida linhas atrás, que acabou por confundir princípios e regras, erige-se em potencial perigo de desvalia para o acionista minoritário (não controlador). Com efeito, ao esconder o princípio do dever de lealdade por detrás da regra do dever de informar (art. 157), o legislador já deu azo à interpretação apressada – *data venia* – de que nas companhias fechadas, “quando houver acionista dissidente, ficará ele inerte em face da insídia do administrador que praticar o *insider trading*”. Essa conclusão pressurosa parte do pressuposto errôneo de que a responsabilização civil, como a penal, dependeria sempre da anterioridade da definição de um tipo (*nullum crimen, nula poena sine lege*).

No tocante à responsabilidade civil dos administradores, especificamente, notam-se alguns óbices que tornam menos eficaz a proteção aos minoritários (não controladores). O primeiro deles é o próprio fundamento da responsabilidade civil, assentado na idéia de culpa. A noção de culpa, tradicionalmente adotada como o alicerce da responsabilização civil, só veio a ser devidamente esclarecida pela Psicanálise, que demonstrou tratar-se de fundamento precário, senão totalmente imprestável, para a responsabilidade civil.<sup>7</sup>

A adoção da culpa como fundamento da responsabilidade civil torna mais difícil a aplicação dos preceitos legais a esta relativos, bem como a responsabilização concreta. O juiz, preso à idéia de culpa, não consegue escapar de uma inevitável dose de subjetivismo, que o amedronta e assombra. Sob um prisma psicanalítico, ocorre como que um inevitável vazamento, uma espécie de contaminação entre a culpa procurada para fundamentar a responsabilização e a culpa inconsciente do magistrado. Mecanismos psicológicos inconscientes de projeção e introjeção mobilizam-se quando um juiz busca a culpa de outrem para aplicar-lhe o “castigo” da responsabilização. Essa precariedade ou imprestabilidade do conceito de culpa como fundamento da responsabilidade civil, no campo da legislação societária, pode culminar numa certa impunidade, por incorreta aplicação do § 6º do art. 159. A norma do § 6º do art. 159, na verdade, nada mais é que um transplante, para a legislação do anomimato, de princípios gerais de direito e de teorias elaboradas há séculos pelo

7 Lima, Osmar Brina Corrêa, ob. cit. na nota 4, cap. 13 (*Imprestabilidade do Conceito de Culpa como Fundamento da Responsabilidade Civil*).

gênio dos juristas do sistema da *civil law*. Mas a história da formação da atual lei de sociedades por ações brasileira leva a crer que a referida transposição de seculares princípios e teorias para o § 6º do art. 159 foi mais inconsciente que consciente. No plano consciente, o legislador brasileiro parece ter se limitado a transpor, para a legislação pátria, a famosa *business judgment rule*, inferida através do processo lógico indutivo da jurisprudência norte-americana e expressa em alguns Códigos, como o *Model Business Corporation Act*. Escondidos por detrás dessa regra, encontram-se os princípios dos poderes implícitos e da discricionariedade dos atos dos administradores. Como já demonstramos em outra obra, o § 6º do art. 159 não concede nenhum *bill de indenidade* a administradores culposos. Ele simplesmente não pode ser aplicado se constatada a existência de culpa. Melhor seria dizer-se que o § 6º do art. 159 não pode ser aplicado se verificado o descumprimento de qualquer dos deveres do administrador: obediência (à lei e ao estatuto social), diligência e lealdade.

A par do óbice decorrente da precariedade do conceito de culpa como fundamento da responsabilidade civil, que nos parece o mais difícil, outros existem, na prática, que acabam por dificultar a responsabilização dos administradores de companhias. Qualquer ação social derivada de responsabilidade civil (art. 159, §§ 3º e 4º) deverá ser precedida de prévia deliberação da assembléia geral (art. 159, *caput*). A competência para a convocação da assembléia geral é dos administradores (do Conselho de Administração, se houver, ou dos diretores). E a convocação deve mencionar a ordem do dia (art. 124, *caput*). É certo que a assembléia geral também poderá ser convocada pelo Conselho Fiscal ou por acionistas. Mas, além da inibição normal do acionista minoritário (não controlador), ocorrerá previsível e compreensível resistência para a convocação da assembléia geral prevista no art. 159, *caput*.

Mas não é só. O art. 159 dispõe, expressamente, que os resultados da ação social derivada prevista nos §§ 3º e 4º do art. 159 serão deferidos à companhia. E que esta deve indenizar o acionista-autor, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados (art. 159, § 5º). Contudo, o dispositivo não é suficientemente claro quanto à responsabilidade pelos ônus da sucumbência na hipótese de a ação social derivada ser julgada improcedente. E note-se que tal hipótese jamais será remota, se se



der ao § 6º do art. 159 interpretação elástica ou errônea a qual já se insinuou em abalizada doutrina.

Não nos estenderemos muito mais a respeito deste tema, tão rico e tão difícil, sobre o qual já demos uma contribuição modesta, porém – pensamos – significativa em outra obra, já citada. Cremos que a própria preocupação em proteger o acionista minoritário (não controlador) – quando contaminada por certa obsessividade – pode sofrer distorções em seus efeitos.

Vamos nos concentrar num outro aspecto preocupante: a rarefação da casuística brasileira sobre responsabilidade – civil, criminal, tributária – de sociedades comerciais no Brasil é notória, sintomática e intrigante. E a realidade quase palpável não assegura possa essa rarefação constituir-se em motivo para justo orgulho.

Seria muito injusto e leviano generalizar, afirmando que os “empresários” brasileiros são desonestos. Muito pelo contrário, queremos crer que a desonestidade constitui exceção. Muitos seriam mal informados, talvez. Mas o fato é que o “empresariado” se erige em força pujante e útil numa sociedade cuja Constituição empresta especial relevo à iniciativa privada.

Se considerarmos a instabilidade da economia nacional e a função social das empresas, e pensarmos nas milhares de pequenas e médias empresas existentes no país, constataremos que o empresário brasileiro não deixa de ser, também, um misto de vítima e herói.

Contudo, não se pode deixar de perceber uma certa desproporção entre as notícias da “*mídia*” e o “*hearsay*” do povo – de um lado – e a jurisprudência reportada sobre responsabilização de administradores, controladores e *insiders* de sociedades comerciais – de outro lado. Para o que aponta esta desproporção? Para o sensacionalismo da “*mídia*”? Para a maledicência do povo? Para o descrédito na Justiça? Para a atitude conformista do “*jeca-tatu*”, descrito por Monteiro Lobato? Para que aponta esta desproporção?

Schlesinger, Baade, Damaska e Herzog<sup>8</sup> constatam que no sistema de *common law* uma corte tem quase completa liberdade para moldar o remédio apropriado para punir a quebra de um dever fiduciário (*fiduciary duty*). E, em seguida, procuram checar porque, nos países do sistema de *civil law*, embora o princípio básico

8 Schlesinger, Rudolf B. Baade, Hans W., Damaska, Mirjan R., e Herzog, Peter E., *Comparative Law*, Mineola, New York, The Foundation Press, 1988, ps. 836-840.

da ação social derivada (art. 159, §§ 3º e 4º) já seja bem conhecido, tais ações não exercem uma função relevante. Segundo eles, isso se deve a uma variedade de razões, entre as quais se inserem as seguintes, que resumimos:

1. As “normas” gerais dos Códigos Civis (art. 159 do Código Civil, por exemplo) tendem a encorajar as Cortes – ao menos nos países mais progressistas vinculados ao sistema de *civil law* – a sentirem livres para desenvolverem novos direitos substantivos. Contudo, os Códigos de Processo Civil não contêm tais “normas gerais” para expandirem os direitos substantivos. E as cortes relutam em moldar mecanismos processuais não sancionados pela lei escrita; os Códigos processuais costumam ser rígidos e restritivos.

2. A carestia das custas processuais e – acrescentamos: a apontada indefinição da lei brasileira quanto à responsabilidade pelos ônus da sucumbência na hipótese sempre presente de a ação social derivada ser julgada improcedente – desencorajam os acionistas e levam os advogados conscienciosos a desaconselharem a propositura da ação.

3. Em muitos países do sistema de *civil law*, a organização das companhias é mais “democrática” que nos Estados Unidos da América do Norte, no sentido de que muitas matérias são delegadas à decisão soberana da assembléia geral, ao passo que, naquele país, são de competência do conselho de administração. Como resultado, as ações sociais derivadas não proporcionam remédio prático, já que as decisões são atribuídas à assembléia geral e não aos administradores (conselheiros e diretores). Além disso, em muitos desses países a legislação permite que os atos dos administradores sejam ratificados por maioria simples pela *assembléia geral ordinária anual*.

Devido à fraqueza das ações sociais derivadas nos países do sistema de *civil law* – continuam os mesmos autores –, os acionistas minoritários (não controladores) tendem a confiar mais na ação anulatória. Aqui, da mesma forma, a carestia das custas processuais, o ônus da prova e a dificuldade de identificar os titulares de ações ao portador (inexistentes no Brasil atualmente) obstaculizam sobremaneira a ação.

Os referidos autores concluem, questionando com certo ceticismo, se esses mecanismos *civis* serão realmente eficazes para impedir uma administração desonesta de embarcar numa conduta errônea...

Um outro autor norte-americano (Poser) assim sumaria as causas da rarefação jurisprudencial em matéria de responsabilidade civil dos administradores de sociedades comerciais em países em desenvolvimento: carestia das custas processuais e dos honorários de advogados; morosidade da justiça; falta de treino dos magistrados para lidar com problemas financeiros complexos, o que reduziria a expectativa de decisões justas; relutância em litigar, não inteiramente explicada por todos os fatores acima; desconfiança de que mesmo as decisões justas venham a ser executadas.<sup>9</sup>

Essas análises, elaboradas por juristas do sistema de *common law*, mostram-se, basicamente, corretas. E não nos parece que propiciem um panorama muito animador para o acionista minoritário (não controlador).

Algum leitor poderá se questionar porque recorrer a análises de autores estrangeiros ao invés de fazer uma espécie de “auto-análise”, partindo da observação direta da realidade brasileira. Para nós, a análise vinda “de fora” pode contribuir significativamente para a reflexão e o aperfeiçoamento do analisado, vista sua objetividade proporcionada pelo distanciamento.

---

9 Poser, *Securities Regulation in Developing Countries*, 52, *Virginia Law Review*, p. 1.925 (1966).

## Capítulo 13

### DISTRIBUIÇÃO DISFARÇADA DE LUCROS

---

A expressão “distribuição disfarçada de lucros” contém vocábulo que pressupõe a existência de – lucros. A finalidade lucrativa é da essência mesma da companhia (art. 2º). E quando esta não atinge o seu fim, justifica-se até mesmo a sua dissolução (art. 206, II, *b*).

Nas sociedades civis sem finalidade lucrativa, o lucro não é essencial, ainda que um *superavit* seja importante para a sobrevivência da pessoa jurídica, sobretudo numa economia instável e inflacionária.

A diferença entre as sociedades civis sem finalidade lucrativa e as sociedades comerciais não é propriamente a geração, ou não, de um lucro ou *superavit*, mas o destino deste. Numa sociedade civil sem finalidade lucrativa não pode haver a distribuição de lucros entre os sócios. Todo o lucro ou *superavit* deve ser reinvestido na própria sociedade. Já na sociedade comercial, o lucro é a justa remuneração do capital investido, existindo precisamente para ser distribuído aos sócios. Em todo o contrato de sociedade comercial ou em toda adesão a uma instituição comercial, existe, pois, uma cláusula, explícita, relativa à participação nos lucros. E existe a justa aspiração dos sócios a participarem dos lucros. O vetusto Código Comercial de 1850 já fixara que “é nula a sociedade ou companhia em que se estipular que a totalidade dos lucros pertença a um só dos sócios, ou em que algum seja excluído, e a que desonerar de toda a contribuição nas perdas as somas ou efeitos entrados por um ou mais sócios para o fundo social” (Código Comercial, art. 288). Assim, tornar-se sócio de sociedade comercial ou mais especificamente, tornar-se acionista de companhia, significa um investimento. E todo o investimento aspira a

um retorno. A expressão *distribuição disfarçada de lucros* pressupõe, pois, a existência de um lucro.

Na sistemática da lei vigente, o lucro, senão todo, deve ser distribuído aos acionistas. Essa distribuição há de se realizar balizada por dois parâmetros principais. De um lado, existe o piso fixado pela disciplinação do dividendo obrigatório, que pode variar de uma companhia para outra, dependendo do que dispuser o estatuto social (art. 202). De outro lado, existe princípio de isonomia entre as ações de uma mesma espécie e classe.

A expressão *distribuição disfarçada de lucros* pressupõe, então, a existência de lucros e a sua distribuição, ambas perfeitamente harmônicas com os objetivos da legislação, a essência da sociedade anônima e as aspirações dos investidores.

Ocorre que a expressão em tela aparece entremeada com o adjetivo *disfarçada*. *Disfarçada* significa "simulada, modificada, fingida, falsa, encoberta, mascarada".<sup>1</sup> A palavra *disfarçada* também lembra algo desviado, distorcido, camuflado, dissimulado.

Na *distribuição disfarçada de lucros* existem duas realidades não apenas previstas como desejáveis: existem lucros; e existe uma distribuição dos lucros. Mas existe também uma terceira realidade simultânea: um disfarce, uma simulação, nem sempre fácil de se perceber e muito menos de se provar.

A linha divisória entre a distribuição disfarçada de lucros e uma política liberal de remuneração de tarefas ou, mesmo, de certas liberalidades é tênue, sutil e imprecisa. Existe uma inevitável zona cinzenta que escapa a qualquer definição precisa.

Compete à assembléia geral fixar o montante global da remuneração dos administradores tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional bem como o valor de seus serviços no mercado (art. 152). E compete à assembléia geral ordinária deliberar sobre o lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos (art. 132, II).

Essas duas normas conduzem-nos a duas ordens de consideração: 1<sup>a</sup>) na assembléia geral mandam os controladores; o poder dos minoritários (não controladores) é mínimo, senão

1 Bueno, Francisco da Silveira, *Dicionário Escolar da Língua Portuguesa*, Ministério da Educação e Cultura, 1965, 5<sup>a</sup> ed., verbete "Disfarçada".

nulo; 2ª) por outro lado, ao delegar à competência da assembléia geral aquelas decisões, a lei fornece aos administradores um abrigo protetor bastante conveniente e quase inexpugnável contra eventuais ações de responsabilidade civil decorrentes de uma distribuição disfarçada de lucros.

A quem favorece a distribuição disfarçada de lucros? E a quem desfavorece?

Deixando de lado empregados e credores quirografários, parece quase intuitivo que a distribuição disfarçada de lucros prejudica o Fisco e os acionistas minoritários (não controladores).

Toda a armadura defensiva contra a distribuição disfarçada de lucros tem partido de uma legislação de origem tributária. Mas esta não prevê mecanismos especiais de proteção aos acionistas minoritários (não controladores). Pelo contrário, o *modus operandi* dos mecanismos defensivos do fisco acabam por punir os acionistas minoritários (não controladores).

Essas simples reflexões, independentemente do exame mais detido da legislação, da doutrina e da jurisprudência, evidenciam e revelam a precariedade da situação do acionista minoritário (não controlador).

Mas façamos uma análise um pouco mais técnica e mais detida, para verificar a validade da afirmação acima.

O rol enunciativo das modalidades de distribuição disfarçada de lucros da legislação tributária descreve comportamentos que se caracterizam, tipicamente, como descumprimento do dever de lealdade, a que se acham submetidos administradores e controladores.

Segundo o art. 60 do Decreto-lei nº 1.598, de 1977, alterado pelo Decreto-lei nº 2.065, de 1983, *presume-se* distribuição disfarçada de lucros o negócio pelo qual a pessoa jurídica:

“I – aliena, por valor notoriamente inferior ao de mercado, bem do seu ativo a pessoa ligada;

II – adquire, por valor notoriamente superior ao de mercado, bem de pessoa ligada;

III – perde, em decorrência do não exercício de direito à aquisição de bem e em benefício de pessoa ligada, sinal, depósito em garantia ou importância paga para obter opção de valores mobiliários de emissão de companhia;

IV – transfere a pessoa ligada, sem pagamento ou por valor inferior ao de mercado, direito de preferência à subscrição de valores mobiliários de emissão de companhia;

V – empresta dinheiro a pessoa ligada se, na data do empréstimo, possui lucros acumulados ou reserva de lucros;

VI – paga à pessoa ligada aluguéis, *royalties* ou assistência técnica em montante que excede notoriamente do valor de mercado;

VII – realiza com pessoa ligada qualquer outro negócio em condições de favorecimento, assim entendidas condições mais vantajosas para a pessoa ligada do que as que prevaleçam no mercado ou em que a pessoa jurídica contrataria com terceiros.”

Todas as sete modalidades, descritas pelo legislador como geradoras de presunção de distribuição disfarçada de lucros, referem-se, expressamente, a operações com favorecimento de *pessoa ligada*. E esta expressão é definida no § 3º do art. 60, nos seguintes termos:

§ 3º – Considera-se pessoa ligada à pessoa jurídica:

- a) o sócio desta, mesmo quando outra pessoa jurídica;
- b) o administrador ou o titular da pessoa jurídica;
- c) o cônjuge e os parentes até terceiro grau, inclusive os afins, do sócio de que trata a letra *a* e das demais pessoas mencionadas na letra *b*.

Nota-se, desde logo, que, ao definir *pessoa ligada*, a lei deixou de fora a seguinte situação, não infreqüente: a companhia *X* possui ações da companhia *Y*, sem controlá-la. A companhia *Y* não possui ações da companhia *X*.

Suponha-se que a companhia *X*: a) aliene, por valor notoriamente inferior ao de mercado, bem do seu ativo à companhia *Y*; b) adquira, por valor notoriamente superior ao de mercado, bem da companhia *Y*; c) perca, em decorrência do não exercício de direito à aquisição de bem, e em benefício da companhia *Y*, sinal, depósito em garantia ou importância para obter opção de aquisição; d) transfira à companhia *Y*, sem pagamento ou por valor inferior ao de mercado, direito de preferência à subscrição de valores mobiliários de emissão de companhia; e) empreste dinheiro à companhia *Y* se, na data do empréstimo, possui lucros acumulados ou reservas de lucros; f) pague à companhia *Y* aluguéis,

*royalties* e assistência técnica em montante que excede notoriamente do valor de mercado; g) realize com a companhia Y negócios em condições de favorecimento, com condições mais vantajosas para a companhia Y do que as que prevalecem no mercado.

Pergunta-se: estará caracterizada a distribuição disfarçada de lucros pela companhia X?

Sob a ótica de uma interpretação literal, a resposta deveria ser negativa, porque a companhia Y não é pessoa ligada à companhia X, nos termos da definição legal de pessoa ligada.

Para maior clareza, apliquemos ao caso a letra do § 3º do art. 60 do Decreto-lei nº 1.598, de 1977, com a redação dada pelo art. 20 do Decreto nº 2.065, de 1963:

Considera-se *ligada* à companhia X:

a) o sócio da companhia X, mesmo quando outra pessoa jurídica;

b) o administrador ou titular da companhia X;

c) o cônjuge e os parentes até terceiro grau, inclusive os afins, do sócio da companhia X.

Ora, na hipótese aventada, a companhia Y não é sócia da companhia X; não é administradora ou titular da companhia X; nem é (obviamente) cônjuge, parente ou afim de sócios da companhia X.

Nessa hipótese, enunciada a título de ilustração, uma interpretação literal da legislação tributária em vigor não autorizaria a caracterização da distribuição disfarçada de lucros pela companhia X. No entanto, ninguém de bom-senso poderá negar que nas situações descritas, não só a companhia X como também os seus acionistas, principalmente os minoritários (não controladores), ficarão prejudicados.

O que se percebe, claramente, é que a definição legal de *pessoa ligada* propicia a interpretação literal – nem sempre a melhor, mas sempre presente e freqüentemente invocada – de que, na hipótese aventada, não há falar em distribuição disfarçada de lucros para efeitos fiscais (*omnis definitivo periculosa est*).

Do ponto de vista do acionista minoritário (não controlador), o que se vislumbra e teme é a possibilidade de um certo vazamento, uma certa contaminação dos conceitos, com esta conclusão (errônea, a nosso ver): se não é distribuição disfarçada de



lucros para efeitos fiscais, não é procedimento que possa ser considerado para caracterizar o descumprimento do dever de lealdade por parte do responsável pela operação, afastando-se a sua responsabilização civil.

Plínio Gustavo Prado Garcia refere-se a normas emanadas da Administração Fazendária Federal – Pareceres Normativos CST nºs 24 (DOU de 24.11.83) e 17 (DOU de 22.08.83) –, que procuraram enunciar um conceito ampliado de *mútuo*, para o efeito de caracterização da distribuição disfarçada de lucros. Nos termos do Parecer Normativo CST nº 22/83, seriam “negócios de mútuo” os créditos, a qualquer título ou forma, verbal ou escrita, desde que colocados à disposição de empresas associadas (pessoas jurídicas coligadas, interligadas, controladoras e controladas – Decreto nº 2.065, de 1983, art. 21).

Em seu trabalho, Plínio Gustavo Prado Garcia protesta contra essa ampliação do conceito de mútuo, invoca o princípio da legalidade, lembra as distinções entre *investimentos* em participações societárias e *operações de empréstimo* (mútuo) intersocietárias, e chama a atenção para o conteúdo do art. 110 do Código Tributário Nacional (“A lei tributária não pode alterar a definição, o conteúdo e o alcance de institutos, conceitos e formas de direito privado, utilizados, expressa ou implicitamente, pela Constituição Federal, pelas Constituições dos Estados, ou pelas Leis Orgânicas do Distrito Federal ou Municípios, para definir ou limitar competências tributárias”).<sup>2</sup>

Até o momento em que redigimos este capítulo, não encontramos jurisprudência reportada sobre o assunto aqui ventilado. Mas a lógica da argumentação de Plínio Gustavo Prado Garcia *parece convincente. A prevalecer o seu entendimento*, não configuraria distribuição disfarçada de lucros a permanência indefinida de adiantamento de recursos financeiros em dinheiro, sem remuneração ou com remuneração inferior àquela estipulada em lei, de pessoas jurídicas investidoras para sociedades coligadas, interligadas e controladas.

Aqui, também, do ponto de vista do acionista minoritário (não controlador), a perspectiva é negativa. A conclusão apresentada pelo autor citado, se acatada, implica a possibilidade de

---

2 Garcia, Plínio Gustavo Prado, “Distribuição Disfarçada de Lucros e Pessoas Jurídicas”, DCI – Diário do Comércio e Indústria de São Paulo, São Paulo, 30 de agosto de 1984.

que a companhia da qual faça parte adiante recursos financeiros em dinheiro, sem remuneração ou com remuneração inferior àquela estipulada em lei, para futura e incerta capitalização em outra sociedade. Aqui, mais uma vez, surge o risco de que, por uma contaminação de conceitos, um mútuo com essas características venha a ser considerado compatível com o dever de lealdade dos administradores e controladores.

Deixemos, contudo, a cargo dos especialistas em Direito Tributário a análise técnica da distribuição disfarçada de lucros para efeitos fiscais.

Na seara do Direito Tributário, o fundamento da disciplinação jurídica da distribuição disfarçada de lucros já foi corretamente caracterizado por René Izoldi Ávila como uma “presunção legal relativa”: “A lei parte do duvidoso ou provável, para considerá-lo verdadeiro ou realizado (o que é uma presunção), sem ter, entretanto, proibido a prova em contrário (por isso, presunção relativa).”<sup>3</sup>

Quanto ao Direito Societário e, especificamente, do ponto de vista do acionista minoritário (não controlador), o que se percebe é o risco, já apontado, de contaminação de conceitos. Essa contaminação transparece, claramente, em artigo publicado por Luciano da Silva Amaro, do qual extraímos os seguintes excertos: “Dada a visível preocupação da Lei nº 6.404/76 com a proteção dessas minorias (definindo as responsabilidades dos administradores e do acionista controlador, e municiando os minoritários de instrumentos adequados à tutela de seus interesses), o Decreto-lei nº 1.598/77, sem esconder um certo descrédito pela eficácia prática desses instrumentos, procurou reforçar as sanções legais para as práticas de abuso de poder, tipificando como distribuição disfarçada de lucros, para efeitos fiscais, certas situações em que, a rigor, o móvel seria antes o de desviar os lucros de seus canais ordinários de distribuição, para subtraí-los das minorias societárias, do que o de lesar o Erário Público [...], posicionamento, sublinhado, aliás, pela Exposição de Motivos do decreto-lei em análise (“Exposição de Motivos”, item 28, do Projeto do Decreto-lei nº 1.598/77) [...]. Parece lícito concluir, numa exegese sistemática, que os tipos legais de

---

3 Ávila, René Izoldi, *A Distribuição Disfarçada de Lucros na Constituição e Extinção das S/A*, Porto Alegre, Síntese, 1978, p. 19.

distribuição disfarçada de lucros pelas companhias só se aperfeiçoam quando, ao interesse econômico do acionista controlador (representado por uma vantagem patrimonial) se contraponha o dano econômico dos minoritários da companhia (configurado por uma perda patrimonial). Realmente, a preocupação comum à lei societária (art. 117, § 1º, *f*) e à lei fiscal (art. 61 e § 1º, *b*) com os negócios indiretamente pactuados, através de sociedade na qual ele tenha interesse, só se justifica, numa visão sistemática, pelo dano patrimonial que essas operações acarretam para os minoritários.<sup>4</sup>

Embora a “visão sistemática” proposta por Luciano da Silva Amaro seja, em princípio, correta, ela acarreta o risco de sugerir à mente do intérprete menos sagaz duas ilações, ambas errôneas: 1ª) a de que a caracterização da distribuição disfarçada de lucros, para efeitos fiscais, estaria subordinada ao dano patrimonial acarretado aos minoritários (não controladores); ou, inversamente; 2ª) a de que o dano patrimonial aos minoritários (não controladores) estaria subordinado à caracterização da distribuição disfarçada de lucros com os parâmetros da legislação tributária.

Nota-se uma certa semelhança, mas não uma identidade, entre os textos do art. 60, VII, do Decreto-lei nº 1.598, de 1977, e o § 1º do art. 156 da lei acionária:

“Presume-se distribuição disfarçada de lucros o negócio pelo qual a pessoa jurídica:

.....

*VII = realiza com pessoa ligada* qualquer negócio em condições de favorecimento, assim entendidas condições mais vantajosas para a pessoa ligada do que as que prevalecem no mercado ou em que a pessoa jurídica contrataria com terceiros” (Decreto-lei nº 1.598, de 1977, art. 60, VII, com a redação dada pelo art. 20 do Decreto-lei nº 2.065, de 1983).

“Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis e eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado

4 Amaro, Luciano da Silva, “A Distribuição Disfarçada de Lucros nas Sociedades Anônimas”, ps. 64 e 66, *Revista do Advogado*, 3 (12): 64-67 (jan. mar./1983).

ou em que a companhia contrataria com terceiros” (Lei nº 6.404, de 1976, art. 156, § 1º).

A partir da advertência efetuada e dos dois textos acima transcritos, parece-nos válida a seguinte conclusão: não se confundem a distribuição disfarçada de lucros e o conflito de interesses. Toda distribuição disfarçada de lucros implica conflito de interesses, embora nem toda a operação com conflito de interesses caracterize a distribuição disfarçada de lucros. Conseqüentemente, a apuração da responsabilidade dos administradores e controladores, nas hipóteses de conflito de interesses (art. 156) não deve ficar subordinada à caracterização da distribuição disfarçada de lucros.

Em face do exposto, não é demais frisar o seguinte: 1º) o conflito de interesses não se confunde com a distribuição disfarçada de lucros da legislação tributária, e alcança situações não abrangidas por esta; 2º) a vedação de operações com conflito de interesses vincula-se, umbilicalmente, ao dever de lealdade; 3º) o dever de lealdade impõe-se tanto a administradores quanto a controladores (art. 117, com ênfase para as letras *e* e *f*); 4º) caracterizam-se como operações com conflito de interesses não apenas aquelas entre administradores e controladores com a companhia que administram ou controlam, mas também aquelas entre sociedades que possuam administradores, controladores ou sócios comuns; 5º) nas operações com conflito de interesses existe a presunção relativa de nulidade; 6º) o ônus da prova do conflito de interesses compete a quem alega a sua existência; 7º) a ação anulatória do § 2º do art. 156 não exclui a ação de responsabilidade civil do art. 159.

## Capítulo 14

### MINORITÁRIOS EXTERNOS

---

---

Nada como a “embriaguez” ou a “loucura” do artista para mascarar, ou desmascarar, os desvios da senso-percepção, dos sentimentos, da atenção, da consciência, da inteligência e da memória.

Determinado quadro, muito reproduzido, retrata a intrigante simbiose da vaidade e da decadência; promove o desencadeamento quase simultâneo das manifestações das pulsões de vida e de morte – ou vice-versa: contemplado num momento, revela uma jovem dama defronte ao toucador; num outro instante, vê-se a caveira humana – ou vice-versa.

Falar em “minoritário externo” pode parecer um contra-senso. Para os lógicos, os matemáticos e os sistemáticos, o conceito de *minoría*, nesta obra, só se poderia ou deveria contrapor a um conceito de maioria contido no contexto de *mesmo conjunto*. Mas já vimos que, mesmo dentro desse contexto homogêneo, existe controvérsia sobre a contraposição: para uns, contrapõem-se ações não votantes a ações votantes; para outros, ações preferenciais e ações ordinárias; para outros, ainda, ações não controladoras e ações controladoras.

Num segundo *insight*, se se considerar o círculo restrito de poder, e se se pensar em poder econômico, não restará a menor dúvida de que toda minoria é sempre externa.

É possível – provável, talvez – que o leitor mais pragmático esteja a se questionar sobre o significado de todo o exposto até aqui, neste capítulo, e a que leva tudo isso. Talvez o tenha percebido como mera discussão bizantina sobre o “sexo dos anjos”. Contudo, tais ponderações parecem-nos úteis, no sentido de preservar a mente aberta e o espírito crítico aguçado para o que se segue.

A disciplinação dos grupos societários já se inseriu como constru o inacabada na legisla o brasileira. A linha divisória rígida fixada pelo art. 20 do Código Civil para separar personalidades de sociedades e sócios sofre pressões da teoria da desconsidera o da personalidade jurídica. A preocupa o com o "sócio externo" começa a esboçar-se no espírito dos juristas da comunidade européia. E já encontrou um paladino em alentada obra do espanhol José Miguel Embid Irujo.<sup>1</sup>

Num país do chamado "terceiro mundo", essa preocupa o poderá parecer algo "delirante" e um tanto quanto surrealista, no estilo de Salvador Dalí. Poder-se-ia também alegar, parodiando Blaise Pascal, que "verit  au del  de l'Atlantique, erreur au de a" (verdade do lado de l  do Atlântico, erro do lado de c ).<sup>2</sup> E que a preocupa o dos europeus com tema de tal sutileza não deveria sequer insinuar-se no espírito do jurista latino-americano. Mas o caráter internacional do Direito Comercial impõe essa reflexão a quem quer que se preocupe com o seu devenirs.

Esse parece ser o pensamento do Prof. Philomeno J. da Costa. Com notável capacidade de síntese, o grande mestre bandeirante resumiu a extensa monografia de Irujo, poupando-nos o trabalho de fazê-lo e, principalmente, fornecendo uma utilíssima bússola para o melhor aproveitamento da obra do professor ibérico.<sup>3</sup>

Embora possa parecer paradoxal a afirma o, a síntese de Philomeno J. da Costa   particularmente feliz porque "feita sob o impacto decepcionante de uma sentença dada por juiz de comarca da Grande São Paulo", que "julgou sociedade limitada carecedora de sua a o residual de dissolu o" – por ele patrocinada – "de coliga o social múltipla contra a outra coligante e, simultaneamente, contra a restante coligada, ambas as r s sociedades por a es".

- 
- 1 Irujo, José Miguel Embid, *Grupos de Sociedades y Accionistas Minoritarios (La Tutela de la Minoria en Situaciones de Dependencia Societaria y Grupo)*, Madrid, Ed. Ministerio de la Justicia, 1987, p. 173.
  - 2 Pascal, Blaise, "Pensées et Opuscules", Paris, Larousse, 1936: *V rit  au de a des Pyrénées, erreur au del *.
  - 3 Costa, Philomeno J. da, *Grupos de Sociedades y Accionistas Minoritarios (La Tutela de la Minoria en Situaciones de Dependencia Societaria y Grupo)*, 1987, Madri, Ed. Ministério da Justiça (Centro de Publicaciones), 280 ps.; José Miguel Embid Irujo, registro bibliográfico, *Revista de Direito Mercantil*, 78: 76-88 (abril/junho 1990).

O Prof. Philomeno J. da Costa assim sumaria o caso: “Uma sociedade anônima fechada e outra limitada (coligantes), especializadas em certa metalurgia ornamental, ergueram um duopólio com várias sociedades limitadas e uma anônima, sediadas em diversos pontos do Brasil. Cada coligante passou a participar, com percentagens diferentes do capital das coligadas. E a coligante limitada ficou com pouco mais de 20% das ações ordinárias (classe única) da coligante anônima. As coligantes caracterizavam-se na realidade como véu do respectivo fundador-controlador com percentagem elevadíssima no capital social da sua empresa. Desentenderam-se os controladores das duas coligantes. Aquele da limitada propôs ao da anônima a dissolução da coligação ou pelo menos a sua separação dela, sendo todas as sociedades de duração por prazo indefinido. O controlador proposto recusou qualquer entendimento; baseou-se na circunstância de sua anônima coligante ser majoritária na sua união com a limitada coligante e as percentagens dela nas coligadas serem maiores do que aquelas da limitada aludida. Esta, então, ajuizou ações isoladas de dissolução parcial contra as sociedades limitadas, todas acolhidas e em fase das respectivas liquidações. É sabido que no estado atual da nossa jurisprudência, se tempe-rou o disposto pelo inc. V do art. 335 do velho Código de Comércio de 1850; este facultava a dissolução (total) da sociedade contratada por prazo indeterminado ou constituída sem alusão ao prazo de sua duração; havendo sócio que se oponha à dissolução reclamada, opera-se o levantamento de balanço de liquidação e se paga, na forma do que declare o contrato social, todos os haveres daquele que pedia a dissolução (ou retirada), como na prática se denominou também a operação) pelas estimações dos bens no mercado (sobretudo porque a inflação crônica desnatura as expressões numéricas dos balanços de exercício). A coligante limitada ajuizou cumulativamente contra a anônima coligante e contra aquela coligada ação de desfazimento da coligação (dissolução parcial), porque o direito pretoriano não recebeu ainda entre nós (ao que sabemos) o impacto de desavenças entre sociedades coligadas; além disso, o seu novo regulamento legal *é omisso a seu respeito* [...]. A sentença, aqui criticada, afirmou que as duas anônimas-rés não eram obrigadas ao reembolso das ações das suas coligadas, porque a hipótese da retirada voluntária de acionista de companhia não se

enquadrava nos casos taxativos predispostos pelo art. 137 da Lei nº 6.404/76 (na verdade, pelo art. 45, porque abrange hipóteses não elencadas pelo art. 137). O nobre magistrado não conseguiu desvincular-se do caráter taxativo das hipóteses em que se admite a dissolução parcial das anônimas (reembolso de ações), isoladamente consideradas, daquela em que passavam à categoria de sócias de sociedades (coligações), sujeitas por isso mesmo a contingências diferentes, oriundas de sua nova posição na união de empresas. A sua duração por prazo indeterminado depende do assentimento de todas as suas participantes ou, inversamente, possui qualquer delas a faculdade de não continuar associada? A solução do direito de retirada coloca-se a nível da coligação e não a nível da sócia-da-sociedade-de-sociedades. A lei é omissa voluntariamente a respeito. Vem à tona o princípio da dissolubilidade automática consagrada temperadamente pelos tribunais e agora erigida entre nós em princípio fundamental-constitucional.”<sup>4</sup>

Ao manifestar publicamente a sua decepção e resumir com invejável perspicácia a monografia de Irujo, o Prof. Philomeno J. da Costa também revela, ao espírito mais observador, esta realidade: em cidade da Grande São Paulo, Capital do Estado mais industrializado do País e pólo econômico-financeiro, a preocupação com a proteção do chamado “sócio externo” sequer terá entrado no campo de consciência do magistrado.

Segundo Irujo, “*sócio externo vem a ser o sócio minoritário das sociedades (dependentes) integradas ao grupo: é o sócio da sócia da sociedade – de sociedades (exceto a sócia dominante). Sua posição representa uma degradação ulterior da que ocupava como sócio minoritário de uma sociedade independente, de tutela mais fraca.*”<sup>5</sup> E a sua monografia trata da proteção da minoria em subordinação societária ou grupal. Com efeito, como reproduzido no registro bibliográfico do Prof. Philomeno J. da Costa: “Com a coligação há dois planos de proteção a minoritários: um relativo às sociedades dependentes; outro referente aos sócios das dependentes. O Direito comparado enfrenta presentemente a proteção dos segundos. Entende-se necessariamente que os titulares ativos do primeiro plano de proteção

4 Costa, Philomeno J. da, ob. cit. na nota 3, *supra*, ps. 76 e 78.

5 Irujo, ob. cit. na nota 1, *supra*, ps. 172 e segs.



são – na coligação – as sociedades sócias. Há direitos das participantes das coligações ou dos grupos e há aqueles (diminuídos) dos sócios das participantes”.

Nos capítulos anteriores, constatamos a desvalia do “acionista minoritário (não controlador) interno”, em face de normas expressas de direito positivo, contrariando a decantada e propalada preocupação com a sua proteção. Aqui, depara-se com uma lacuna, um vácuo, uma espécie de “nada”, a justificar a discreta assertiva do Prof. Philomeno J. da Costa: “*Mais que sempre o pequeno poupante não deve investir, entre nós, no capital das sociedades por ações.*”<sup>6</sup>

---

6 Costa, Philomeno J. da, ob. cit. na nota 3, *supra*, nota de pé de página nº 18.

## Capítulo 15

### CONCLUSÕES

---

---

Como já afirmado no Prefácio, esta obra *tenta* assegurar um espaço para a leveza e a sutileza da sugestão e do implícito. Serão, realmente, necessárias conclusões do autor? Serão convenientes? Não seria melhor delegar à inteligência do leitor a responsabilidade de concluir e decidir por si próprio? A publicação de um livro assemelha-se ao nascimento de um filho que, ao nascer, assume a sua própria personalidade autônoma e independente, podendo ser “corrigido” pelo pai, mas devendo ser respeitado por este em sua individualidade própria.

Aqui, as conclusões apresentam-se como meras reflexões de um dos leitores da obra que, por coincidência, é o seu próprio autor.

1. A sociedade anônima constitui o modelo jurídico perfeito para a empresa privada, tanto a de grande como a de médio ou de pequeno porte. A lei das sociedades anônimas deveria ter sido promulgada como o Código Societário. E o modelo formal por ela fornecido deveria estender-se a todas as sociedades: comerciais, civis, sem finalidade lucrativa e até mesmo filantrópicas.

2. A empresa privada nacional erige-se em pedra de toque da Ordem Econômica desenhada pela Constituição Federal brasileira em vigor.

3. O fortalecimento da empresa privada nacional passa, necessariamente, por um mercado de valores mobiliários sólido, consistente, limpo e confiável. Nele, ocorreria a mobilização, a facilidade de circulação e a socialização das riquezas.

4. A realidade brasileira demonstra, contudo, que o mercado de valores mobiliários continua um grande desconhecido, uma espécie de esfinge enigmática (“Decifra-me. Ou devoro-te”), um

“pavão misterioso” ou “bicho de sete cabeças”, tanto para empresários quanto para investidores. De um lado, os empresários temem perder o controle. De outro, os investidores receiam perder as economias.

5. Só a proteção eficaz ao acionista minoritário (não controlador) poderia encorajar e atrair para o mercado de valores mobiliários os milhares de pequenos investidores, promovendo o fortalecimento da empresa privada e beneficiando o empregado.

6. A Lei nº 6.404, de 1976, mostra-se tão perfeita e perfectível quanto permite a falibilidade humana. Trata-se de lei moderna, avançada e, realmente, muito boa.

7. A pesquisa da eficiência e eficácia das normas de proteção ao acionista minoritário (não controlador) não conduz a nada, se se mantiver exclusivamente no nível retórico ou formal. Embora não existam pesquisas sociológicas de campo com dados estatísticos sobre o assunto, a simples intuição, fundada na movimentação das Bolsas de Valores, aponta para o baixo nível de *eficácia* daquelas normas. Quanto à diferença entre eficiência e eficácia, convém ler o Prefácio desta obra.

8. O conceito de minoria, na sociedade anônima, não é unívoco. Ora aparece referenciado a uma noção meramente quantitativa, ora a uma concepção qualitativa de poder. Ora referido ao capital, ora ao controle. Às vezes, surge confundido com o conjunto das ações – votantes não-controladoras. Outras, ainda, com o conjunto das ações preferenciais. Essa indefinição – da lei, da doutrina e da jurisprudência – gera interpretações subjetivas nem sempre favoráveis às ações pertencentes aos não controladores.

9. Inexiste, no Brasil, uma política de dividendos. Os números relativos aos lucros costumam ser deturpados e mistificados por uma inflação crônica. Não existe a consciência da importância da distribuição de dividendos. O instituto do dividendo obrigatório surtiu o efeito prático de se considerar cumprida a lei e atingido o fim social com a repartição de lucros em percentuais simplesmente ridículos. Como bem observou Waldírio Bulgarelli, o dividendo obrigatório constitui mera falácia.

10. A preferência das ações preferenciais transparece como outra falácia.

A prioridade no reembolso do capital, com ou sem prêmio, acena com vantagem remota, meramente teórica e, regra geral, na prática, destinada à frustração, porque ligada a dissoluções por insolvência.

A prioridade na distribuição de dividendos parece outra falácia. Regra geral, na prática, o dividendo prioritário é fixo e não cumulativo. O dividendo prioritário fixo simplesmente iguala a ação preferencial à ordinária, quando não a coloca em situação de desvantagem. O dividendo prioritário não-cumulativo simplesmente frustra o crédito das ações preferenciais em todos os exercícios pouco rentáveis.

11. O direito de participar do acervo da companhia em caso de liquidação constitui mera conseqüência lógica do processo de dissolução numa sociedade comercial do mundo capitalista. Mera possibilidade remota, futura e incerta. O acionista minoritário (não controlador) não possui nenhuma ou quase nenhuma ingerência na decisão de dissolver a companhia. Seu suposto direito de recesso, nessa circunstância, deriva-se um "cochilo do legislador" (Rubens Requião). Não possui nenhum efeito prático. Em situações de dissolução com insolvência, o direito de participar do acervo fatalmente fica frustrado.

12. O direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, condicionado à imprescindível forma prescrita em lei, torna-se difícil e dificultado. A fiscalização pelo conselho fiscal mostra-se precária. A realidade quase palpável revela o alto potencial de manipulação da escrita e das demonstrações financeiras.

13. A preferência para subscrição de ações e outros valores mobiliários conversíveis em ações não é, a rigor, um direito essencial do acionista. Pode ser excluída, nos termos do art. 172. A casuística revela que o potencial manipulativo dessa *facultas agendi* requer constante vigilância, que os minoritários (não controladores) raramente se dispõem a ou podem exercer. O tratamento jurídico dado às sobras, regra geral, beneficia o controlador. E a distribuição delas acha-se vulnerável a elevadíssimo grau de manipulação.

14. Uma análise aritmética no Direito Comparado demonstra que os casos ensejadores do direito de retirada no Brasil se tornaram menos numerosos que em outros países. A criticada e criticável Lei nº 7.958, de 1989, reduziu-os de maneira injustificável. As

normas sobre o reembolso, conquanto representem um avanço com relação ao direito positivo anterior, pressuporiam, para sua eficácia, uma economia menos instável e uma correção mais realista. O acionista dissidente que se retira quase sempre perde dinheiro e confiança. A saída via bolsa de valores oferece conforto muito relativo. Com um mercado frágil, o valor de cotação, regra geral, apresenta-se inferior ao valor de patrimônio líquido, contábil ou não. Nas companhias fechadas, nem sequer esse alívio relativo existe.

15. O acordo de acionista e o voto por procuração, ambos expressamente reconhecidos por lei, reforçam a realidade das assembléias gerais como meras cerimônias de pantomima. Deixa de existir, não só na prática, como também na própria teoria, a idéia de decisões embasadas em debates informados e democráticos. Oficializa-se a assembléia geral como órgão decorativo e homologatório.

16. Nas transações envolvendo controle, o acionista minoritário (não controlador) desempenha o triste papel de mero joguete, como o marisco, entre o mar e o rochedo. Na maioria das vezes, ele é, simplesmente, ignorado.

Nas ofertas públicas de compra de ações efetuadas pelo controlador, deve aceitar o preço que este se dispuser a oferecer, ou aceitar passivamente a alienação do controle, privado do direito de retirada.

Nas ofertas públicas para aquisição de controle, efetuadas por terceiros, não receberá o tratamento igualitário, reservado às ações votantes e, segundo abalizada doutrina, apenas às ações ordinárias votantes.

Na incorporação de companhia controlada, um *lapsus* do legislador acena com o risco da paralisação de qualquer interpretação favorável ao acionista minoritário (não controlador).

17. Um fundamento precário para a responsabilidade civil — a noção de culpa —, a morosidade da Justiça em contraposição à dinâmica da vida empresarial; a carestia das custas processuais; o fracionamento dos valores envolvidos; as sutilezas do poderio econômico; o liberalismo paternalista de alguns magistrados; a errônea compreensão do princípio da autonomia da empresa por outros; a incompreensão do exato sentido da norma do § 6º do art.

159; a inadequação do modelo processual ao direito material de novo tipo... são apenas alguns dos motivos para que o acionista minoritário (não controlador) adote, com razão, a postura de vítima impotente e conformada, e sequer ouse procurar o abrigo nas Cortes de Justiça. Se o fizer, provavelmente sentir-se-á como um D. Quixote de la Mancha, brandindo espada contra Moinhos de Vento.

18. Nenhuma lei deste mundo mostrou-se capaz de, por si só, impor com eficiência e eficácia a diligência, a lealdade, a honestidade. A distribuição disfarçada de lucros, além de categoria do Direito Tributário, revela a exteriorização do descumprimento do dever de lealdade. Existem inúmeras manifestações de descumprimento do dever de lealdade através de distribuição disfarçada de lucros que não se erigem em tipos arrolados pelo Direito Tributário. Nesse contexto uma certa contaminação, um certo vazamento de conceitos gera o risco potencial de se chegar a uma interpretação muito estreita e diminuída do dever de lealdade, com o correlato prejuízo do acionista minoritário (não controlador).

19. O direito de recesso, praticamente, a única defesa do acionista minoritário (não controlador) na hipótese de deliberação sobre participação em grupo de sociedades, foi-lhe retirado nesse caso. Por outro lado, apesar de reconhecida a formação de grupos – de fato e de direito –, a sutil preocupação com a proteção do acionista minoritário “externo”, no Brasil, aparentemente ainda não ingressou no nível de consciência dos juristas, sugerindo algo um tanto ou quanto etéreo, esotérico, senão mera perfumaria.

20. A Comissão de Valores Mobiliários, último reduto de esperança dos acionistas minoritários (não controladores) das companhias abertas sempre terá a mesma estatura do porte moral, da competência, da coragem e independência de seus administradores. O padrão legal não poderia ser mais claro: “*peças de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais*” (Lei nº 6.385, de 1976, art. 6º). Todavia, a CVM nasceu com um *pecado original*: num mercado onde predominam as sociedades de economia mista federais, os administradores da CVM são *demissíveis ad nutum* pelo Presidente da República (Lei nº 6.385, de 1976, art. 6º, parágrafo único).

21. Em face dessas reflexões, não se pode criticar o autor da frase atribuída ao banqueiro de Fürstenberg (“o acionista é um tolo e um arrogante; tolo, porque nos dá o seu dinheiro; arrogante, porque deseja ainda receber dividendos”). Ele foi autêntico e corajoso ao *verbalizar* um sentimento genuíno. A simbolização da raiva, ódio, desprezo, e demais impulsos destrutivos manifestados pela palavra mostra-se mais saudável que o *acting out*, mais próprio dos psicóticos.

22. Infelizmente, no estádio atual em que nos encontramos, o melhor e o mais prudente será seguir o conselho de Philomeno J. de Costa: “*mais que sempre o poupante não deve investir, entre nós, no capital da sociedade por ações*” – a não ser como controlador, poder-se-ia acrescentar.

23. O sentimento expresso na reflexão anterior apresenta certa conotação e tristeza e desalento. Mas isso não significa pessimismo ou inibição paralisantes.

O Brasil é nação muito jovem ainda. Possui extensão territorial imensa, clima bom, natureza pródiga e recursos naturais abundantes. Apesar de sua imaturidade e dos defeitos de nossa colonização e civilização, apontados por Vianna Moog (*Bandeirantes e Pioneiros*, Ed. Globo), o Brasil já desponta como potência no contexto das nações, sobrepujando muitas outras, mais antigas.

A *razão* brasileira já foi caracterizada com as seguintes notas: ecletismo, positivismo, jeito, deslumbrismo dos colonizados e fascinação pelo brilho. Não comentaremos cada uma dessas notas características, sua validade, ou o que nos levam a pensar sobre o nosso futuro, a partir delas.

Para o autor de *Crítica da Razão Tupiniquim*, o ecletismo possui um *vício* conciliador: ao invés de gerar um confronto criador, ele gerou entre nós o pensamento anestésico, dissolvendo oposições, antagonismos ou choques; reconciliando ao nível verbal as mais desencontradas alternativas, gerou o pensamento esterilizado, muito útil, porque não contamina ninguém; no pensamento eclético encontra-se a tendência a dissolver oposições e desconfiança com qualquer posição que contivesse traços de marginalidade; do ponto de vista eclético, aquele que discorda é um criminoso, pois o ecletismo gera o fanatismo da MESMIDADE; o ecletismo alia-se ao positivismo, que é o pensamento afirmativo legitimador do vigente; no meio não está a verdade,

como muitos precisam: no meio está o medíocre; além de ingênuo, o ecletismo é impossível (Gomes, Roberto, *Crítica da Razão Tupiniquim*, Porto Alegre, Mercado Aberto, 7ª ed., 1984, *passim*).

Não sendo este um trabalho de Filosofia não seria justo, nem apropriado, elaborar-se, aqui, uma crítica à *Crítica da Razão Tupiniquim*. Respeitando essa obra valiosa, e reconhecendo o ecletismo como característica da *razão* brasileira, poder-se-ia também reconhecer o seu lado útil.

Com o espantoso desenvolvimento dos meios de comunicação e da Informática, num mundo cada vez menor geograficamente, o ecletismo também poderia aliar-se a uma visão crítica e significar manter a mente aberta para novas experiências enriquecedoras.

O ser humano aprende, diuturnamente, com os erros dos outros e, principalmente, com os seus próprios erros. O mesmo se pode dizer dos povos em geral. Mesmice e mediocridade seria renitir no erro, não identificar, distinguir e assumir a própria personalidade diferenciada, ou deixar de assumir a responsabilidade pelas decisões próprias.

Se a lei escrita, por si só, revela ineficiência e ineficácia na proteção do acionista minoritário (não controlador), com nefastas conseqüências, o germe de preocupação nela encerrado pode desenvolver-se e frutificar com a informação, a educação e o amadurecimento da sociedade como um todo. Para tanto, *precisamos* contar com a nossa característica de ecletismo e valorizá-la, acrescentando-lhe olhos e mentes bem abertos. Precisamos de uma mudança de mentalidade, mais no sentido realista, de pés no chão, das pinturas de Cândido Portinari do que no sentido nihilista e iconoclasta de Macunaíma, de Mário de Andrade.

Sob o prisma da *razão prática*, ecletismo pode não significar, necessariamente, visão meramente arrivista da cultura e assimilativa das idéias alheias. Visto de outro ângulo, o ecletismo brasileiro também pode parecer a vacina contra a xenofobia e o isolacionismo nacionalista e reducionista, que impregnou os discípulos deturpadores da escola histórica do Direito, do grande Savigny.

24. Ao acionista minoritário (não controlador), lesado em seu direito, resta o dilema proposto e analisado com brilho por Rudolf



von Ihering: resistir ou ceder. "Qualquer que seja a escolha, deverá fazer sempre um sacrifício; ou sacrificará o direito à paz ou a paz ao direito" (*A Luta pelo Direito*, São Paulo, Ciência e Cultura, 1988, p. 25). Se preferir resistir, saiba que a luta será árdua, e nem sempre bem sucedida. A experiência demonstra que as decisões finais costumam ser justas. Contudo, o processo desenvolve-se em exasperante lentidão. Em suma, a Justiça tarda, tarda, tarda; mas costuma não faltar.

## BIBLIOGRAFIA

---

---

- ABRÃO, Nelson. *Sociedade por Quotas, de Responsabilidade Limitada*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1989.
- ALVARES, Walter T. *Direito Comercial*, São Paulo, Sugestões Literárias, 1969, 2 vols.
- AMARO, Luciano da Silva. "A Distribuição Disfarçada de Lucros nas Sociedades Anônimas", *Revista do Advogado*, 3 (12): 64-67 (jan./mar. 1983).
- ASSOUN, Paul Laurent. *Introdução à Epistemologia Freudiana*, Rio, Imago, 1983.
- ÁVILA, René Izoldi. *A Distribuição Disfarçada de Lucros na Constituição e Extinção da S/A*, Porto Alegre, Síntese, 1978.
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. "Sociedade por Cotas de Responsabilidade Limitada – Transformação em Anônima por Deliberação da Maioria dos Sócios – Contrato Social que não a Autorizava sem o Consenso Unânime – Ação Ordinária de Sócio Minoritário Dissidente – Processo Cautelar Incidente visando ao não Arquivamento da Ata de Transformação na Junta Comercial – Expedição de Ofício Liminar – Oferecimento de Caução Real para Garantia e Eficácia do Processo", *Revista dos Tribunais*, 507: 50-58 (1978).
- BARRETO, Celso de Albuquerque. *Acordo de Acionistas*, Rio, Forense, 1982.
- BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio, Forense, 1977.
- \_\_\_\_\_. *Direito Processual Societário*, Rio, Forense, 1989.
- BERDAH, Jean Pierre. *Fonctions et Responsabilité des Dirigeants de Sociétés par Actions*, Paris, Sirey, 1974.
- BERLE Jr., A. A., e MEANS, G. *A Propriedade Privada na Economia Moderna*, Rio, Ed. Ipanema, 1957.
- BERR, Claude. *L' Exercice du Pouvoir dans les Sociétés Commerciales*, Paris, Sirey, 1961.
- BOER, Erasmo Mendonça de. "Sociedade Comercial – Acionista Minoritário e Incorporação", *Revista dos Tribunais*, 570: 21-26 (abril/1983).
- BOITTEUX, Fernando Netto. "Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhia Aberta", *Revista Forense*, 84, (301): 53-72 (jan./mar./1988);
- \_\_\_\_\_. "Voto Minoritário e Quorum na Assembléia Geral da Sociedade Anônima", *Revista de Direito Mercantil*, 28 (75): 100-103 (jul./set. 1989).
- BONELLI e outros. *Società per Azioni – Casi e Materiali di Diritto Commerciale*, Milano, Giuffrè, 1974.

- BOLTON, Bryan D. "Corporations – Fiduciary Duty of Majority Shareholders – Has Spring Arrived for the Frozen out Minority? (Case Note)", 12, *University of Baltimore Law Review*, Spring/1983, ps. 565-573.
- BORGES, João Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre*, Rio, Forense, 1959 e 1991.
- BORGIOLI, Alessandro. *I Diretori Generali di Società per Azioni*, Milano, Giuffrè, 1975.
- BRADFORD, C. Steven. "Protecting Shareholders From Themselves? A Policy and Constitutional Review of a State Takeover Statute", 67, *Nebraska Law Review*, Fall/1988, ps. 459-547.
- BRITT, Kellie J. Banking Law – A Shareholder has no Right to Sue for the Mere Diminution in Value of the Bank's Stock (Case Note)", 14, *The Journal of Corporation Law*, Fall/1988, ps. 285-299.
- BROMBERG, Alan R. "Corporate Organizational Documents and Securities", *Southwestern Law Journal*, volume 28, Winter 1974, number 5.
- BULGARELLI, Waldírio. *A Incorporação das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Leud, 1975;
- \_\_\_\_\_. "A Falácia do Dividendo Obrigatório", *Revista Forense*, 258: 103-111.
- \_\_\_\_\_. "A Regulamentação Jurídica do Acordo de Acionista no Brasil", *Revista de Direito Mercantil*, 40/79.
- \_\_\_\_\_. *A Proteção às Minorias na Sociedade Anônima*, São Paulo, Pioneira, 1977.
- BURDEAU, Georges. *Droit Constitutionnel et Institutions Politiques*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1972.
- BRUDNEY, Victor, and CHIRELSTEIN. *Corporate Finance – Cases and Materials*, Mineola, New York, The Foundation Press, 1972.
- CAPEL, Christopher Blair. "Corporation Law: "Reasonable Expectations" Determine Minority Shareholders Rights (Case Note)", 62 North Carolina Law Review, June/1984, ps. 999-1.023.
- CARY, William. *Corporations – Cases and Materials*, Mineola, The Foundation Press, 1969.
- CARL, Beverly May. *A Guide to Incentives for Investing in Brazil*, Dallas, Southern Methodist University, 1972.
- CARMO, Eduardo de Souza. *Relações Jurídicas na Administração da S.A.*, Rio, Aide, 1988.
- CARTERON, M. "La Protection des Intérêts des Actionnaires Minoritaires et la Prise de Contrôle des Sociétés par les Groups Concurrents", *Revue de Sociétés*, 87, 1969.
- CARVALHO, Dora Martins de. *Cisão de Sociedades*, Tese, Rio, 1984.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1978.
- \_\_\_\_\_. *Acordo de Acionistas*, São Paulo, Saraiva, 1984.
- \_\_\_\_\_. *Oferta Pública para Aquisição de Ações*, Rio, IBMEC, 1979.
- \_\_\_\_\_. "Dissidente é Sócio e não Mero Credor", *Revista dos Tribunais*, 528: 47-53 (1979).

- CHAMBOULIVE, Jean. *La Direction des Sociétés par Actions aux États Unis d'Amérique*, Paris, Sirey, 1964.
- CHARTIER, Yves. *La Gestion et le Contrôle des Sociétés Anonymes dans la Jurisprudence*, Paris, Librairies Techniques, 1978.
- CHAVES, Ildeu de Resende. Sentença prolatada no Proc. nº 00.2922-0, 3ª Vara Federal da Seção Judiciária do Estado de Minas Gerais, datada de 25.03.1991.
- CHITTUR, Krishnan S. "Resolving Close Corporation Conflicts: a Free Approach, 10," *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Winter/1987, ps 129-172.
- CLUSELLAS, Eduardo L. Gregorini. *La Protección de las Minorías en las Sociedades Anónimas*, Buenos Aires, 1959.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1991.
- COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1970.
- \_\_\_\_\_. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio, Forense, 1978.
- CONARD, Alfred F. *The Supervision of corporate Management: A Comparison of Developments in European Community and United States Law*, 82: 1459-1488 (april-may, 1984).
- \_\_\_\_\_. "Theses for a Corporate Reformation", *U. C. Davis Law Review*, 19 (2) 259-302 (Winter, 1986).
- \_\_\_\_\_. "An Overview of the Laws of Corporations", 71, *Michigan Law Review*, ps. 623-690.
- COSTA, Philomeno J. da, *Grupos de Sociedades y Acionistas Minoritários (La Tutela de la Minoría en Situaciones de Dependencia Societaria y Grupo)*, 1987, Madri, Ed. Ministério da Justiça (Centro de Publicaciones), 280 ps. José Miguel Embid Irujo, "Registro Bibliográfico", *Revista de Direito Mercantil*, 78: 76-88 (abril/junho, 1990); "Evoluções e Involuções - Acordo de Acionistas. Acordo de Acionistas de Bloqueio. Cessão Antecipada Eventual de Preferência na Subscrição de Novas Ações", *Revista Forense*, 298: 140-151 (abr./jun. 1987).
- CUDDY, William H. and TITUS, Robert B. "Corporation and Business Law Developments in Connecticut in 1983 (Connecticut Law Survey)," 58, *Connecticut Bar Journal*, april/1984, ps. 160-176.
- DE LUCCA, Newton. *Regime Jurídico da Empresa Estatal no Brasil*, São Paulo, 1986.
- DOBSON, Juan M. *El Abuso de la Personalidad Jurídica*, Buenos Aires, Depalma, 1985.
- DAVID, René. *La Protection des Minorités dans les Sociétés par Actions*, Paris, Thèse, 1928.
- ERCKLENTZ Jr. Enno. *Modern German Corporation Law*, New York, Oceana, 1979.
- EIZIRIK, Nelson Laks. "Propriedade e Controle na Companhia Aberta - Uma Análise Teórica", *Revista Forense*, 300: 29-38 (out./dez. 1987); e BASTOS, Aurélio Wander, *O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras*, Rio, IBMEC, 1980.
- \_\_\_\_\_. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio, Forense, 1977.

- \_\_\_\_\_. "Insider Trading - e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta", *Revista de Direito Mercantil*, 50: 42-56 (abr./jun. 1983).
- ESTRELA, Hernani. *Estudos de Direito Comercial*, Rio, 1969.
- FIELDS, Robert E. "Corporations - a new Approach to Fulfilling Shareholder's Expectations in Close Corporations (Case Note)", 20, *Wake Forest Law Journal*, summer/1984, ps. 505-540.
- FOLK, III, Ernest L., WARD, Jr., Rodman, e WELCH, Edward. *Folk on the Delaware General Corporation Law*, Boston and Toronto, Little, Brown & Company, 1988.
- FRANCO SOBRINHO, Manoel de Oliveira. *Empresas Públicas no Brasil - Ação Internacional*, São Paulo, Resenha Universitária, 1975.
- FREUD, Sigmund, *Psicopatologia da Vida Quotidiana*, Lisboa, Editorial Estudios Cor, 1974, p. 71.
- \_\_\_\_\_. *A Questão da Análise Leiga - Conversações com uma Pessoa Imparcial*, Rio, Imago, Ed. Standard das Obras Completas de Sigmund Freud, 1962, vol. XX.
- GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell' Economia*, Padova, Cedam, 1984, vol. settimo.
- GARCIA, Plínio Gustavo Prado. "Distribuição Disfarçada de Lucros e Pessoas Jurídicas", *DCI - Diário do Comércio e Indústria de São Paulo*, 30 de agosto de 1984.
- GEISEL, Ernesto. Mensagem encaminhada ao Congresso Nacional em março de 1977, *Estados de Minas*, 02.03.1977, quinta-feira.
- GLENDON, Mary Ann, GORDON, Michael W., e OSAKWE. *Comparative Legal Traditions*, St. Paul, Minesota, West Publishing Co., 1982.
- GOMES, Orlando. "Fontes e Significado das Inovações da Lei nº 6.404", *Revista Forense*, 275: 1-5.
- GOMES, Josir Simeone. "Análise das Deficiências na Formação de Contadores no Brasil", *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio, IBMEC, vol. 5, nº 13: 90-98 (jan./abr. 1979).
- GOMES, Roberto. *Crítica da Razão Tupiniquim*, Porto Alegre, Mercado Aberto, 1984.
- GONÇALVES Neto, Alfredo de Assis. "A Cisão de Sociedades", *Revista de Direito Mercantil*, 19: 105-106 (1975).
- GRUNER, Richard. "Developments in Corporate Law (1983 California Court of Appeals Survey)", 6, *Whittier Law Review*, spring/1984, ps. 253-286.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. "Direito das Minorias na Sociedade Anônima", *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, 63: 106-111 (jul./set. 1986).
- \_\_\_\_\_. "O Conceito de Acionista Minoritário e o Direito das Minorias", *Revista de Direito Público*, 18 (76): 259-264 (out./dez/ 1985).
- \_\_\_\_\_. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*, São Paulo, Saraiva, 1984.
- HAENTZSCHEL, Gerhard. "O Gênio e a Garrafa (a Sociedade Anônima como Protótipo do Estado Moderno)", *Revista Forense*, 300: 425/427 (out./dez. 1987).
- HALL, Calvin, S. *A Primer of Freudian Psychology*, Ontario, 25<sup>th</sup> ed.

- HAM, Wilburt D. "Corporations (Kentucky Law Survey)", 71, *The Kentucky Law Journal*, spring/1983, ps. 251-285.
- HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*, St. Paul Minnesota, 1987.
- HANNIGAN, Brenda M. "Statutory Protection for Minority Shareholders - Section 75 of the Companies Act 1980", *Anglo - American Law Review*, 11 (1): 20-35 (1982).
- HENN, Harry G. *Handbook of the Law of Corporations and other Business Enterprises*, St. Paul, Minn., West Publishing Co., 1970.
- HESSE, Helen E. "Appraisal is the Dissenting Shareholder's Remedy in a Merger (Case Note)", 14, *Western State University Law Review*, Spring/1987, ps. 577-586.
- HOFFER, Eric. *The True Believer*, New York, Harper & Row publishers, 1951.
- JENNINGS, "Trading in Corporate Control," 44, *University of California Law Review*.
- JENNINGS, Richard W., and MARSH Jr., Harold. *Securities Regulation - Cases and Materials*, Mineola, New York, The Foundation Press, 1972.
- JOYNES, Stanley K. and KEELER, Steven J. "Virginia's Affiliated Transactions' Statute: Indulging for over Substance in Second Generation Takeover Legislation", 21, *University of Richmond Law Review*, spring/1987, ps. 489-519.
- JUSTEN Filho, Marçal. *Desconsideração da Personalidade Societária no Direito Brasileiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1987.
- LAMY Filho, Alfredo. "A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas", *Revista de Direito Mercantil* 7: 124-158 (1972).
- LAPLANCHE, J., e PONTALIS, J. B. *Vocabulário da Psicanálise*, São Paulo, Martins Fontes, 1988.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais & Insider Trading*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1982.
- \_\_\_\_\_. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, São Paulo, 1969.
- LEITE Jr., Carlos Antônio Goulart. *Sociedades por Quotas: Alteração dos Estatutos e Exclusão de Sócio*, Trabalho inédito no Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da UFMG em 1990.
- LEPARGNEUR, Hubert. *Les Sociétés Commerciales aux États-Unis d'Amérique*, Paris, Dalloz, 1951.
- LERORE, Gregory F. "Corporations - Under Delaware Law, Majority Shareholders Have no Duty to Ensure that Minority Shareholders Benefit from a Contractual Corporate Dividend Distribution Policy where the Latter's Changed Circumstances Preclude Enjoyment of the Benefit (Case Note)", 29, *Villanova Law Review*, June/1984, ps. 932-953.
- LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*, Rio, Aide, 1989.
- \_\_\_\_\_. *Sociedade Anônima - Textos e Casos*, Rio, Forense, 1991.
- \_\_\_\_\_. "A Sociedade Anônima como Opção para Empresários e Investidores", *Revista Forense*, 80 (285): 85-91 (jan./mar. 1984).
- LOBO, Jorge. "Direito de Retirada nos Casos de Fusão, Incorporação, Cisão e Participação em Grupos de Sociedades", *Revista dos Tribunais*, 664/48 (fev./1991).

- \_\_\_\_\_. *Grupo de Sociedades*, Rio, Forense, 1978.
- LOPES, Mauro Brandão. "O Direito de Preferência do Acionista e a Evolução da S. A. no Brasil", *Revista de Direito Mercantil*, 19 (1975).
- MACINTOSH, Jeffrey G. "Minority Shareholders Rights in Canada and England: 1860-1987", *Osgoode Law Journal*, 27 (3): 561-645 (Fall, 1989).
- MACHADO, Hugo de Brito. "O Acionista e seus Direitos Essenciais", *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará*, 23 (2): 31-46 (jul./dez. 1983).
- MACKENZIE, Judith-Anne. "Minority Shareholder's Protection - Locus Standi, (Great Britain)", 5, *The Company Lawyer*, november/1984, ps. 282-283.
- MANSO, Eduardo Vieira. "Sociedade Comercial - Da Noção de Poder à Noção de Responsabilidade", *Revista dos Tribunais*, 638: 57-63 (dez./1988).
- MARIANI, Irineu. "A Desconsideração da Pessoa Jurídica", *Revista dos Tribunais*, 622: 51-54.
- MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Rio, Forense, 1982.
- \_\_\_\_\_. "O Acionista Controlador e os Direitos dos Acionistas Minoritários", *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará*, 25 (1): 61-68 (jan./jun. 1984).
- \_\_\_\_\_. "O Direito de Recesso na Lei Brasileira das Sociedades Anônimas", *Revista de Direito Comparado Luso-Brasileiro*, 4: 114-134 (jan. 1984).
- \_\_\_\_\_. *Direito Societário - Estudos e Pareceres*, Rio, Forense, 1984.
- MCLEAN, John T. "Minority Shareholders and Cashout Mergers: the Delaware Court Offers Plaintiffs Greater Protection and a Procedural Dilemma (Case Note)", 59, *Washington Law Review*, december/1983, ps. 119-140.
- MIROW, Kurt Rudolf. *A Ditadura dos Cartéis - Anatomia de um Subdesenvolvimento*, Rio, Civilização Brasileira, 1978.
- MONES, Steven F. "Protection of Minority Shareholders in Parent-Subsidiary Tender Offers (Delaware) (Case Note)", 9, *Delaware Journal of Corporate Law*, Fall, 1984, 729-742.
- MORELLO, Donna M. "Reappraising Minority Shareholder Protection in Freezeout Mergers (Case Note)", 58, *St. John's Law Review*, Fall/1983, ps. 144-162.
- MOTTA, Marcelo Martins. "Sentença", *Revista dos Tribunais*, 433/304.
- MUTH, Robert. "One Share One Vote: the SEC's Duty to Protect Investors and Ensure fair Administration Among the Securities Exchanges (Annual Review of Securities and Commodities Law)", 44, *Washington and Lee Law Review*, Summer/1987, ps. 985-1.000.
- NORTON, Joseph Jude. "Adjustment and Protection of Shareholder Interests in the Closely-Held Corporation in Texas", 39, *Southwestern Law Journal*, september/1985, ps. 781-825.
- OCHMAN, Renato. "A Lacuna do art. 123 da Lei nº 6.404/76", *Revista de Direito Mercantil*, 27 (72): 91-93 (out./dez. 1988).
- OLIVEIRA, José Lamartine Cojrêa de. *A Dupla Crise da Personalidade Jurídica*, São Paulo, Saraiva, 1979.
- OLIVEIRA, José Marcos Rodrigues de. "Responsabilidade do Acionista Controlador", *Revista Forense*, 255: 449-452.

- OLIVEIRA, Tibagy Salles de. Sentença proferida na Ação Ordinária nº 02488561959-3, 5ª Vara Cível de Belo Horizonte, datada de 30.11.1989.
- OLSON, Joseph Edward. "Representing Minority Shareholders in Close Corporations Under Modern business Corporation Acts (Corporate and Securities Law Symposium)", 64, *Washington University Law Quarterly*, spring/1986, ps. 507-559.
- PAPINI, Roberto. "Direito de Minorias", *Mensagem Econômica*, 35 (306): 22-23, jul./1986.
- PASCAL. *Pensées et Opuscles*, Paris, Larousse, 1936.
- PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. "Alguns Aspectos da Nova Lei sobre Sociedades Anônimas", *Revista Forense*, 263: 2-6 (1978).
- PENNINGTON, Robert, and ARDEN, Mary. "Section 75 - An Aid to the Appressed or an Interference in Company Policy?", 5, *The Company Lawyer*, novembro/1984, ps. 264-272.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. "A Lei nº 7.958/89 e a Pretensa Modificação do Direito de Retirada dos Acionistas: uma Discussão Inócua", *Revista de Direito Mercantil*, 17/77 (jan.-mar./1990).
- . "Podem as Juntas Comerciais Indeferir o Arquivamento de Ata de Assembleia de S. A., por Configuração de Atentado?", *Revista Trimestral de Jurisprudência dos Estados*, 12 (58): 35-45 (nov. 1988).
- . "Responsabilidade Civil; Garantia dos Acionistas Minoritários; Oferta Pública de Aquisição de Ações; Aprovação indevida pela CVM; Indenização; a Comissão de Valores Mobiliários Responde Civilmente por Prejuízos Sofridos por Acionistas Minoritários de Empresa Aberta que tem seu Controle Acionário Adquirido, ao Aprovar Oferta de Aquisição de Ações desses Sócios sem Obediência ao Princípio de Tratamento Igualitário previsto no art. 254 da Lei nº 6.404/76 - Jurisprudência", *Revista de Direito Mercantil*, 27 (71): 73-80 (jul./set. 1988).
- PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*, Rio, Forense, 1962.
- PETOT-FONTAINE, Michele. *La Société Anonyme - Dix Études de Cas*, Paris, L.G.D.J., 1979.
- PHILIPP, Walter Frisch. *La Sociedad Anonima Mexicana*, México, Porrúa, 1982.
- PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado - Parte Especial*, Rio, Borsó, 1965, tomos L e LI.
- POSER. "Securities Regulation in Developing Countries", 52, *Virginia Law Review*, p. 1.925 (1966).
- RAMALHETE, Clóvis. "Sistema de Legalidade na Desconsideração da Personalidade Jurídica", *Revista Forense*, 293: 79-82 (jan./mar. 1986).
- RATNER, David L. *Securities Regulation*, St. Paul Minnesota, West Publishing Co., 1988.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1985.
- . *Aspectos Modernos de Direito Comercial*, São Paulo, Saraiva, 1977; "O Controle e a Proteção dos Acionistas", *Revista de Direito Mercantil*, vols. 15/16 (1974).
- . "Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *Revista de Direito Mercantil* 20: 101-109 (1975).



- \_\_\_\_\_. "Abuso de Direito e Fraude através da Personalidade Jurídica (Disregard Doctrine)", *Revista dos Tribunais*, 410: 12-24.
- RIBEIRO, Vera de Paula Noel. *Minoria nas S. A.*, Rio, Forense, 1991.
- RIBSTEIN, Larry E. "Securities Regulation" (1982 11<sup>th</sup> Circuit survey: January 1, 1982 - December 31, 1982, 34), *Mercer Law Review*, summer/1983, ps. 1.461-1.494.
- RILEY, Mark S., and PHILIPS Jr., Harry J. "Corporations (Developments in the Law)", 1983-84: a Faculty Symposium, 45, *Louisiana Law Review*, november/1984, ps. 237-249.
- RIPERT, Georges. *Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1951.
- \_\_\_\_\_. *Traité Élémentaire de Droit Commercial*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1986 (douzième édition par René Roblot).
- ROGOW, Robert B., LLOYD, William P., and HAND, John H. "Minority Interests Squeeze-Outs", 154, *Journal of Accountancy*, september/1982, p. 41.
- ROSENN, Keith S. "The Jeito - Brazil's Institutional Bypass of the Formal System and its Developmental Implications", *The American Journal of Legal Education*, 19: 526-528.
- SANTA MARIA, José Serpa de. *Sociedades de Economia Mista e Empresas Públicas*, Rio, Liber Juris, 1979.
- SANTOS, Theophilo de Azeredo. *Regime Jurídico das Sociedades Comerciais*, Rio, Forense, 1958.
- SEMON, Juan M. *Nuevo Derecho Accionario y de "Konzern" de Alemania, Ley de 1965*, Buenos Aires, Cangallo, 1969.
- SCHMIDT, Dominique. *Les Droits de la Minorité dans la Société Anonyme*, Paris, Sirey, 1970.
- SIMONSEN, Mário Henrique. *A Importância da Lei, S.A para Empresários*, Rio, Índice, O Banco de Dados, 1977.
- SZTAJN, Rachel. "O Direito de Recesso nas Sociedades Comerciais", *Revista de Direito Mercantil*, 27 (71): 50-54, (jul./set. 1988).
- TEIXEIRA, Egberto Lacerda, e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, José Bushatsky, 1979.
- \_\_\_\_\_. "Sociedades Limitadas em face do Regime do Anonimato no Brasil", *Revista de Direito Mercantil*, 29/40.
- TOBIAS, Andrew, *The Only Investment Guide you'll Ever Need*, New York, Bantam Edition, 1979.
- TORRES, Caio. *Sociedades Anônimas e Mercado de Valores Mobiliários - Quadros Comparativos (Anotados)*, Brasília, Subsecretaria de Edições Técnicas do Senado Federal, 1977.
- TORRES, Randolph W. "Minority Protection in Leveraged Buyouts (Delaware)", 13, *Securities Regulation Law Journal*, Winter/1986, ps. 356-378.
- TRUBEK, David M. *Law, Planning and the Development of the Brazilian Capital Market - A Study of Law in Economic Change*, New York University, Graduate School of Business Administration, Institute of Finance, The Bulletin, n<sup>o</sup>s 72-73, abril 1971.

ESTE LIVRO FOI COMPOSTO E IMPRESSO NA  
**GRÁFICA FORENSE**  
AV. GUILHERME MAXWELL, 234  
TEL.S.: 280-4123 E 390-4400  
BONSUCESSE - RIO DE JANEIRO

*Ubi homo, ibi societas. Ubi societas, ibi ius.*

Homem, sociedade e Direito evoluem incessantemente.

O desenvolvimento social, referenciado ao homem, a um tempo, pressupõe e implica o desenvolvimento econômico.

Nessa linha de raciocínio, o Direito apresenta-se não apenas como uma realidade dada, mas também, e sobretudo, como uma realidade procurada. Uma ciência inacabada e *in fieri*.

O desenvolvimento econômico, no esquema desenhado pela tradição constitucional brasileira, passa necessariamente pelo fortalecimento da empresa privada nacional.

O fortalecimento da empresa privada nacional associado ao ideal democrático de uma justiça comutativa depende, em grande parte, do grau de confiança que as pessoas possam depositar no sistema.

A proteção ao acionista minoritário erigiu-se, assim, em pedra de toque na filosofia da Lei nº 6.404, de 1976.

Quase vinte anos depois, já se mostram possíveis um balanço e uma reflexão sobre os resultados obtidos, em termos de eficácia da lei.

Neste livro, o autor procura identificar e analisar os mecanismos de proteção ao acionista minoritário e contribuir para aquele balanço e aquela reflexão, lembrando que a eficácia da lei depende não apenas do conhecimento da sua letra, mas também, e principalmente, de uma compreensão mais profunda que acarrete respeito generalizado ao seu espírito. Porque *scire leges non hoc est verba earum tenere, sed vim ac potestatem* (...saber as leis não é atentar para as suas palavras, mas para a sua força e poder).

Para o leitor de espírito mais arguto, a abordagem pragmática do livro não repudia, mas, antes, privilegia valores transcendentais implícitos que o Direito procura reconhecer, consagrar e promover.