

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE DIREITO

Daniel Ochsendorf Portugal

PROTEÇÃO JURÍDICA DE SÓCIOS MINORITÁRIOS NO BRASIL

Porto Alegre

2013

DANIEL OCHSENDORF PORTUGAL

**PROTEÇÃO JURÍDICA DE SÓCIOS MINORITÁRIOS NO BRASIL**

Monografia de conclusão de curso apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS – como requisito parcial para obtenção de grau de bacharel em Direito

Orientador: Prof. Dr. Carlos Klein Zanini

Porto Alegre

2013

DANIEL OCHSENDORF PORTUGAL

**PROTEÇÃO JURÍDICA DE SÓCIOS MINORITÁRIOS NO BRASIL**

Monografia de conclusão de curso apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS – como requisito parcial para obtenção de grau de bacharel em Direito

Aprovada em 16 de dezembro de 2013

**BANCA EXAMINADORA**

---

Professor Doutor Carlos Klein Zanini

---

Professor Doutor Gerson Luiz Carlos Branco

---

Professor Doutor Luiz Carlos Buchain

Conceito: \_\_\_\_\_

Porto Alegre, 16 de dezembro de 2013.

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer aos meus pais, ao meu irmão e aos meus amigos, em nenhuma ordem particular, por todo apoio que recebi destas pessoas ao longo dos anos.

## RESUMO

A presente monografia pretende abordar o tema dos direitos dos sócios minoritários na ordem jurídica brasileira. Serão investigados problemas pertinentes à questão do interesse social e do fim das sociedades a fim de esclarecer o sentido destes institutos face aos quotistas e aos acionistas minoritários. Para tanto, discutir-se-á, inicialmente, a importância da tutela dos interesses dos sócios minoritários. Posteriormente, abordar-se-á brevemente a história da proteção da minoria societária no Brasil. No segundo capítulo, serão examinadas as normas jurídicas decorrentes da autonomia da vontade que de algum modo afetam os interesses dos sócios minoritários. O terceiro capítulo, por sua vez, versará sobre as normas de proteção dos sócios minoritários que decorrem diretamente da lei. Finalmente, serão apresentadas algumas conclusões.

**Palavras-chave:** Sócios minoritários. Interesse social. Fim social.

## ABSTRACT

The present study shall approach the question of the rights of the minority shareholders in the Brazilian legal order. Problems pursuant to companies' interest and to the purpose of companies shall be examined so that the meaning of these legal institutes may be clarified in relation to minority quotaholders and to minority stockholders. The importance of the defense of the minority's interests shall be discussed initially in order to achieve this. Thereafter, the history of the protection of the corporate minority in Brazil shall be briefly examined. In the second chapter, the legal rules derived from the parties' freedom of choice that somehow affect the interests of the minority shareholders shall be reviewed. On the other hand, the third chapter will be about the legal protection of the minority shareholder derived from the law. Finally, some conclusions shall be presented.

**Keywords:** Minority shareholders. Companies' interest. Companies' purpose.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>1. IMPORTÂNCIA DA TUTELA DOS INTERESSES DOS SÓCIOS MINORITÁRIOS E HISTÓRIA DA PROTEÇÃO DOS SÓCIOS MINORITÁRIOS NO BRASIL.....</b>	<b>12</b>
1.1. IMPORTÂNCIA DA PROTEÇÃO JURÍDICA DOS MINORITÁRIOS.....	12
1.2. HISTÓRICO DA DEFESA JURÍDICA DOS INTERESSES DOS MINORITÁRIOS NO BRASIL.....	14
<b>2. NORMAS DE PROTEÇÃO À MINORIA DECORRENTES DA AUTONOMIA DA VONTADE.....</b>	<b>18</b>
2.1. ACORDO DE ACIONISTAS.....	18
2.2. APONTAMENTOS GERAIS SOBRE AS AÇÕES E QUOTAS SOCIAIS E O DIREITO SUCESSÓRIO.....	23
2.3. ARBITRAGEM E CLÁUSULA DE ELEIÇÃO DE FORO.....	25
2.4. <i>POISON PILL</i> .....	28
2.5. OUTROS DIREITOS DECORRENTES DA AUTONOMIA DA VONTADE.....	32
<b>3. NORMAS DE PROTEÇÃO À MINORIA DECORRENTES DA LEI.....</b>	<b>34</b>
3.1. DIREITO DE FISCALIZAÇÃO.....	34
3.2. DIREITO DE PREFERÊNCIA EM AUMENTOS DE CAPITAL E DIREITOS ESSENCIAIS.....	35
3.3. DISSOLUÇÃO PARCIAL.....	37
3.4. <i>TAG ALONG</i> EM ALIENAÇÕES DE PODER DE CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA.....	43
3.5. VEDAÇÃO ÀS SOCIEDADES LEONINAS.....	46
3.6. DIREITO DE RECESSO.....	52
<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>54</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>58</b>

## INTRODUÇÃO

Pretende-se, no presente trabalho, examinar as normas concernentes à proteção jurídica dos sócios minoritários no Brasil. Deseja-se fazê-lo, porque a doutrina em direito não costuma compreender muito bem a finalidade da proteção jurídica no direito privado. Dá-se o seguinte exemplo a fim de ilustrar melhor este ponto: a regra segundo a qual o salário das pessoas deve encontrar-se dividido em treze parcelas é benéfica para a população brasileira? Evidentemente, a resposta é negativa. Na verdade, esta regra é inócua e de modo algum contribui para a qualidade de vida dos trabalhadores embora possua assento constitucional. A despeito disto, escutam-se encômios a esta regra frequentemente como se ela fosse uma grande conquista da democracia brasileira – a propósito, salienta-se que o décimo terceiro salário não costuma, na verdade, ser uma regra que sequer exista nos demais países do mundo. O direito trabalhista não é, contudo, a única forma de proteção da parte mais fraca no âmbito do direito privado – poder-se-ia citar, igualmente, o direito de defesa do consumidor e o direito de família. Em todas estas hipóteses, há normas cogentes de ordem pública sendo aplicadas a relações privadas (contrato de trabalho, contrato de consumo e relação de família) a fim de proteger a parte mais fraca (o trabalhador, o consumidor e os filhos).

Neste mesmo diapasão, percebe-se que também há normas cogentes de ordem pública no direito societário. Com efeito, várias destas normas destinam-se efetivamente à proteção dos sócios minoritários. O problema é que há divergência quanto a estas normas e esta divergência gera insegurança. Qual seria, afinal de contas, a finalidade da proteção da minoria societária? Há, pelo menos, duas escolas que tratam deste tema: o contratualismo e o institucionalismo. A pergunta em torno da finalidade destas normas é relevante, porque as perguntas sobre interesse social e sobre fim social terminam por orientar a aplicação de várias normas de direito societário que não estão delineadas expressamente na Lei das Sociedades por Ações, *v. g.* Por exemplo, poderiam os acionistas de uma sociedade anônima ampliar o direito de recesso no estatuto social? O que seria mais importante? O direito dos credores ou o direito da minoria retirar-se da sociedade em certos casos?



Deseja-se, portanto, investigar as normas de direito societário pertinentes aos sócios minoritários a fim de se saber como devem ser interpretadas as normas concernentes ao interesse social. Para tanto, procede-se à divisão importante que permitirá o exame das regras que dizem respeito aos sócios minoritários de uma maneira mais sistemática. Em um primeiro momento, serão avaliadas normas decorrentes da autonomia da vontade que de algum modo afetam os interesses dos quotistas ou dos acionistas minoritários. Posteriormente, serão abordadas as normas cogentes de ordem pública que tratam dos direitos dos minoritários, de maneira direta ou indireta.

Tal divisão foi adotada, porque, a rigor, esta monografia decorre de estudos realizados no grupo de pesquisa “M&A Estudos”. Os encontros deste grupo de pesquisa ocorrem uma vez a cada duas semanas e sempre giram em torno de algum tema do direito societário. Em determinada ocasião, houve a necessidade de se trabalhar com as normas concernentes aos sócios minoritários e, desse modo, obteve-se a inspiração para escrever esta monografia. O grupo de estudos “M&A Estudos” permanece ativo na Universidade Federal do Rio Grande do Sul, pesquisando temas de direito societário relacionados a *merger and acquisitions*.

Para os propósitos deste trabalho, dividiram-se os capítulos da seguinte forma: Em primeiro lugar, abordar-se-á a importância jurídica da proteção da minoria societária. Posteriormente, no mesmo capítulo, discorrer-se-á sobre a história da tutela dos sócios minoritários no Brasil. Isto será feito de maneira breve, porque questões históricas não fazem realmente parte do tema que se deseja investigar nesta monografia. No segundo capítulo, passa-se ao exame das normas derivadas da autonomia da vontade que influem nos interesses dos quotistas ou acionistas minoritários. Assim, serão estudados alguns problemas atuais de direito societário relativos às normas que os próprios sócios podem elaborar. Por fim, serão consideradas as normas de aplicação imperativa que se relacionam significativamente ao tema da minoria societária. Neste último capítulo, ao tratar da vedação às sociedades leoninas, será discutida a questão do fim social, do interesse social e, brevemente, da função social das empresas. Ao cabo, portanto, serão apresentadas conclusões.

A importância desta monografia justifica-se, porque, usualmente, se imagina que poderia haver conflito, por exemplo, entre normas de garantia de governança corporativa e os interesses dos sócios minoritários. Demonstrar-se-á que tal conflito é, na realidade, meramente aparente. Acredita-se que os juristas em geral não compreendam bem o papel do direito protetivo no âmbito do direito privado. Em virtude disto, alcança-se a conclusão equivocada de que as normas de defesa da minoria seriam, de algum modo, ineficientes do ponto de vista econômico ou que haveria um conflito entre eficiência econômica e proteção à minoria. Demonstrar-se-á que tal posição não é acertada.

Na verdade, parte da crítica que pretende ser desenvolvida nesta monografia decorre justamente do fato de que juristas em geral não conseguem apreciar adequadamente argumentos relacionados à eficiência econômica. Haveria, na realidade, uma distinção básica muito importante no direito privado: no direito privado, deve existir o primado ou prevalência da eficiência econômica sobre outras considerações. Assim, o que se deve buscar em primeiro lugar é a eficiência econômica das normas jurídicas; em casos especiais, contudo, é possível que a intervenção do Estado seja necessária e, quando isto ocorre de maneira adequada, o que se garante é justamente a eficiência econômica. A proteção aos sócios minoritários tem relação com níveis mais sofisticados de governança corporativa.

Por fim, adverte-se que a presente monografia abordará, essencialmente, os direitos dos sócios minoritários face ao direito brasileiro; far-se-á, todavia, quando for adequado, referência ao direito estrangeiro, pois, embora o direito alienígena não seja o tema deste trabalho especificamente, a experiência jurídica estrangeira pode contribuir consideravelmente como fonte de inspiração para a solução de problemas jurídicos nacionais.

Faz-se, ademais, a seguinte distinção: este trabalho de conclusão irá abordar o tema da minoria societária tendo em conta todos os tipos de sociedades que existem no direito brasileiro. Evidentemente, a sociedade anônima e a sociedade limitada são muito mais importantes que as outras espécies societárias na prática. Assim, o enfoque será direcionado para estes dois tipos societários fundamentalmente. Além disso, é importante salientar que, embora estas duas espécies societárias sejam as mais

relevantes, existe grande variação entre as empresas no Brasil. O fato de que uma sociedade anônima aberta, com milhares de acionistas diferentes, uma estrutura reticular complexa e capital social disperso no mercado de capitais é muito diferente de uma sociedade familiar com poucos acionistas que se conhecem e possuem fortes laços de confiança será muito importante para a análise a ser feita.

# 1. IMPORTÂNCIA DA TUTELA DOS INTERESSES DOS SÓCIOS MINORITÁRIOS E HISTÓRIA DA PROTEÇÃO DOS SÓCIOS MINORITÁRIOS NO BRASIL

## 1.1. IMPORTÂNCIA DA PROTEÇÃO JURÍDICA DOS MINORITÁRIOS

Os sócios minoritários merecem a proteção da lei? Para responder a esta pergunta, é necessário considerar o conflito que pode existir entre o interesse de alguns sócios e a necessidade de certa empresa obter resultados lucrativos. Assim, considerar-se-ão duas situações opostas.

No primeiro caso, o controlador de determinada sociedade empresarial não utiliza a empresa em proveito próprio e em detrimento dos sócios minoritários e o exercício do poder de controle dá-se através da assembleia geral quando as deliberações são suficientemente relevantes para que isto ocorra desta forma. No segundo caso, por seu turno, o exercício do poder de controle é exercido apenas pelos sócios majoritários sem que os interesses dos sócios minoritários sejam levados em conta de qualquer forma e quase todas as decisões importantes dependem apenas da administração da sociedade. Se se fosse obrigado a defender o primeiro modelo, dir-se-ia que ele funciona bem, porque, nesse modelo, os incentivos estão alinhados de modo que a administração da sociedade é estimulada a agir no interesse dos sócios em geral<sup>1</sup>. Por outro lado, se se fosse forçado a defender o segundo modelo, poder-se-ia dizer que ele seria adequado porque os gerentes da empresa ficariam apropriadamente livres de burocracias e de outras amarras para levar a cabo o objeto da empresa sem a necessidade de responder por suas decisões inutilmente.<sup>2</sup>

Ocorre, entretanto, que a proteção dos acionistas ou quotistas em geral sempre deve apresentar relação com a tutela dos interesses da minoria, porque a proteção dos sócios em geral significa, na prática, que os majoritários não podem apropriar-se indevidamente dos investimentos que foram realizados na sociedade pelos minoritários. Além disso, a eficiência gerencial que o segundo modelo apresentado pretende obter,

---

<sup>1</sup> COOTER, Robert; ULEN, Thomas, *Law and Economics*, Pearson Addison Wesley, 4ª edição, 2004, p. 198.

<sup>2</sup> Stephen Bainbridge não acredita que a supervisão da atividade dos administradores pelos acionistas seja muito relevante em BAINBRIDGE, Stephen, *Corporation Law and Economics*, New York: Foundation Press, 2002, p. 193.

ultrapassando supostos óbices ao desenvolvimento empresarial, não faz sentido estruturalmente, porque, nesta hipótese, esquece-se de que o capital decorreu, originalmente, de aportes realizados pelos sócios; é necessário, pois, que seja garantida a proteção jurídica aos acionistas ou quotistas em geral para que a organização legal das sociedades faça sentido, o que implica, na prática, a proteção à minoria societária.<sup>3</sup>

Aliás, constata-se que a existência de normas jurídicas que protejam os interesses de pequenos investidores permite, na prática, a existência de mercado que envolve mobilização de capitais, circulação de riquezas e crescimento econômico o qual gera, por sua vez, ganhos sociais;<sup>4</sup> não é conveniente, pois, que não existam regras a tutelar os interesses dos acionistas minoritários. Com efeito, o próprio Tullio Ascarelli o considerava adequado.<sup>5</sup>

Em todo caso, as normas de proteção aos sócios minoritários poderiam ser separadas em duas grandes categorias. Por um lado, a tutela dos investidores menores envolve normas que se fundam em heteronomia e, por outro lado, a proteção dos pequenos capitalistas se relaciona a normas que se apoiam em autonomia.

Quer-se dizer com isto que a defesa dos interesses das minorias, nas sociedades brasileiras, envolve preceitos que partem dos próprios sócios e preceitos que partem da lei. Conforme será melhor demonstrado a seu próprio tempo, apenas as normas de proteção que partem da lei efetivamente defendem os minoritários, porque as normas derivadas da autonomia da vontade são, na realidade, normas que são estabelecidas pela maioria; é verdade, contudo, que, em certos casos, tais normas também se prestam à tutela dos interesses da minoria. Dessa forma, abordar-se-ão, neste texto, normas de ordem pública, cogentes, que precisam ser aplicadas obrigatoriamente quando da concretização de seu suporte fático e normas que geralmente são estabelecidas pelos sócios e que acabam, por via reflexa, por afetar os interesses dos sócios minoritários.

---

<sup>3</sup> Nelson Eizirik compara esta questão de igualdade com os direitos individuais de que são titulares os particulares em Estados democráticos em EIZIRIK, Nelson, *A Lei das S/A Comentada, Volume I*, São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2011, p. 588.

<sup>4</sup> PRADO, Viviane Muller; SALAMA, Bruno M., *Proteção ao acionista minoritário no Brasil: Breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas in Latin American and Caribbean Law and Economics Association*, 2011, p. 1.

<sup>5</sup> Erasmo Valladão explica que T. Ascarelli pensava desta forma em FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo de Novaes, *Invalidez das Deliberações Conexas das Companhias in Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo: Malheiros Editores, 2009, p. 83.

## 1.2.HISTÓRICO DA DEFESA JURÍDICA DOS INTERESSES DOS MINORITÁRIOS NO BRASIL

Para efeitos deste trabalho, considerar-se-á que a trajetória do direito societário brasileiro teve início em 1976 embora já existissem, evidentemente, leis sobre direito societário no Brasil antes deste ano. Parte-se deste pressuposto, porque não seria útil levar em conta todas as legislações brasileiras anteriores sobre a matéria, isto é, não se deseja tratar da história do direito societário nesta monografia de maneira específica – quer-se apenas retomar alguns aspectos históricos importantes que contextualizam o tema que será abordado neste trabalho.

Em 1976, foi publicada a Lei das Sociedades por Ações (“LSA”), importante lei que, para além das sociedades anônimas, também trata de temas pertinentes à contabilidade das empresas e de outras entidades particulares e de vários outros assuntos diferentes que influem em ramos diversos do direito – a LSA trata das sociedades de economia mista, por exemplo, e termina por afetar, desse modo, o direito administrativo.

À época, o regime militar, desenvolvimentista, romântico, preocupado em industrializar o país com a substituição de importações, pretendia criar a possibilidade da existência de um mercado de capitais no Brasil. A fim de alcançar este desiderato, o governo de então criou a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), autarquia federal responsável por baixar diferentes normas concernentes ao mercado de valores mobiliários, e reformulou diversas regras relativas às sociedades anônimas, o que permitiu que este tipo societário existisse na modalidade fechada e, de maneira mais apropriada, na modalidade aberta.<sup>6</sup>

Entretanto, o ímpeto do regime militar apresentava certas contradições, porque, a despeito da política que pretendia permitir que passassem a existir grandes empresas brasileiras e um mercado de capitais sofisticado no país, o governo criou alguns óbices a estes objetivos. Por exemplo, havia a possibilidade de que dois terços do capital das

---

<sup>6</sup> PRADO, Viviane Muller; SALAMA, Bruno M., *Proteção ao acionista minoritário no Brasil: Breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas in Latin American and Caribbean Law and Economics Association*, 2011, pp. 3 e 4.

sociedades anônimas correspondessem a ações preferenciais sem direito a voto contanto que tal desvantagem fosse compensada de alguma forma. Em virtude disso, tornou-se muito comum que tais ações fossem abundantes e que a vantagem econômica dada a estas ações, em relação às ações com direito a voto, fosse irrelevante. Dessa forma, em vez de criar um mercado de capitais propriamente dito no Brasil, o que o governo da época fez foi gerar as condições para que, em tese, existissem companhias abertas no Brasil; não foram geradas, todavia, as condições adequadas para que o controle acionário se mantivesse disperso, pois o que a lei fazia era facilitar o controle majoritário das companhias por um acionista ou por um grupo pequeno de acionistas ao mesmo tempo em que haveria outros sócios sem direito a voto e sem muitos incentivos para participar deste mercado de capitais pequeno, monótono e restrito.<sup>7</sup>

Depois que o regime militar acabou, houve outras reformas legislativas importantes que afetaram os interesses e direitos de sócios minoritários – as principais reformas decorreram da Lei n.º 9.547 e da Lei n.º 10.303.

A Lei n.º 9.547 surgiu com a intenção de viabilizar os processos de privatização que o governo federal da época estava levando a cabo. Assim, esta lei extinguiu o direito de recesso para as hipóteses da fusão e de cisão e, de maneira ainda mais polêmica, terminou com o direito de *tag along* nas hipóteses de alienação de poder de controle de companhia aberta; o governo pôde, por conseguinte, embolsar o prêmio, ou ágio, que ficou associado ao valor das ações que controlava.<sup>8</sup>

Esta configuração manteve-se até a entrada em vigor da Lei n.º 10.303. Naquele momento, o direito de recesso nas fusões e nas cisões foi restaurado, mas o direito de *tag along* foi apenas parcialmente reconstituído – a alienação de controle de companhia aberta passou a exigir que se garantisse apenas 80% (oitenta por cento) do preço das ações do controlador aos minoritários; esta garantia, entretantes, alcançava apenas as ações que tivessem direito a voto. Além disso, a Lei n.º 10.303 não eliminou a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito a voto – ocorreu tão somente a redução da proporção máxima de ações preferenciais que poderiam existir

---

<sup>7</sup> *Idem*, p. 4.

<sup>8</sup> CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Vol. 4º, Tomo II, São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2011, p. 195.

relativamente ao capital das companhias. A última grande reforma das LSA não foi, todavia, de todo mal; passou a existir exigência de oferta pública aos minoritários nos casos em que se decide pelo fechamento do capital da companhia e um mecanismo através do qual os minoritários e os preferencialistas podem eleger um administrador para o conselho de administração. Dessa forma, embora a Lei n.º 10.303 tenha, de maneira geral, melhorado a condição dos acionistas minoritários no Brasil, ela o fez de maneira tímida.

Em todo caso, a alteração normativa que verdadeiramente melhorou o mercado de capitais brasileiro nos últimos tempos, em matéria de governança corporativa e proteção jurídica à minoria, foi a regulação privada do Novo Mercado, do Nível 2 e do Nível 1 pela Bolsa de Valores de São Paulo (agora “BM&FBovespa”), porque esta modificação permitiu que se desse maior publicidade às companhias brasileiras abertas.<sup>9</sup> Segue abaixo tabela que discrimina cada um destes diferentes segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa:

<b>Nível de Governança Corporativa da BM&amp;FBovespa</b>	<b>Requisitos</b>
Novo Mercado	<p>Todas as ações da companhia devem ter direito a voto;  O direito de <i>tag along</i> deve ser garantido sem restrições a todos os acionistas no momento da alienação do poder de controle;  Deve-se manter um mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) das ações em circulação;  O conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de até dois anos, sendo que 20% (vinte por cento) deve ser independente;  As demonstrações financeiras devem ser submetidas anualmente nos padrões internacionais de contabilidade;  Devem ser feitas ofertas públicas com base no valor das ações em circulação em caso de retirada do Novo Mercado; e  Os conflitos societários devem ser resolvidos por meio de arbitragem.</p>
Nível 2	<p>Os mesmos requisitos do Novo Mercado com as seguintes alterações:  (i) É possível emitir ações sem direito a voto (mesmo assim, os preferencialistas devem ter o direito de voto assegurado em</p>

<sup>9</sup> PRADO, Viviane Muller; SALAMA, Bruno M., *Proteção ao acionista minoritário no Brasil: Breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas in Latin American and Caribbean Law and Economics Association*, 2011, pp. 7.



	<p>várias situações diferentes, de acordo com as normas do Nível 2); e</p> <p>ii) A alienação de controle exige que seja feita oferta pública aos preferencialistas de modo a garantir-lhes no mínimo 80% do preço das ações do bloco controlador.</p>
Nível 1	<p>As companhias precisam manter 25% de suas ações em circulação;</p> <p>A transparência da gestão da companhia deve ser ampliada; e</p> <p>A participação acionária na companhia deve ser facilitada.</p>

## 2. NORMAS DE PROTEÇÃO À MINORIA DECORRENTES DA AUTONOMIA DA VONTADE

Quanto às normas de proteção da participação minoritária derivadas da autonomia da vontade, é necessário reconhecer que, de certa forma, estas normas não são realmente de proteção à minoria, porque, embora elas possam acabar destinando-se ao amparo dos minoritários em certos casos, elas são elaboradas tendo em conta, fundamentalmente, o interesse da maioria. Isto ocorre desta maneira, evidentemente, porque as deliberações societárias são sempre tomadas pela maioria, simples ou qualificada; no momento da constituição da sociedade, todavia, diz-se que a deliberação é consensual, porque todos os sócios devem concordar originalmente com as regras estatutárias ou contratuais.

Entretanto, o estudo das normas contratuais relativas aos sócios é importante, uma vez que alguns dos direitos e algumas das obrigações resultantes afetam os interesses dos sócios minoritários. Assim, passa-se a discorrer sobre algumas cláusulas, sobre alguns direitos e sobre algumas obrigações que se relacionam aos interesses dos minoritários.

### 2.1.ACORDO DE ACIONISTAS

#### 2.1.1. A Finalidade do Acordo de Acionistas e *Voice Voting*

O acordo de acionistas é um tipo de contrato plurilateral, dito parassocial, que tem por finalidade ajustar os votos dos sócios que fazem parte do acordo e estabelecer normas sobre compra e venda de ações e sobre preferência para adquiri-las. Desse modo, o acordo de acionistas pode servir mesmo para o exercício do poder de controle sobre a empresa.<sup>10</sup>

Um tipo de situação que pode ilustrar muito bem a relevância que um acordo de acionistas pode ter em certos casos é a maneira como ocorrem deliberações por *voice*

---

<sup>10</sup> BARBI FILHO, Celso, Acordo de Acionistas: Panorama Atual do Instituto no Direito Brasileiro e Propostas para a Reforma de sua Disciplina Legal *in* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 121, São Paulo: Malheiros Editores, 2001, p. 35.

*voting*. *Voice voting* é uma maneira através da qual se pode votar em certas deliberações políticas – o presidente da assembleia, legislativa ou não, pergunta se os presentes gostariam de aprovar determinada proposta; em seguida, os presentes gritam as suas respostas favorável ou contrariamente à proposta feita. No Reino Unido, por exemplo, o *Speaker of the House* pergunta à *House of Commons* se os parlamentares aceitam determinada proposta ou não, e os representantes políticos gritam, em resposta, *aye* ou *nay*; o resultado da votação, entretanto, apenas pode ser alcançado por meio de *voice voting* caso o *Speaker* consiga identificar a maioria com facilidade, porque, se a opinião majoritária não for facilmente identificável, o *Speaker* será forçado a declarar *division*. Quando a *division* é declarada, os membros do Parlamento dirigem-se a diferentes locais da casa que correspondem a diferentes opções de voto de tal sorte que, ao cabo destas alocações, pode-se contar quantos parlamentares apoiariam e quantos parlamentares seriam avessos à proposta.

Isto é tudo relevante para a questão dos acordos de acionistas, porque, em *voice voting*, se consegue perceber muito bem quando a situação não se organizou muito bem para a votação, o que pode permitir, inclusive, que a oposição obtenha uma vitória a despeito de sua posição minoritária. O Partido Democrata dos Estados Unidos, por exemplo, passou por embaraço inconveniente nas eleições presidenciais de 2012 quando decidiu alterar o conteúdo da sua plataforma durante a *Democratic National Convention*, assembleia responsável pela escolha do candidato à presidência da república pelo Partido Democrata. Naquela ocasião, os democratas haviam removido de sua plataforma referências religiosas e a defesa que faziam de Jerusalém como capital do Estado de Israel; esta decisão causou, contudo, bastante controvérsia na mídia americana. Em função disto, os democratas resolveram restaurar a plataforma original. Era necessário, porém, que dois terços dos delegados votassem a favor da modificação para que a alteração na plataforma fosse ratificada, mas, quando a proposta foi lançada, não houve consenso entre os delegados. O presidente da Convenção pediu, então, que os delegados votassem novamente, mas, de novo, não se alcançou consenso. Nesse momento, um membro da cúpula do partido foi ter com o presidente da Convenção; disse-lhe em voz baixa que ele teria de decidir se a proposta havia sido aprovada ou não e que teria de deixar os delegados votarem. Então, o presidente da Convenção pediu que os delegados votassem mais uma vez e, novamente, não houve consenso entre os

democratas; desta vez, todavia, ele se posicionou no sentido de que a proposta havia sido aprovada – a plateia, indignada, vaiou o presidente da Convenção.

A pergunta que se poderia fazer é se a mesma desordem teria ocorrido caso a cúpula do Partido Democrata tivesse celebrado “acordo de acionistas”, *i. e.*, caso a cúpula do Partido Democrata houvesse se preparado melhor, caso a cúpula do Partido Democrata houvesse planejado melhor a maneira como a votação iria ocorrer, porque é disso que o acordo de acionistas trata – embora existam diferentes categorias de acordo de acionistas, a sua principal modalidade é aquela na qual os convenientes decidem previamente como serão proferidos seus votos na assembleia.

#### 2.1.2. Acordo de Acionistas e a Proteção dos Sócios Minoritários

Modesto Carvalhosa separa o acordo de acionistas em três espécies diferentes conforme os tipos de obrigações que podem ser ajustadas neste contrato plurilateral. Segundo este renomado autor, o acordo de acionistas poderia existir nas modalidades de acordo de controle, de acordo de voto de minoritários e de acordo de bloqueio.<sup>11</sup>

Para fins deste trabalho, apenas interessam os acordos de controle e os acordos de voto de minoritários, porque o que se deseja discutir é a dicotomia que pode ocorrer entre maioria e minoria societárias.

Modesto Carvalhosa faz a distinção entre acordo de controle e acordo de voto de minoritários, porque a LSA tipifica, na verdade, diferentes espécies de acordos de acionistas. No que tange aos acordos de controle, eles diriam respeito ao exercício do poder de controle pelos sócios controladores. Conforme se depreende da análise da LSA, o poder de controle interno consiste no poder que assegura a um sócio ou a um grupo de sócios a maioria dos votos nas deliberações societárias e a possibilidade de eleger a maior parte dos administradores – poder esse que é exercido de maneira permanente e com autonomia.<sup>12</sup> Assim, em contraposição aos controladores das

---

<sup>11</sup> CARVALHOSA, Modesto, *Acordo de Acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*, São Paulo: Editora Saraiva, 2011, p. 21.

<sup>12</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro: Editora Forense, 4ª edição, 2005, p. 83.

empresas, existem os sócios minoritários, definidos mesmo em oposição ao conceito legal de poder de controle.

A manifestação do poder de controle por meio de acordos de controle dá-se, contudo, de maneira muito curiosa, porque é dado aos sócios a possibilidade não apenas de ajustar previamente a forma como irão votar em assembleia, mas a forma como irão votar os próprios administradores da sociedade, reunidos em conselho de administração ou em diretoria.<sup>13</sup> A mesma possibilidade não é, entretanto, estendida aos sócios minoritários; eles podem organizar acordo de acionistas, mas não podem vincular os votos dos administradores ou a vontade do administrador que elegeram por meio de voto múltiplo – a determinação de como os administradores devem votar, quando imposta, apenas pode ser realizada pelos controladores evidentemente, sendo que a independência do administrador eleito por voto múltiplo é preservada.<sup>14</sup>

De outra banda, o acordo de acionistas que é organizado pelos sócios minoritários tendo em conta o exercício do direito a voto é denominado acordo de voto de minoritários. Ele se contrapõe, desse modo, ao acordo de controle e guarda, quanto à administração da sociedade, as características que foram salientadas acima.

Percebe-se, dessa forma, que o acordo de acionistas é uma espécie de negócio jurídico que, no que toca ao ajuste do exercício do direito de voto, deve ser utilizada comumente pelos sócios majoritários e não pelos sócios minoritários, porque esta forma contratual presta-se, essencialmente, aos anseios dos controladores, visto que o poder de controle pode ser exercido através do acordo de acionistas adequadamente.<sup>15</sup>

Por outro lado, para os sócios minoritários, não há incentivo relevante para que firmem acordo de acionistas. Concluí-se, assim, que os acordos de acionistas, no tocante ao exercício do direito de voto, não são muito relevantes aos sócios minoritários. É

---

<sup>13</sup> O Prof. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo é contrário a esta hipótese. Ele já se manifestou desta forma em TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, *Modificações Introduzidas na Lei das Sociedades por Ações*, quanto à disciplina da administração das companhias *in* LOBO, Jorge (coord.), *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2ª edição, 2002, p. 429.

<sup>14</sup> CARVALHOSA, Modesto, *Acordo de Acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*, São Paulo: Editora Saraiva, p. 245.

<sup>15</sup> BULGARELLI, Waldirio, *Validade de Disposições de Acordo de Acionistas de Votarem em Bloco, assegurando a Política Gerencial Única e Necessária* *in* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 123, São Paulo: Malheiros Editores, 2001, p. 187.

verdade que alguns sócios menores talvez desejem firmar acordo de acionistas para conseguir eleger administrador por voto múltiplo, mas isto implica alguns custos que podem ser incômodos a estes sócios – com efeito, o que se verifica na prática das sociedades de capital disperso é uma abstenção muito forte por parte dos sócios minoritários, um interesse muito pequeno no dia-a-dia da sociedade por parte dos minoritários.<sup>16</sup> Consequentemente, tem-se que os acordos de acionistas são, antes de tudo, uma prática própria dos controladores de empresas e uma espécie de negócio jurídico que apenas raramente pode acabar por beneficiar a minoria societária de maneira específica.

### 2.1.3. Acordo de Acionistas e Acordo de Quotistas

Ao longo deste texto, utilizou-se a expressão “acordo de acionistas” para identificar uma espécie de negócio jurídico que pode ser realizado por sócios de uma mesma sociedade; ocorre, todavia, que esta expressão é utilizada, usualmente, em referência ao acordo de acionistas que os sócios de sociedade anônima podem avençar.

Defende-se neste texto, entretanto, que também podem ser celebrados pactos semelhantes entre os sócios dos demais tipos societários<sup>17</sup>, porque, com a revogação do art. 302, 7, do Código Comercial e com a promulgação dos arts. 997, parágrafo único, e 1.053, parágrafo único, do Código Civil (“CC”), o acordo de quotistas teria se tornado uma possibilidade viável. A distinção que se deve fazer é que, para as sociedades limitadas, por exemplo, é necessário que o contrato social invoque as normas das sociedades anônimas como fonte de regência subsidiária para que o acordo de quotistas tenha a eficácia própria de acordo de acionistas – o acordo de quotistas, neste caso, poderá ser oponível à sociedade e os §§ 8º e 9º do art. 118, LSA, poderão ser aplicados.

---

<sup>16</sup> DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín Garrigues y, *Problemas Atuais das Sociedades Anônimas*, tradução, prefácio e notas do Prof. Norberto da Costa Caruso MacDonald, Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1982, p. 24.

<sup>17</sup> No mesmo sentido: BORBA, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, Rio de Janeiro: Renovar, 13ª edição, 2012, p. 129.

## 2.2.APONTAMENTOS GERAIS SOBRE AS AÇÕES E QUOTAS SOCIAIS E O DIREITO SUCESSÓRIO

Esta é uma matéria relativamente complexa, porque ela envolve problemas pertinentes à regência legal das sociedades no Brasil. Explica-se: o art. 1.053 do Código Civil e seu parágrafo único dispõem que a regência das sociedades limitadas deverá ser feita por suas próprias normas e, subsidiariamente, pelas normas das sociedades simples, salvo disposição contratual que opte pelas normas das sociedades anônimas como fonte de regência suplementar.<sup>18</sup> Além disso, o art. 1.089, CC, determina que as lacunas da Lei das Sociedades por Ações deverão ser preenchidas pelas normas do Código Civil. Assim, esta matéria é relativamente complexa em razão das remissões legais e em razão de possíveis debates que poderiam ocorrer em torno da necessidade de aplicar ou não as normas de natureza subsidiária.

Segundo Marco Antonio Karam Silveira, estas distinções legais deveriam ser entendidas a partir da velha distinção entre sociedades de pessoas e sociedades de capitais. Por um lado, as sociedades de pessoas diriam respeito a sociedades de membros fixos, pertencentes, geralmente, a uma mesma família, que, unidos por proximidade e confiança, guiam juntos o destino da empresa. As sociedades de capitais, por outro lado, representariam a outra ponta deste espectro. Nestes casos, haveria preponderância da livre circulação das quotas ou das ações, pouca união ou proximidade entre os sócios.<sup>19</sup>

Tendo em conta esta argumentação, deve-se descartar a possibilidade de aplicação do art. 1.089, CC, supramencionado – a LSA dispõe que a sucessão *causa mortis* deverá ocorrer conforme o direito sucessório ordinário (art. 31, §1º, LSA). O Código Civil, todavia, traz norma diferente – nas sociedades simples, salvo disposição contratual diversa, devem ser liquidadas as quotas e distribuídos os haveres aos

---

<sup>18</sup> Esta tese também pode ser encontrada em TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, *As Sociedades Limitadas Podem ter Conselho de Administração?* in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura, *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010, p. 359. Em sentido diverso, ver FORGIONI, Paula Andréa, *A Unicidade do Regramento Jurídico das Sociedades Limitadas e o art. 1.053 do CC. Usos e Costumes e Regência Supletiva* in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 147, São Paulo: Malheiros Editores, 2007.

<sup>19</sup> SILVEIRA, Marco Antonio Karam, *A Sucessão Causa Mortis na Sociedade Limitada: tutela da empresa, dos sócios e de terceiros*, Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009, p. 141.

herdeiros quando do falecimento de sócio (art. 1.028, CC). Em todo caso, haveria dúvida importante a ser resolvida a propósito das sociedades limitadas, porque, neste tipo societário, podem ser invocadas as normas das sociedades anônimas como fonte suplementar às normas das próprias sociedades limitadas, o que, evidentemente, geralmente é feito a fim de que as partes possam escapar às regras rígidas e pouco abrangentes do Código Civil. Neste diapasão, defende-se que, mesmo que sejam adotadas as normas das sociedades anônimas como normas subsidiárias às normas das sociedades limitadas, ainda haveria, para as partes, a prerrogativa para determinar que as quotas do *de cujos* sejam liquidadas quando da abertura da sucessão, porque foram os próprios sócios que invocaram as normas das sociedades anônimas em primeiro lugar – restaria, assim, para eles o poder para contratar quanto a este ponto.<sup>20</sup> Com efeito, se podem os sócios conjurar as normas das sociedades anônimas, caberia a eles, também, o direito ajustar previamente a liquidação das quotas da sociedade face à morte de um dos sócios. Esta interpretação está em consonância com o fato de que as sociedades limitadas foram criadas como institutos jurídicos para a formação de pequenas e médias empresas com um número reduzido de sócios; haveria, pois, neste caso, adequação entre a interpretação e a finalidade das normas obrigatórias.

### 2.2.1. Direito Societário, Direito Sucessório e a Proteção dos Sócios Minoritários

Chama-se atenção para estas regras de direito sucessório, porque é muito comum que sejam encontradas disposições sobre esse assunto nos contratos sociais de sociedades limitadas. Geralmente, os sócios escolhem regrar esta matéria dispondo que, com a morte de um deles, as respectivas quotas deverão ser liquidadas e os haveres repassados aos herdeiros do *de cujos*. Deseja-se, assim, abordar este tema diante de uma das propostas centrais desta monografia, a saber, a separação entre as regras de proteção autônomas e as regras de proteção heterônomas – quer-se saber se o ordenamento jurídico brasileiro efetivamente protege os interesses dos sócios minoritários com as normas de direito sucessório selecionadas.

Nesta esteira, argumenta-se que as normas das sociedades limitadas são, no que tange ao direito sucessório, superiores às normas das sociedades anônimas, porque nas

---

<sup>20</sup> SILVEIRA, Marco Antonio Karam, *A Sucessão Causa Mortis na Sociedade Limitada: tutela da empresa, dos sócios e de terceiros*, Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009, p. 141



sociedades limitadas, os sócios têm autonomia para decidir o que ocorrerá com suas quotas para depois de sua morte e se tem opção geral mais favorável que a norma das sociedades anônimas, isto é, caso não haja disposição contratual, as quotas sociais deverão, simplesmente, ser liquidadas e distribuídas aos herdeiros – nas sociedades anônimas, as ações não são transformadas em dinheiro automaticamente com a morte do sócio.

Salienta-se que as normas das sociedades limitadas melhor protegem os interesses dos sócios minoritários no escopo que havia sido anteriormente delineado (item 1.1., *supra*), qual seja, a proteção do interesse social implica a tutela da minoria societária, uma vez que, restritos a este interesse, os majoritários terão de agir de tal modo que os interesses específicos dos minoritários acabarão, no mais das vezes, sendo observados.<sup>21</sup>

Ressalte-se, ademais, que, a fim de se evitar o problema do ingresso de novos sócios desconhecidos na sociedade, pode-se tentar, quando possível, constituir pessoas jurídicas para que elas sejam os sócios da sociedade a ser protegida. Assim, é claro, ficaria afastada a possibilidade da sucessão *causa mortis*; esta tática não deve, no entanto, ser necessária na maior parte dos casos.

### 2.3.ARBITRAGEM E CLÁUSULA DE ELEIÇÃO DE FORO

A cláusula de eleição de foro é tida pelo art. 53, III, “e”, Decreto 1.800 de 1996, como cláusula obrigatória dos contratos e dos estatutos sociais. Ela também é classificada desta forma pelo Manual de Atos de Registro Público das sociedades limitadas e das sociedades anônimas<sup>22</sup>.

Entretanto, a despeito desta obrigatoriedade, a cláusula de eleição de foro não favorece enormemente os minoritários, visto que o sistema judiciário brasileiro é consideravelmente ineficaz – as demandas judiciais não são julgadas com celeridade e

---

<sup>21</sup> Diz-se isto à luz do contratualismo, que é examinado no item 3.5.2, *infra*, desta monografia.

<sup>22</sup> Páginas 12 e 18, respectivamente.

há considerável insegurança jurídica quanto a questões relativamente pequenas que não precisariam causar enorme confusão.<sup>23</sup>

Neste sentido, a alteração legislativa que expressamente permitiu a inclusão de cláusula compromissória nos estatutos das sociedades anônimas foi um avanço no que diz respeito à tutela dos interesses dos sócios minoritários.

Ainda assim, a arbitragem também é um meio de solução de conflitos que apresenta problemas. No Brasil, a arbitragem depende do Poder Judiciário para o provimento de medidas cautelares e para a execução forçadas de decisões – não raro, conflitos que envolvem arbitragem acabam sendo discutidos no Poder Judiciário também.<sup>24</sup>

Além disso, pode-se dizer que existe certa insegurança quanto à arbitragem no Brasil, porque, quanto ao direito societário, cabe discutir como fica a arbitragem do ponto de vista objetivo e do ponto de vista subjetivo, isto é, quais são as matérias que podem ser submetidas à arbitragem e quem pode se submeter a ela. Tal circunstância ocorre, porque nossa legislação é omissa quanto a alguns pontos relevantes.

### 2.3.1. Arbitrabilidade objetiva

Para submeter determinado litígio à arbitragem, é necessário que a disputa verse sobre direitos patrimoniais disponíveis. Assim, em arbitragem, não poderiam ser discutidos, de maneira geral, problemas relacionados à ordem pública; Nelson Eizirik esclarece, todavia, que estas regras gerais sofrem alguns temperamentos significativos – as leis devem ser razoavelmente interpretadas de modo a permitir uma visão mais liberal sobre arbitrabilidade. Presume-se a arbitrabilidade de conflitos ainda que haja norma de ordem pública relacionada à disputa, porque, do contrário, algumas situações contraditórias poderiam ocorrer. Por exemplo, não seria possível que parte e contraparte submetessem seu litígio à arbitragem nos casos que envolvessem o pagamento de danos

---

<sup>23</sup> FRAGA, Patrícia Fernandes, *Análise de Direito e Economia da Arbitragem nos Contratos por Adesão*, dissertação de mestrado defendida na Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013, pp. 93 e 94.

<sup>24</sup> *Idem*, p. 95.

prefixados em cláusula de contrato de compra e venda, porque existe norma imperativa sobre isto no Código Civil. Por conta disso, a regra geral deve ser o “*favor arbitratis*”.<sup>25</sup>

Igualmente, no âmbito do direito societário também devemos interpretar o conceito de ordem pública ponderadamente para não alcançarmos resultados absolutamente indesejáveis, porque, se supusermos que tudo aquilo que dispõe sobre aspectos obrigatórios do ordenamento jurídico não pode ser submetido à cláusula compromissória, corremos o risco de inutilizar consideravelmente o instituto da arbitragem no Brasil.

### 2.3.2. Arbitrabilidade subjetiva

O debate em torno da arbitrabilidade subjetiva busca descobrir quem ficaria vinculado à cláusula compromissória no momento de sua aposição ao estatuto ou ao contrato social. Modesto Carvalhosa esclarece que apenas os sócios que concordaram com a deliberação de instituição da cláusula compromissória e a própria sociedade poderiam efetivamente ser forçados a se submeter à arbitragem caso viesse a surgir um conflito societário – os demais sócios ficariam desobrigados, porque, na opinião deste autor, a cláusula compromissória, assim como a cláusula de restrição à circulação de ações, não faria parte realmente do negócio plurilateral para execução do objeto social; a cláusula de arbitragem constaria do mesmo instrumento do estatuto ou do contrato social, mas não faria parte destes negócios na realidade, porque ela seria independente, seria um negócio jurídico autônomo. Além disso, não se poderia presumir que as pessoas que viessem a fazer parte da sociedade teriam aderido à cláusula compromissória tacitamente, porque o acesso à jurisdição seria um direito essencial (art. 109, §2º, LSA) e um direito fundamental garantido por cláusula pétrea.<sup>26</sup>

### 2.3.3. Arbitragem e Sócios Minoritárias

A interpretação de Modesto Carvalhosa supracitada é adequada, porquanto garante a aplicação da legislação brasileira de modo a não tornar a cláusula

---

<sup>25</sup> EIZIRIK, Nelson, Arbitrabilidade Objetiva nas Sociedades Anônimas e instituições Financeiras *in* CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson, Estudos de Direito Empresarial, São Paulo: Editora Saraiva, 2010, p. 20.

<sup>26</sup> CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Vol. II, São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2009, pp. 311-325.

compromissória dos estatutos e dos contratos sociais uma espécie de contrato de adesão. Com efeito, o próprio fundamento de constitucionalidade da arbitragem no Brasil está vinculado à livre manifestação de vontade, vontade esta que não é presumida, mas que deve ser manifestada de maneira expressa para que possa surtir efeitos.

A possibilidade de submeter conflitos a juízo arbitral é extremamente profícua, pois permite que as partes interessadas busquem dirimir seus desacordos da maneira que melhor lhes aprouver. Assim, a arbitragem surge, inicialmente, como um direito muito importante para as partes interessadas; é necessário, todavia, que não se permita que abusos sejam cometidos por parte dos sócios majoritários – a cláusula compromissória não pode ser vista como as outras cláusulas do contrato plurilateral associativo, ela não vincula os sócios que dela tenham discordado ou que a ela não tenham aderido expressamente.

Não se deve, entretanto, adotar postura igualmente restritiva com relação à arbitrabilidade objetiva. Com efeito, para garantir-se a efetividade do juízo arbitral, deve-se ter em mente que a matéria passível de ser julgada por árbitros é mais abrangente e, de algum modo, consegue alcançar algumas questões que se relacionam, inclusive, à ordem pública.

Em suma, a instituição de arbitragem no âmbito societário não é um meio de opressão dos sócios minoritários contanto que os parâmetros acima delineados sejam observados. Igualmente, é necessário asseverar que a possibilidade do estabelecimento de arbitragem também se enquadra no tipo de autonomia benéfica a que se vem fazendo referência: a proteção do interesse social implica, indiretamente, a tutela aos interesses gerais dos sócios minoritários.

## 2.4. POISON PILL

### 2.4.1. Introdução ao Problema da *Poison Pill*

O problema da *poison pill* concerne essencialmente às companhias abertas e, mais especificamente, às companhias abertas que tenham elevada dispersão acionária, isto é, às companhias cujas ações não estejam concentradas nas mãos de poucos sócios.

Tal é o caso, porque, embora existam muitos tipos diferentes de *poison pill*, esta é uma modalidade estatutária que surgiu para, em tese, defender as sociedades anônimas contra ofertas hostis<sup>27</sup>, as quais apenas poderiam existir relativamente às companhias abertas<sup>28</sup>.

Dentre as várias justificativas que são adotadas para tentar justificar a legalidade e a eficiência econômica das *poison pills*, destaca-se a idéia de que elas ajudariam a manter a liquidez das ações – para um pequeno acionista, seria, geralmente, bastante inadequado permanecer preso à determinada companhia em razão de acentuada iliquidez.<sup>29</sup> Com efeito, a existência de um mercado secundário de ações permite a livre circulação destes valores; isto, por sua vez, torna capitalizações posteriores no mercado primário mais baratas, uma vez que investidores costumam preferir ações líquidas e a pagar mais por elas.<sup>30</sup>

Defende-se, todavia, nesta monografia, entendimento um tanto quanto cético relativamente às *poison pills*. Poder-se-ia, na verdade, distinguir pelo menos três tipos de *poison pill*: (i) a *poison pill* legal, (ii) a *poison pill* contratual e (iii) a *poison pill* estatutária.

#### 2.4.2. Espécies de *Poison Pill*

É necessário exemplificar o que efetivamente seja uma *poison pill*, porque, até agora, apenas se discorreu sobre sua suposta finalidade.

Uma *poison pill* é um mecanismo jurídico que dificulta a tomada do poder de controle em companhias de capital disperso. Assim, ela pode de algum modo combater ofertas hostis ou, até mesmo, obstaculizar a “escalada em bolsa” de sucessiva concentração acionária nas mãos de uma única pessoa ou grupo. Por conseguinte, as

<sup>27</sup> TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, *Poison Pill: Modismo ou Solução in Direito Societário: Desafios Atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 159.

<sup>28</sup> SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes, *Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle in Direito Societário: Desafios Atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 391.

<sup>29</sup> KLEIN, William A.; COFFEE JR., John C., *Business Organization and Finance: legal and economic principles*, Westbury, New York: Foundation Press, 1993, *apud* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, *Poison Pill: Modismo ou Solução in Direito Societário: Desafios Atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 159.

<sup>30</sup> BAINBRIDGE, Stephen, *Corporation Law and Economics*, New York: Foundation Press, 2002, p. 3.

*poison pills* tem por efeito perpetuar o controlador da companhia no poder<sup>31</sup> – tem-se em mente aqui, especificamente, o controle minoritário e o controle gerencial.<sup>32</sup>

Segundo Modesto Carvalhosa, a *poison pill* estatutária mais comum no Brasil consiste em cláusula do estatuto social que determina, para o adquirente de certo percentual do capital (15%, 20% ou 25%, por exemplo), a obrigação de realizar Oferta Pública de Aquisição de ações (“OPA”) dirigida aos demais acionistas;<sup>33</sup> é possível que existam, contudo, outras modalidades de *poison pill* estatutária. Citam-se, a título meramente exemplificativo, as seguintes possibilidades: (i) emissão de bônus de subscrição que outorguem aos seus titulares o direito de subscrever ações por valor inferior ao de mercado, no momento do anúncio de uma oferta hostil de aquisição de poder de controle; (ii) emissão de debêntures (simples ou conversíveis) resgatáveis por um valor elevado na hipótese de anúncio de um *takeover* hostil; (iii) a empresa alvo incorpora outra companhia a fim de tornar a aquisição mais custosa para o ofertante após o anúncio da oferta hostil (esta modalidade de *poison pill* chama-se “*white knight*”); (iv) a companhia alvo da oferta hostil lança uma contraoferta pela aquisição das ações de emissão da própria ofertante a fim de obstar a concretização do negócio (esta modalidade chama-se “*pac man*”); e (v) compra ou venda de ativos relevantes no curso da oferta.

Tendo em conta, portanto, estas características, percebe-se que se pode cogitar, a princípio, de pelo menos três formas de *poison pill*. Haveria a *poison pill* legal, a *poison pill* contratual e a *poison pill* estatutária.

O art. 254-A, LSA, é, por exemplo, um caso de *poison pill* legal. Tem-se exigência que dificulta significativamente a tomada do poder de controle pelo potencial comprador em prol dos ordinaristas minoritários. Maiores considerações técnicas sobre este ponto podem ser encontradas no item 3.4., *infra*. Ressalta-se, todavia, desde já que este dispositivo legal pode de algum modo ser considerado uma *poison pill* em função

<sup>31</sup> CARVALHOSA, Modesto, As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade *in* Direito Societário: Desafios Atuais, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 22.

<sup>32</sup> O estudo mais aprofundado sobre os diferentes tipos de poder de controle no Brasil corresponde à seguinte obra: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, O Poder de Controle na Sociedade Anônima, Rio de Janeiro: Editora Forense, 4ª edição, 2005.

<sup>33</sup> CARVALHOSA, Modesto, As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade *in* Direito Societário: Desafios Atuais, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

de seus efeitos práticos, que muito se assemelham aos efeitos de uma *poison pill* estatutária – é reforçada a liquidez das ações e é dificultada a substituição do controlador da companhia.

Situação semelhante também ocorre quando os próprios sócios ajustam entre si acordos de acionistas, porque, nestes casos, a alienação do poder de controle também pode restar dificultada se, por exemplo, os signatários do acordo avençarem direitos de preferência sobre suas ações. Assim, uma das diferenças entre a *poison pill* legal e a *poison pill* contratual é a sua abrangência – a *poison pill* legal possui hipóteses de incidência fixas enquanto a *poison pill* contratual pode ser regradada de acordo com a vontade dos sócios. Em todo caso, salienta-se que maiores informações sobre o acordo de acionistas podem ser encontradas no item 2.1., *supra*.

A despeito disto tudo, a modalidade de *poison pill* que realmente deve interessar aos juristas é aquela em que se apõe ao estatuto social, por exemplo, ordem para que ocorra Oferta Pública de Aquisição de ações caso determinado percentual de concentração seja atingido por algum acionista. Este é o caso, porque, embora haja dúvidas quanto à legalidade desta cláusula, ela já se encontra presente no cenário brasileiro de incipientes companhias abertas de capital disperso.

De acordo com Modesto Carvalhosa, haveria pelo menos quatro objeções pertinentes às *poison pills* estatutárias no Brasil.

Em primeiro lugar, o art. 36, LSA, proíbe qualquer restrição à circulação de ações nas companhias abertas pelo estatuto social, isto é, haverá nulidade absoluta da cláusula estatutária que venha a restringir a circulação das ações nas companhias abertas. Isto, por si só, já levantaria sérias dúvidas quanto à viabilidade das *poison pills* estatutárias no Brasil; há, entretanto, outros pontos relevantes.

Não é dado à administração das companhias, por exemplo, buscar-se manter-se no poder em detrimento do interesse social. Nesse sentido, cuida-se que a *poison pill* parece ter sido criada justamente para permitir o entricheiramento da gestão social no poder, porque novo controlador poderia desejar, por exemplo, substituir a antiga diretoria por novos administradores de sua confiança. Desse modo, não é permitido ao

“controlador-gerente” impor-se sobre a companhia, privilegiando seus próprios interesses em desatenção aos direitos dos acionistas, com uma cláusula que simplesmente serve para garantir a sua própria posição. Na verdade, a solução deste problema na prática deve envolver consideráveis dificuldades, uma vez que é possível que a *poison pill* estatutária não tenha sido estabelecida para favorecer o controlador em detrimento dos acionistas. Assim, esta questão deverá ser, na realidade, analisada caso a caso, porque não se pode saber de antemão e em abstrato se a *poison pill* é inadequada. A única coisa que é absolutamente certa quanto a este problema é que os administradores devem agir no interesse da sociedade e não simplesmente de acordo com suas própria vontades.

Adicionalmente, existiriam outras duas dificuldades: (i) a *poison pill* poderia ser vista como uma condição potestativa em que uma das partes ficaria submissa à vontade da outra (à vontade do controlador); e (ii) poderia ser o caso da *poison pill* especificamente causar prejuízo às partes.<sup>34</sup>

#### 2.4.3. *Poison Pill* e Acionistas Minoritários

Tendo em conta todas estas circunstâncias, conclui-se que a *poison pill* deve ser observada com cuidado no Brasil. Quando ela não for especificamente ilegal e, portanto, inválida, ela poderá ser prejudicial aos acionistas minoritários por criar obstáculos desnecessários a uma oferta que não é, *a priori*, inadequada à companhia.

### 2.5. OUTROS DIREITOS DECORRENTES DA AUTONOMIA DA VONTADE

Não obstante a existência de vários outros direitos que apenas decorrem da autonomia da vontade e que comumente figuram em contratos sociais e em estatutos sociais, argumenta-se que não se poderia discorrer sobre eles significativamente em termos de proteção aos sócios minoritários. Isto ocorre, porque, conforme anunciado no início deste capítulo, embora as normas decorrentes da autonomia da vontade possam afetar os interesses da minoria, a verdadeira defesa dos minoritários é feita pelas normas

---

<sup>34</sup> Estas quatro características são descritas em CARVALHOSA, Modesto, *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade in Direito Societário: Desafios Atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 28 e 29.



cogentes de ordem pública. Tal circunstância é motivada pelo fato de que os minoritários correspondem a uma parte mais fraca em um tipo de contrato muito especial, o contrato plurilateral.

Ressaltam-se, contudo, os seguintes direitos a fim de ilustrar outras situações de afetação dos interesses dos minoritários: *tag along*, *drag along* e direito de preferência quando outro sócio pretende alienar suas quotas ou ações. No caso do *tag along* o que se tem, na prática, é um direito que pode existir em benefício dos minoritários – trata-se do direito de alienar suas quotas ou ações simultaneamente com as quotas ou ações de outro sócio. Contrariamente, o *drag along* seria um direito que, costumeiramente, pertenceria a alguém em posição superior – trata-se do direito de exigir a venda das quotas ou das ações de outro sócio no momento da alienação de suas próprias quotas ou ações. Por fim, o caso do direito de preferência quando outro sócio pretende alienar suas próprias quotas ou ações também é relevante, porque, em que pese tal direito possa servir para obstaculizar transações importantes, que poderiam ser prejudiciais aos sócios minoritários, o efetivo exercício deste direito onera a parte que deseja impedir a transação – ela terá de desembolsar o valor de acordo com o contrato ou com o estatuto social para exercer o direito de preferência. Isto é relevante, porque, em muitos casos, o minoritário não terá recursos suficientes para exercer a preferência. Desse modo, é necessário concluir que, relativamente ao direito de preferência, a proteção do titular do direito depende de sua capacidade para efetivamente exercer este direito, do contrário, a preferência será inútil ao titular.

### 3. NORMAS DE PROTEÇÃO À MINORIA DECORRENTES DA LEI

#### 3.1.DIREITO DE FISCALIZAÇÃO

O direito de fiscalizar as atividades da gestão das companhias está previsto no art. 109, III, LSA; ele não é, todavia, especificado neste dispositivo – determina-se apenas que a fiscalização terá de ser realizada na forma da lei.

Segundo Marcelo Borba, a LSA distingue que a fiscalização terá de ser realizada de acordo com a lei, porque não se deseja que sócios enxeridos fiquem a importunar os gerentes com intromissões inconvenientes e despropositadas na administração da companhia.<sup>35</sup> Isto é importante, porque a Código Comercial, em seu artigo 290, previa um direito de fiscalização muito amplo para os demais tipos societários; ocorre, entretanto, que tal norma não seria realmente viável para uma grande empresa com inúmeros acionistas. Assim, agiram bem os legisladores ao estabelecer limites ao campo de investigação dos acionistas.

Haveria, essencialmente, quatro formas de fiscalização da administração pelos acionistas nas sociedades anônimas: (i) acesso aos relatórios anuais da administração e às demonstrações financeiras da sociedade, (ii) possibilidade de formação e de instauração de conselho fiscal, (iii) participação em assembleias gerais para discutir e, quando for o caso, votar as matérias sujeitas à deliberação e (iv) exibição judicial dos livros da companhia quando houver suspeita de atos violadores da lei ou do estatuto ou condutas irregulares de qualquer dos órgãos da companhia.<sup>36</sup>

Contudo, das quatro formas de fiscalização supracitadas, duas são mais importantes, a saber, os direitos acerca dos relatórios anuais e das demonstrações financeiras e a possibilidade de rejeição destas informações, *i. e.*, a possibilidade de não aprovar as contas da administração. Aliás, vê-se que a possibilidade de votar contrariamente à gestão é essencial para que se possa dizer que há direito de fiscalização efetivo. Os autores da LSA, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, rebatem

---

<sup>35</sup> BARBOSA, Marcelo, Direito de Fiscalizar a Gestão dos Negócios Sociais *in* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.), Direito das Companhias, Vol. I, Rio de Janeiro: Editora Forense, 1ª edição, 2009, p. 319.

<sup>36</sup> *Idem*, p. 321.

esta crítica dizendo que nenhum acionista minoritário participa das assembleias, que o voto não seria, em suma, um direito muito importante no âmbito da administração das companhias.<sup>37</sup> *Data venia*, os autores da LSA estão completamente equivocados quanto à importância do direito a voto. A atual configuração societária, em que a participação efetiva dos minoritários é praticamente inexistente nas grandes companhias, é reforçada, na verdade, pelo fato de que muitos dos acionistas simplesmente não podem votar. Isto vem de longa data. Defende-se neste trabalho, em suma, que não deveria ser dado às companhias emitir ações sem voto ou com direito de voto restrito. No modelo atual, as ações preferenciais servem a uma diluição meramente aparente do capital e, por conseguinte, à manutenção do poder de controle nas mãos de poucos acionistas. Nesta esteira, o mercado acionário brasileiro não existe como significativa fonte de financiamento às atividades empresariais<sup>38</sup>, porque o acionista que compra uma ação sem voto sabe que não pode afetar de qualquer forma os rumos da empresa, reconhece que o poder de controle se encontra detido por algum acionista graúdo e não se sente, conseqüentemente, estimulado a comprar outras ações da empresa.

Tendo em conta todas estas características, tem-se que o direito de fiscalização corresponde ao direito dos sócios de acompanhar as atividades de gerência da empresa e que apenas faz sentido poder acompanhar o empenho da administração quando se pode influir de algum modo, ainda que ténue, nos rumos da gestão.<sup>39</sup>

### 3.2.DIREITO DE PREFERÊNCIA EM AUMENTOS DE CAPITAL E DIREITOS ESSENCIAIS

A LSA tem esta espécie de direito de preferência por direito essencial dos acionistas. Isto é curioso, porque haveria realmente algumas situações em que este direito poderia servir de empecilho ao interesse social. Antes, todavia, de abordar o direito de preferência em aumentos de capital, cumpre abordar o significado da expressão “direitos essenciais dos acionistas”.

---

<sup>37</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A Lei das S.A.*, Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 163.

<sup>38</sup> BETTARELLO, Flávio Campestrin, *Governança Corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*, São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 36.

<sup>39</sup> A trajetória do excêntrico Robert Monks como investidor nos Estados Unidos.

Percebe-se, na realidade, que os direitos essenciais seriam análogos aos direitos fundamentais ou aos direitos humanos. Isto se torna evidente quando consideramos que os acionistas são semelhantes a cidadãos, que o estatuto é semelhante à constituição, que a companhia é semelhante ao Estado e que ocorrem eleições para a administração da mesma maneira como ocorrem eleições para cargos políticos no Estado democrático de direito.

Nesta esteira, os direitos essenciais, assim como os direitos fundamentais, também não podem ser afastados; eles podem, todavia, ser cedidos em alguns casos – isto ocorre, aliás, com o direito de preferência em aumentos de capital que pode, inclusive, existir como valor mobiliário (art. 2º, II, Lei 6.385).

No que diz respeito à finalidade do direito de preferência em aumentos de capital, Nelson Eizirik anota que este direito tem por objeto a proteção de direitos patrimoniais e de direitos políticos.<sup>40</sup> Diz-se isto, porque, se não fosse garantido aos sócios a possibilidade de manter sua posição jurídica na sociedade em aumentos de capital, o *quantum* de seus dividendos poderia restar diminuído, por exemplo; este não é, contudo, o único problema – o poder político do sócio também poderá ser afetado negativamente com um aumento de capital, porque, a princípio, cada ação ou cada quota tem direito a um voto (art. 1.010, CC e art. 110, LSA).

Em todo caso, a questão teórica mais controversa em torno do direito de preferência em aumentos de capital consiste na sua real utilidade como meio de proteção aos acionistas ou quotistas minoritários. Esta controvérsia existe, porque, com a entrada em vigor da LSA, novas emissões de ações não podem ocasionar a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas nas companhias abertas. Este é um mecanismo muito mais eficiente do ponto de vista social que a manutenção do direito de preferência para todos os acionistas nestas circunstâncias. É por isso, aliás, que Nelson Eizirik considera que o direito de preferência em aumentos de capital nas companhias abertas seria um “fato inibidor para o seu desenvolvimento, uma vez que reduz as possibilidades de novos investidores subscreverem títulos e retarda o processo de capitalização das companhias”.

---

<sup>40</sup> EIZIRIK, Nelson, A Lei das S/A Comentada, Vol. I, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, p. 604.

O direito de preferência em capitalizações aplica-se, aliás, não apenas às emissões de novas ações, mas também quando a companhia subscreve debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações. A única grande exceção a estes direitos de preferência está delineada no art. 172, LSA – eles podem ser estatutariamente eliminados ou ter seu prazo de exercício reduzido nas companhias abertas de capital autorizado quando a colocação de valores mobiliários for realizada mediante Venda em Bolsa de Valores, subscrição pública ou permuta por ações em oferta pública de aquisição de controle.

### 3.3.DISSOLUÇÃO PARCIAL

#### 3.3.1. Conceito de Dissolução Parcial no Direito Brasileiro

A dissolução parcial foi uma invenção engenhosa da jurisprudência para que se conseguisse, relativamente às sociedades limitadas, escapar à inadequada norma do art. 335, n. 5, do Código Comercial.<sup>41</sup> Este instituto poderia ser caracterizado como um remédio jurídico que permitiria ao sócio minoritário discordante ou dissidente postular em juízo o seu desligamento da sociedade com o pagamento de seus haveres; a dissolução parcial não se confunde, no entanto, com o direito de recesso, pois este se encontra efetivamente previsto em lei. No caso da dissolução parcial, o sócio dissidente afasta-se, porque não consegue se conformar com alguma decisão da maioria, porque se desentendeu com os outros sócios ou porque se sente prejudicado com a política empresarial que vem sendo empregada.<sup>42</sup>

O problema concernente à dissolução parcial que se deseja ressaltar neste trabalho diz respeito à sua indevida generalização pelos tribunais brasileiros justamente em um momento quando a dissolução parcial deveria ser repensada por conta da promulgação do novo Código Civil. Com efeito, o dispositivo do Código Comercial que

---

<sup>41</sup> A dissolução parcial teria surgido na jurisprudência brasileira na década de trinta do século XX. Mais informações sobre a história da dissolução parcial podem ser encontradas em VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, Curso de Direito Comercial, Vol. II, São Paulo: Malheiros Editores, 2ª edição, 2010, p. 254.

<sup>42</sup> PENTEADO, Mauro Rodrigues, Dissolução Parcial da Sociedade Limitada, in RODRIGUES, Frederico Viana (Coord.), Direito de Empresa no Novo Código Civil, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 270.

permitia a dissolução da sociedade pela vontade de um único sócio foi revogado e se tem agora novas regras sobre esta matéria.

### 3.3.2. Generalização Indevida da Dissolução Parcial

A dissolução parcial vem sendo criticada por diferentes autores que entendem ter ocorrido exagero no que diz respeito, pelo menos, à sua aplicação às sociedades anônimas de maneira mais ou menos indiscriminada.<sup>43</sup> Pretende-se defender neste trabalho, todavia, que a dissolução parcial teria de ser repensada não apenas para as sociedades anônimas, mas para os outros tipos societários também, tendo em conta, especialmente, a promulgação do novo Código Civil.

Entretanto, antes de discutir a dissolução parcial em termos gerais, deseja-se abordar o caso específico da dissolução parcial nas sociedades anônimas, porque a nova jurisprudência sobre este tema bem ilustra as dificuldades que a aplicação deste instituto vem gerando.

### 3.3.3. Jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (“STJ”) e Enunciado 390 da IV Jornada de Direito Civil do Conselho da Justiça Federal

Outrora, a jurisprudência não autorizava a dissolução parcial que se fundasse na quebra dos laços de confiança entre os sócios na sociedade anônima ainda que se tratasse de sociedade anônima fechada; o STJ passou, entretanto, a reconhecer recentemente tal hipótese nos Embargos de Divergência no Recurso Especial 111.294/PR e no Recurso Especial 507.490/RJ. Este novo entendimento encontra-se de acordo com o Enunciado 390 da IV Jornada de Direito Civil do Conselho da Justiça Federal abaixo transcrito:

*“Em regra, é livre a retirada de sócio nas sociedades limitadas e anônimas fechadas, por prazo indeterminado, desde que tenham integralizado a respectiva parcela do capital, operando-se a denúncia (arts. 473 e 1.029).”*

---

<sup>43</sup> Ver ZANINI, Carlos Klein, A Dissolução Judicial da Sociedade Anônima, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005, p. 273, VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, Curso de Direito Comercial, Vol. II, São Paulo: Malheiros Editores, 2ª edição, 2010, p. 252 e PENTEADO, Mauro Rodrigues, Dissolução Parcial da Sociedade Limitada, in RODRIGUES, Frederico Viana (Coord.), Direito de Empresa no Novo Código Civil, p. 270

Observa-se, pois, um avanço da noção de que, não só os membros de sociedades podem despedir-se a qualquer tempo, mas podem, no mesmo ato, retirar-se da sociedade com os investimentos que teriam realizado. Esta prática já havia sido consagrada no tocante às sociedades limitadas, mas a sua implementação poderia ser justificada, originalmente, em função da norma insatisfatória do Código Comercial. Agora, assiste-se à relativização inapropriada do capital das sociedades brasileiras com a extensão da interpretação segundo a qual os sócios poderiam desvincular-se a qualquer tempo das sociedades a que pertencem – tornam-se inseguros os investimentos viabilizados pela integração de bens ao capital de sociedades, porque qualquer sócio poderia, agora, declarar-se insatisfeito com o rumo dos negócios sociais e, com relativa facilidade, levar consigo parte dos investimentos que haviam sido realizados. Trata-se de situação grave, porque, na realidade, a própria Lei das Sociedades por Ações traz as hipóteses em que o recesso teria cabimento. A LSA, assim, não é omissa quanto às possibilidades de retirada – não cabe presumir omissão legal quando a hipótese de que determinado interprete possa gostar não se encontra prevista em lei. Desse modo, não cabe a aplicação do art. 1.089, CC.

Não se quer dizer com estes apontamentos que a dissolução parcial não teria qualquer cabimento no ordenamento jurídico brasileiro – existe, realmente, uma hipótese em que ela talvez tenha cabimento. Nos casos em que as sociedades não cumprirem com seu fim social, por exemplo, seria possível discutir, pelo menos a princípio, a dissolução parcial nas sociedades limitadas e anônimas<sup>44</sup>. Haveria, aliás, alguma incongruência em tese aí, porque, se a sociedade é inviável, como poderia o juiz determinar que a sociedade fosse apenas parcialmente dissolvida? Acontece que o princípio da preservação da empresa, cumulado com a necessidade de proteção dos interesses dos minoritários, pode autorizar mesmo a dissolução parcial nestes casos.

#### 3.3.4. Novo Código Civil e Dissolução Parcial

Viu-se que as normas pertinentes à dissolução das sociedades em geral eram diferentes no passado, antes da edição do novo Código Civil. Antigamente, vigia a seguinte norma, decorrente do regime do Código Comercial:

---

<sup>44</sup> O Prof. Zanini costumava chamar o fundamento desta forma de dissolução judicial de “arma suprema dos minoritários”.

“Seção VII

*Da Dissolução da Sociedade*

*Art. 335 - As sociedades reputam-se dissolvidas:*

*1 - Expirando o prazo ajustado da sua duração.*

*2 - Por quebra da sociedade, ou de qualquer dos sócios.*

*3 - Por mútuo consenso de todos os sócios.*

*4 - Pela morte de um dos sócios, salvo convenção em contrário a respeito dos que sobreviverem.*

*5 - Por vontade de um dos sócios, sendo a sociedade celebrada por tempo indeterminado.*

*Em todos os casos deve continuar a sociedade, somente para se ultimarem as negociações pendentes, procedendo-se à liquidação das ultimadas.”*

Atualmente, entretanto, as normas concernentes à dissolução das sociedades em geral encontram-se em sintonia com as normas das sociedades anônimas sobre dissolução. Embora estes dois conjuntos não sejam absolutamente idênticos, eles são muito parecidos. Desse modo, caberia repensar o atual estado da jurisprudência face às novas normas do Código Civil, tendo em conta, é claro, a importância da segurança jurídica para a atividade empresarial.

### 3.3.5. Dissolução Parcial e Proteção aos Sócios Minoritários

No diapasão do que vem sendo discutido, cumpre salientar a importância dos problemas relacionados à dissolução parcial frente aos sócios minoritários. Isto é importante, porque, a princípio, a possibilidade da dissolução parcial por quebra de laços de confiança parece existir a favor dos sócios minoritários – haveria um direito próprio a esta classe, a esta categoria, que a permitiria dissociar-se da maioria caso seus interesses restassem prejudicados.



Acontece, entretanto, que esta não é a melhor maneira de encarar este problema, uma vez que a tutela dos acionistas e dos quotistas minoritários serve, na realidade, a dois propósitos diferentes.

Por um lado, a defesa dos interesses dos minoritários deve existir, porque, em muitos casos, existe informação assimétrica – a informação a que tem acesso os minoritários não é tão perfeita quanto aquela informação a que tem acesso os administradores da empresa. É especificamente por este motivo que se garante aos minoritários, por exemplo, o direito de fiscalizar a atividade da gestão da sociedade na forma da lei (ver o item 3.1., *infra*).

Por outro lado, a proteção dos sócios minoritários tem relação com um modelo superior de governança corporativa em que os investidores são incentivados a aportar capitais em função das garantias de transparência que lhes são asseguradas. Assim, o auxílio aos sócios minoritários não se destina apenas à proteção direta dos interesses de determinados indivíduos – quer-se garantir a própria eficiência da gestão societária com a consequente elevação dos dividendos a serem distribuídos. Desse modo, o amparo dos minoritários acaba por resultar em um ganho maior para todos – o resguardo da minoria resulta em benefícios para todas as partes ainda que de maneira apenas indireta e ainda que algumas destas partes sequer pertençam à sociedade.

Tendo em conta estes dois polos, poder-se-ia cogitar de um conflito entre estas duas possibilidades; ocorre, todavia, que um conflito entre estes dois propósitos de proteção não seria efetivamente possível – o que poderia acontecer seria um conflito meramente aparente.

Toma-se o seguinte exemplo de outro tipo de direito protetivo, o direito trabalhista, para se comprovar esta tese: os trabalhadores, no Brasil, são efetivamente beneficiados pela política que divide seu salário em treze parcelas, isto é, pelos dispositivos legais segundo os quais os trabalhadores devem receber treze salários? Evidentemente, não. Acontece que simplesmente dizer que uma política ou que um direito é favorável a determinado grupo não torna esta política ou este direito vantajoso para este grupo. Isto costuma ser particularmente verdadeiro nos âmbitos dos direitos tutelares no Brasil, no direito do consumidor e no direito trabalhista. Formula-se política que se diz beneficiar os consumidores ou os trabalhadores e não se verifica se este é

realmente o caso. Ademais, não se preocupa, outrossim, com as consequências destas políticas, com os efeitos colaterais destas políticas. Acrescentando-se, então, a usual insegurança que existe na ordem jurídica brasileira e as enormes dificuldades em operacionalizar direitos no Brasil em razão, por exemplo, do acentuado vagar com que são prestados os serviços públicos, tem-se quadro bastante crítico em que os interesses tuteláveis ficam desprotegidos.

O mesmo tipo de situação ocorre com o direito societário, nesta parte que diria respeito à defesa dos interesses dos sócios minoritários. Não cabe falar em abrigo aos titulares da menor parte do capital quando as normas não os protegem efetivamente.

Com efeito, é exatamente isto que ocorre com a hipótese de dissolução parcial por quebra de *affectio societatis*<sup>45</sup>. A princípio, é evidente que esta forma de dissolução existe em benefício dos pequenos investidores, mas aí não se atenta para as consequências que a dissolução parcial por quebra de confiança produz, uma das quais é completamente contrária aos interesses das pessoas que desejam investir em menor escala em sociedades brasileiras. De fato, a dissolução parcial por qualquer divergência dificulta o aporte de capitais, porque se torna mais caro aos demais sócios apostar na presença de novo capitalista – nunca se saberá ao certo se o novo investidor irá declarar-se insatisfeito, levando consigo os seus investimentos, ou se ele manterá a integralização, pois será fácil desvincular-se da sociedade dessa forma.

Defende-se, assim, nesta monografia, que cada sócio possa sempre retirar-se de qualquer sociedade no Brasil; não deve ser possível às pessoas, contudo, sempre resgatar seus investimentos realizados. Ademais, uma dissociação imotivada deveria, inclusive, ensejar a possibilidade de indenização da sociedade pelo sócio dissidente, dependendo do que houvesse sido acordado entre os sócios anteriormente. Assim, ficaria melhor protegido o interesse social e mais resguardados os investimentos sérios.

---

<sup>45</sup> Aceita-se inteiramente neste trabalho a crítica feita por Erasmo Valladão e Marcelo Vieira von Adamek segundo a qual se utiliza o conceito de *affectio societatis* inadequadamente no direito brasileiro. Contudo, não se adentra nesta discussão – utiliza-se o conceito de maneira solta, como o fazem jurisprudência e doutrina em geral. Para esclarecimentos quanto a este ponto, ver FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von, “*Affectio Societatis*”: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de “fim social” in *Temas de Direito Societário Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo: Malheiros Editores, 2009, pp. 27-68.

Tal interpretação encontra-se, na verdade, em consonância com a atual legislação societária brasileira.

Deseja-se retornar, todavia, ao ponto inicial deste tópico. Perguntou-se se poderia realmente haver conflito entre as normas de favorecimento da governança corporativa e as normas de favorecimento da minoria. A resposta é negativa, porque, na prática, não pode haver choque entre estes dois polos. Se uma norma efetivamente fomenta melhores práticas de governança corporativa, ela é necessariamente vantajosa para os sócios minoritários. Por outro lado, se uma norma que procura favorecer os sócios minoritários causa mais prejuízos a eles que vantagens propriamente ditas, não se pode dizer que esta norma esteja verdadeiramente ajudando a minoria; toda norma que reforce, entretanto, o funcionamento eficiente do jogo de agência entre os sócios e a gestão é especificamente benéfica à minoria e, de maneira indireta, à governança corporativa. Tal é o caso, porque, em última análise, os tipos societários devem servir aos interesses dos sócios.<sup>46</sup>

### 3.4. TAG ALONG EM ALIENAÇÕES DE PODER DE CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA

#### 3.4.1. Diferentes Interpretações sobre a Necessidade de Realização de Oferta Pública de Aquisição de ações em Aliações de Poder de Controle

Trata-se de questão pertinente a estudos sobre governança corporativa. Há, a princípio, duas correntes quanto a este tema – há quem defenda que o ágio decorrente da alienação do poder de controle não deva ser obrigatoriamente dividido com os acionistas minoritários<sup>47</sup> e há quem defenda a obrigatoriedade desta divisão (*sharing and exit rule*)<sup>48</sup>.

<sup>46</sup> WITTMAN, Donald, *Economic Foundations of Law and Organization*, New York: Cambridge University Press, 2006, p. 304.

<sup>47</sup> GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N., *Controlling Controlling Shareholders*, 2003, p. 13, disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=417181>>.

<sup>48</sup> ANDREWS, William D., *The Stockholder's Right to Equal opportunity in the Sale of Shares*, Massachusetts: The Harvard Law Review Association, v. 78, n. 3, january, 1965, pp. 505-563.

Consoante a primeira corrente, deve ser dado ao controlador o direito de explorar os benefícios particulares derivados desta posição, uma vez que haveria custos específicos próprios da administração da companhia nos qual incorreriam os controladores ao gerir a empresa. Assim, o “prêmio” associável ao poder de controle seria uma forma de remuneração legítima dos riscos que a administração deve enfrentar ao gerir a sociedade. Neste sentido, as normas disciplinadoras do exercício do poder de controle e dos deveres fiduciários da administração já seriam suficientes para proteger aos acionistas minoritários; não haveria, pois, necessidade de forçar a ocorrência de uma OPA em caso de alienação de poder de controle de sociedade aberta.

Alternativamente, existem autores que defendem que a obrigatoriedade de OPA em função de ineficiências típicas do controle concentrado, porque, quando existe um controlador claramente identificável, haveria a tendência de apropriação dos recursos da sociedade pelo controlador. Diz-se, então, que o ágio seria exagerado, não condizente com os custos com que deve arcar o controlador para gerir a sociedade. Aliás, o valor elevado do prêmio seria uma das consequências do frágil sistema de proteção dos acionistas minoritários. Dessa forma, o ágio deveria ser compartilhado com os minoritários para que o controlador não possa locupletar-se indevidamente. Nesse sentido, é possível que haja minoritários que apenas decidiram investir na companhia por conta do atual controlador – existiria relação *intuitu personae* entre estes minoritários e o atual controlador, uma confiança na gestão da companhia pelo atual controlador. Assim, como não seria possível impor aos minoritários um novo controlador, seria ao menos razoável fornecer um mecanismo de saída para os minoritários insatisfeitos.<sup>49</sup>

No presente trabalho, adota-se a segunda corrente. Entende-se que as melhores práticas de governança corporativa exigem o compartilhamento do ágio, porque as sociedades seguem, necessariamente, um modelo de jogo de agência, isto é, adotam um sistema em que a vontade da maioria é representada por administradores eleitos que devem respeitar os direitos da minoria. Isto significa que o controlador será frequentemente tentado a se apropriar indevidamente dos investimentos realizados.<sup>50</sup>

---

<sup>49</sup> A descrição destas escolas desta forma é feita em EIZIRIK, Nelson, *A Lei das S/A Comentada*, Vol. III, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, p. 414.

<sup>50</sup> COOTER, Robert; ULEN, Thomas, *Law and Economics*, Pearson Addison Wesley, 4ª edição, 2004, p. 198.

### 3.4.2. Formas de Exercício de Poder de Controle e Obrigatoriedade de OPA em Alienações de Poder de Controle

No que diz respeito à forma de exercício do poder de controle, é importante salientar que podem ocorrer duas situações diversas no que toca ao problema da alienação do poder de controle de companhias abertas. Por um lado, é possível que haja uma forma de controle gerencial da companhia, hipótese em que os profissionais do conselho de administração terão preponderância sobre as decisões centrais da vida da empresa.<sup>51</sup> Neste caso, faz sentido que um potencial adquirente possa fazer uma oferta a todos os acionistas da companhia, oferta esta que poderá ser hostil ou não<sup>52</sup> – ficam reduzidos os custos das negociações desta forma. Se o potencial adquirente desejar, ele também pode comprar várias ações em “escalada”.<sup>53</sup>

A situação é completamente diversa quando existe um acionista controlador claramente identificável, porque, nesta hipótese, a negociação é mais privada. Com efeito, se não houvesse a necessidade de Oferta Pública de Aquisição de ações para os demais acionistas, o negócio poderia ser consumado independentemente da vontade dos minoritários, pois todos os termos da transferência do poder de controle poderiam, simplesmente, ser ajustados entre alienante e adquirente; nesses casos, portanto, a disciplina jurídica deve ater-se a possíveis conflitos entre majoritários e minoritários. É nestas hipóteses, aliás, em que cabe falar de *tag along* em prol dos minoritários.

Cumprido salientar, ademais, que a OPA do art. 254-A, LSA, é diferente da OPA do art. 257, LSA, e seguintes. No caso do art. 254-A, tem-se OPA obrigatória, que deve ocorrer em razão da transferência do poder de controle sob pena de ineficácia da

---

<sup>51</sup> BERLE, Adolpho; MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan Company, 1932, pp. 87-88.

<sup>52</sup> Nelson Eizirik define a oferta hostil como aquela que é feita sem o consentimento da administração da companhia em EIZIRIK, Nelson, *A Lei das S/A Comentada*, Vol. III, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, p. 413.

<sup>53</sup> A expressão é de Modesto carvalho em: CARVALHOSA, Modesto, *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade in Direito Societário: Desafios Atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 22.

operação. A OPA do art. 257, LSA, e seguintes, por outro lado, toca à operação voluntária de apelo ao público para que suas ações sejam vendidas. Diferentemente da primeira hipótese, este segundo caso não é requisito para eficácia de ato – trata-se de OPA facultativa; o potencial adquirente pode, pois, proceder de forma diversa.<sup>54</sup>

### 3.4.3. Conclusões acerca do Direito de *Tag Along* em Transferências de Poder de Controle

O tema do *tag along* nas alienações de controle de companhias abertas tem relação com o tema do interesse social e, por conseguinte, com a questão relativa à disputa entre contratualismo e institucionalismo. O problema do contratualismo *versus* institucionalismo será, todavia, enfrentado a seguir quando da análise do problema das sociedades leoninas. Por ora, conclui-se que a exigência de OPA nesses casos é uma saudável medida do sistema jurídico. Contudo, o ideal seria que o Brasil retomasse, na verdade, o antigo regramento sobre a alienação do poder de controle, aquelas normas anteriores do revogado art. 254, LSA, pois, então, o nível de proteção dos acionistas minoritários seria maior – antigamente, os minoritários tinham direito a um “prêmio” de 100% do valor das ações do controlador e não se fazia a distinção entre preferencialistas e ordinaristas.

## 3.5. VEDAÇÃO ÀS SOCIEDADES LEONINAS

### 3.5.1. Introdução às Sociedades Leoninas

Deseja-se abordar o tema das sociedades leoninas, na realidade, porque a função das sociedades tem relação com um tema muito importante para os propósitos deste trabalho, a saber, a discussão entre uma visão contratualista e uma visão institucionalista do direito societário.

Em primeiro lugar, cumpre destacar a ampla liberdade que têm os sócios para fixar a forma como se dará a distribuição de dividendos. A despeito disso, há uma limitação importante. Não é dado aos sócios excluir qualquer deles da participação nos

---

<sup>54</sup> EIZIRIK, Nelson, A Lei das S/A Comentada, Vol. III, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, pp. 412 e 422.

lucros ou nas perdas sociais. Esta norma já existia no antigo Código Comercial (art. 288) e aparece novamente, no atual Código Civil, no art. 1.007, desta vez com uma redação um pouco diferente embora o seu sentido seja o mesmo. Nos termos, aliás, do art. 981, CC, seria imprescindível que os sócios ajustassem previamente a maneira como se dará a distribuição dos resultados. Segundo Arnoldo Wald, a repartição dos resultados, dos lucros ou das perdas, seria elemento essencial do contrato de sociedade.<sup>55</sup> A Lei das Sociedades por Ações trata, ademais, do direito de participar dos lucros e das perdas sociais como um direito essencial dos acionistas (art. 109, I, LSA).

Em todo caso, a razão de ser desta norma atrai um debate muito importante para a presente monografia que é o tema do interesse social. Assim, discorrer-se-á, a seguir, a propósito do debate sobre contratualismo *versus* institucionalismo. O tema das sociedades leoninas propriamente dito será retomado ao cabo deste capítulo.

### 3.5.2. Interesse Social: Contratualismo *versus* Institucionalismo

O tema do interesse social é de suma importância para a presente monografia, uma vez que a proteção dos sócios minoritários gira em torno, fundamentalmente, da noção de interesse social. Com isto se quer dizer que, para que a relação de agência faça sentido e cumpra a sua finalidade essencial, é necessário que o controlador e que a administração ajam no interesse dos sócios;<sup>56</sup> cumpre esclarecer, todavia, o significado elusivo da expressão jurídica “interesse social”, uma vez que existem, essencialmente, duas concepções distintas acerca do sentido desta palavra.

A primeira concepção denomina-se contratualismo. Esta visão do direito societário presume, em geral, que não haja diferença entre o interesse social e o interesse da coletividade dos sócios. Igualmente, também não seria possível afirmar que haveria especificamente uma superioridade hierárquica entre o interesse da sociedade e o interesse dos sócios. Com efeito, o interesse social seria depurado de elementos externos – ele consistiria apenas no interesse dos sócios atuais e não no interesse de pessoas que poderiam, futuramente, vir a ingressar na sociedade. Calixto Salomão Filho

---

<sup>55</sup> GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., *Principles and Methods of Law and Economics*, New York: Cambridge University Press, 2005, p. 332.

<sup>56</sup> WITTMAN, Donald, *Economic Foundations of Law and Organization*, New York: Cambridge University Press, 2006, p. 304

indica, todavia, a existência de outras formas de contratualismo. Segundo este respeitado autor, haveria uma escola no contratualismo que defenderia uma perspectiva de longo prazo – o interesse de sócios potenciais também mereceria a tutela da lei. Além disso, esta outra escola também almejaria, por via de consequência, à preservação das sociedades, razão pela qual não haveria considerável diferença entre esta segunda vertente do contratualismo e o institucionalismo. Demais disso, cita-se, ainda, uma terceira corrente contratualista, a corrente consoante a qual o interesse social poderia, em todo caso, ser reduzido simplesmente ao interesse pela maximização dos lucros.<sup>57</sup> Em todo caso, para Jaeger, um dos principais defensores do contratualismo, o interesse social não seria um conceito abstrato, mas algo concreto, definível apenas quando comparado com o interesse do sócio para a aplicação das normas de conflito de interesses – poderia haver um constante modificar do interesse social, de acordo com a vontade dos sócios.<sup>58</sup>

O institucionalismo, por seu turno, atribui significado diverso ao interesse social. Argumenta-se que o interesse social transcenderia ao mero interesse da coletividade dos sócios. Com efeito, o interesse social seria independente ou, pelo menos, não totalmente identificável com o interesse dos sócios – diante do interesse dos sócios, haveria outro, de ordem superior e de natureza autônoma. Esta teoria teria surgido na Alemanha com a obra de Rathenau que imputava às empresas papel social muito significativo. A fim de garantir o cumprimento deste papel social, seria necessário compelir os acionistas ou os quotistas a agirem de acordo com este interesse social. Valoriza-se, desse modo, consideravelmente, o papel da administração na gestão dos negócios sociais – a administração teria de ser uma espécie de órgão neutro apto à defesa do interesse social.<sup>59</sup> Assim, estão de acordo com o escopo do institucionalismo as normas que dispõe sobre a possibilidade de participação dos empregados nas deliberações societárias, as normas sobre função social da empresa e sobre a responsabilidade do controlador para com os demais acionistas da empresa, para com os empregados e para com a comunidade onde a sociedade atua.<sup>60</sup>

---

<sup>57</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, O Novo Direito Societário, São Paulo: Malheiros Editores, 4ª edição, 2011, p. 29.

<sup>58</sup> JAEGER, P. G., L' Interesse Sociale, Milano, 1964, p. 218 *apud* SALOMÃO FILHO, Calixto, O Novo Direito Societário, São Paulo: Malheiros Editores, 4ª edição, 2011, p. 29.

<sup>59</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, O Novo Direito Societário, São Paulo: Malheiros Editores, 4ª edição, 2011, pp. 32 e 33.

<sup>60</sup> CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Vol. II, São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2009, 483.



Poder-se-ia dizer que o Código Civil, de maneira geral, adota uma postura legislativa mais próxima do contratualismo. Com efeito, as sociedades são especificamente definidas como contratos no art. 981;<sup>61</sup> a Lei das Sociedades por Ações, entretanto, traz uma inspiração institucionalista (art. 116, parágrafo primeiro, por exemplo).<sup>62</sup>

Prefere-se, nesta monografia, de maneira geral, a interpretação contratualista à interpretação institucionalista. Entende-se que o estabelecimento de cláusulas gerais a partir de certos conceitos indeterminados pode gerar consequências inadequadas ao meio empresarial, que muito valoriza a segurança jurídica. Assim, o conceito de função social, por exemplo, não chega realmente a trazer vantagens aos indivíduos e às empresas.<sup>63</sup> Trata-se, aliás, de expressão que deve ter por principal impacto a relativização de direitos importantes. Diz-se isto, porque um dos principais problemas do direito brasileiro consiste em seu incremento sem responsabilidade. Dá-se um exemplo disso para melhor esclarecer este ponto: se, v. g., todos os direitos são direitos fundamentais, e no Brasil há efetivamente uma quantidade enorme de direitos fundamentais, isto quer dizer que não há, por definição, direitos fundamentais. O mesmo ocorre, de certa forma, com a proliferação de conceitos jurídicos indeterminados. A existência do princípio da boa-fé, do interesse social e do fim social não são consideravelmente prejudiciais ao direito brasileiro; o acréscimo exagerado, entretanto, de outros conceitos e deveres genéricos e vagos acaba por relativizar as normas claras e precisas – tudo passa a ser vago e impreciso. Compartilha-se, assim, nesta monografia, do medo que sentem os contratualistas mais modernos de que o conceito de interesse social possa acabar sendo definido de qualquer forma conforme o

---

<sup>61</sup> No passado, também havia referências às sociedades como contratos no Código Comercial (arts. 300 e 302). Waldirio Bulgarelli formulava, por exemplo, conceito de sociedade fortemente contratualista em BULGARELLI, Waldirio, *Sociedades Comerciais, empresa e estabelecimento*, São Paulo: Atlas, 1985, p. 92.

<sup>62</sup> CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, Vol. II, São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2009, p. 330.

<sup>63</sup> Para maiores informações acerca da função social das empresas, ver SALOMÃO FILHO, Calixto, *Função Social do Contrato: Primeiras Anotações in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 132, São Paulo: Malheiros Editores, 2003.

humor dos julgadores<sup>64</sup> – aceita-se que o interesse social equivaleria, em abstrato, ao interesse pela maximização dos lucros da sociedade.<sup>65</sup>

Em todo caso, estas duas correntes concernentes ao interesse social são muito importantes, porque o interesse social é algo que se relaciona profundamente com o fim das sociedades e porque o interesse social é algo em torno do qual podem ocorrer conflitos. Passa-se, portanto, a seguir, ao exame do conceito de fim social e, no momento imediatamente posterior, a um estudo rápido acerca da resolução de conflitos de interesse.

### 3.5.3. Fim Social

Fim social é um conceito indeterminado que tem uma relação muito próxima com o conceito de interesse social. Tal é o caso, porquanto a Lei das Sociedades por Ações, por exemplo, relaciona a ideia de fim à ideia de interesse frequentemente (v. g., art. 117, §1º, LSA, - o rol exemplificativo de condutas que correspondem a abuso de poder de controle). Segundo o professor Carlos Klein Zanini, fim social seria uma expressão jurídica que poderia ser relacionada aos termos objeto social e fim social. Em última análise, a indeterminação da expressão fim social deveria ser preenchida ou pela teoria institucionalista ou pela teoria contratualista, com o exame do caso concreto para averiguar-se se as finalidades sociais estão sendo cumpridas.<sup>66</sup>

Conforme mencionado anteriormente, este trabalho adota a tese contratualista. Assim, preconiza-se que o fim social teria relação, fundamentalmente, com a busca pela maximização dos lucros sociais e, por conseguinte, com a tutela dos sócios minoritários – não seria dado aos controladores explorar os recursos sociais em detrimento dos minoritários.

---

<sup>64</sup> O próprio Ascarelli negava a existência de um interesse social superior ao interesse dos sócios em ASCARELLI, Tullio, *Studi in Tema di Società*, Giuffrè, 1952, p. 163, *apud* CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Vol. II, São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2009, p. 455.

<sup>65</sup> Para uma melhor descrição do contratualismo moderno, ver SALOMÃO FILHO, Calixto, O Novo Direito Societário, São Paulo: Malheiros Editores, 4ª edição, 2011, pp. 31 e 32.

<sup>66</sup> ZANINI, Carlos Klein, A Dissolução Judicial da Sociedade Anônima, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005, pp. 100 e 108.

### 3.5.4. Conflitos de Interesse

No que tange às teorias sobre o conflito de interesses, defende-se a noção majoritária na doutrina<sup>67</sup> de que, para que efetivamente exista conflito de interesses, deve haver um conflito colidente, estridente, inconciliável, concreto, específico e real. Diz-se isto, porque se deve presumir que os sócios estão agindo de boa-fé. Nesta esteira, o conflito deverá ser apurado caso a caso e somente será verificado *a posteriori* – o voto manifestado em conflito com o interesse da sociedade será meramente anulável. Em apertada síntese, o voto contrário ao interesse social ocorre quando, para se atender a interesse próprio, sacrifica-se o interesse da sociedade; nesses casos, todavia, deverá existir um nexo de causalidade entre o interesse extra-social e a violação ao interesse social – não se exige a prova das intenções do sujeito, mas deverá haver prova pertinente ao dano emergente ou ao dano que poderá ocorrer.<sup>68</sup>

### 3.5.5. Retorno à Discussão das Sociedades Leoninas e Conclusões acerca deste Aspecto

Tendo discutido amplamente sobre a finalidade das sociedades e sobre diferentes interpretações acerca do interesse social, cumpre, agora, retomar o tema das sociedades leoninas a fim de relacioná-lo aos problemas investigados.

Com efeito, a razão de ser da vedação de sociedade leonina enquadra-se nas justificativas apresentadas anteriormente. A sociedade leonina é proibida pela ordem jurídica, porque consiste em violação do interesse social – ninguém contribuiria para a formação de sociedade que não lhe permitisse participar nos lucros; igualmente, ficariam prejudicados os credores caso alguns aportes não pudessem ser tocados pelas dívidas sociais. Em função destas razões, o ordenamento jurídico bloqueia a existência das sociedades leoninas. Percebe-se aqui, ademais, o que já fora destacado quando se tratou do tema da arbitragem no direito societário: a proteção do interesse social

<sup>67</sup> No Brasil, a grande exceção é Modesto Carvalhosa, que defende uma interpretação formal dos conflitos de interesse: CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Vol. II, São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2009, p. 455.

<sup>68</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, Conflitos de Interesse: Formal ou Substancial? Nova Decisão da CVM sobre a Questão *in* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 128, São Paulo: Malheiros Editores, 2002, p. 259. Cita-se esta página a fim de que o leitor possa encontrar a essência dos argumentos favoráveis a interpretação pelo conflito substancial; este artigo é, contudo, muito rico em detalhes. A rigor, todo o resumo do professor Erasmo Valladão ao cabo da obra é muito importante para estes argumentos. Recomenda-se, assim, a leitura completa deste artigo.

representa, necessariamente, uma proteção indireta dos interesses dos sócios minoritários, especialmente quando se tem em mente que os sócios minoritários muitas vezes figuram, simplesmente, como investidores essencialmente desinteressados no dia-a-dia da gestão social.<sup>69</sup>

### 3.6.DIREITO DE RECESSO

Direito de recesso é o direito dos sócios de, nos casos previstos na legislação, deixar a sociedade mediante a formação, por ato unilateral, de negócio jurídico de reembolso, pelo qual alienam suas quotas ou ações à sociedade e dela recebem o valor de reembolso.<sup>70</sup> Trata-se de direito essencial que surgiu como contrapeso à competência, reconhecida à assembleia, de alterar a base do contrato de sociedade. De fato, o direito de retirada compensa a necessidade das sociedades se adaptarem à modificação do ambiente empresarial – faculta-se ao quotista ou acionista deixar de ser sócio de sociedade essencialmente diferente daquela que existia quando se tornou proprietário das quotas ou das ações, porque os sócios levariam em conta as principais características da sociedade ao ingressarem nela.<sup>71</sup> Haveria uma oposição entre o eventual interesse do sócio em manter as bases da sociedade da qual faz parte e o interesse da maioria.<sup>72</sup> Assim, o direito de recesso é um instituto de ordem pública que se destina à proteção da minoria e que, ao mesmo tempo, assegura a continuidade da empresa explorada pela sociedade anônima.<sup>73</sup>

Um dos maiores problemas concernentes ao direito de recesso diz respeito à possibilidade de grave descapitalização da sociedade. Com efeito, o direito de recesso existe, inclusive, quanto às grandes companhias abertas de capital disperso. Isto significa que, mesmo em um cenário em que haja considerável liquidez, terá o retirante

<sup>69</sup> CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Vol. II, São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2009, pp. 482 e 483.

<sup>70</sup> PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões, Direito de Retirada *in* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.), Direito das Companhias, Vol. I, Rio de Janeiro: Editora Forense, 1ª edição, 2009, p. 326.

<sup>71</sup> *Idem*, p. 327.

<sup>72</sup> A propósito do objeto social, André Tunc chegou a dizer que seria inaceitável que um acionista de sociedade mineradora viesse a se tornar, do dia para a noite, acionista de uma *boutique* de peixes frios em TUNC, André, *Le Droit Anglais des Sociétés Anonymes*, Paris: Dalloz, 1971, p. 35.

<sup>73</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda, Sociedades por Ações, Vol. II, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2ª edição, 1953, p. 43.

direito de recesso; trata-se de situação indesejável que termina por dificultar o funcionamento adequado do mercado de capitais no Brasil.

Cumprido ressaltar, contudo, que o direito de recesso não pode ser restringido ou ampliado, quer pelo estatuto, quer pela assembleia geral. Essa característica decorre da própria lógica inerente ao direito de retirada: o reembolso das quotas ou das ações pode resultar em diminuição do capital social, podendo ocorrer, portanto, prejuízos aos credores da sociedade.<sup>74</sup>

---

<sup>74</sup> PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões, *Direito de Retirada* in LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.), *Direito das Companhias*, Vol. I, Rio de Janeiro: Editora Forense, 1ª edição, 2009, p. 330.

## CONCLUSÃO

Cumpra agora, tendo terminado exame de várias questões diferentes acerca dos direitos dos sócios minoritários no Brasil, destacar o que se conclui deste estudo.

Em primeiro lugar, salienta-se, mais uma vez, a posição adotada quanto à disputa entre contratualismo e institucionalismo. Defende-se, nesta monografia, que a interpretação mais correta quanto ao interesse social seja aquela adotada pelo “contratualismo moderno” a que se refere Calixto Salomão Filho. Procede-se desta forma, porque o institucionalismo termina por atribuir sentido romântico ao direito societário, invocando justificativas estatísticas para o interesse social que não se coadunam com as melhores práticas de governança corporativa. Neste sentido, chama-se novamente a atenção para o fato de que a Lei das Sociedades por Ações utiliza, fundamentalmente, um conceito institucionalista de interesse social ao prescrever, por exemplo, a obediência do sócio controlador à função social da empresa no parágrafo único do art. 116.

Conclui-se, quanto a isto, que o contratualismo seja a melhor teoria relativamente à questão do interesse social, porque ele se ajustaria melhor ao esquema de agência que existe no direito societário – os sócios são os principais e a administração é o agente que deve atuar no interesse dos sócios. Esta é uma interpretação que poderia ser associada a uma análise econômica do direito em que a eficiência econômica funciona como um guia em caso de dúvida quanto às normas.

Não se defende, todavia, que haveria, no direito societário, alguma espécie de princípio de proteção do sócio minoritário em que, em caso de dúvida quanto à norma aplicável, deveria ser aplicada a norma que mais beneficiaria os minoritários, porque, (i) conforme apontado pelo professor Humberto Ávila, cada doutrinador procura chamar sua própria interpretação de princípio de modo a tornar sua posição mais robusta embora isto apenas termine por relativizar e enfraquecer a interpretação preconizada – todas as interpretações das normas jurídicas passariam a ser princípios – e porque (ii) esta compreensão ignoraria a relação de agência que existe no direito societário, defendendo que haveria *a priori* uma relação de conflito entre os sócios com menor

participação no capital e os sócios com maior participação embora este conflito não se verifique sempre na realidade.

Na verdade, a proteção à minoria quotista ou acionária é importante para se reforçar as melhores práticas da governança corporativa. Ela decorre, fundamentalmente, da noção de interesse social e de fim social e se justifica pela assimetria de informação que pode existir entre minoria societária e administração. Com efeito, os direitos que os minoritários podem exercer não derivam exatamente de sua condição de minoritários – eles decorrem da noção de que o poder de controle deve ser exercido no interesse da sociedade.

Desta conclusão, resultam algumas consequências importantes. Em primeiro lugar, a concepção de conflito de interesses deve assumir, de acordo com o que já foi mencionado, uma concepção de conflito substancial – não seria adequado imaginar que o direito societário poderia afigurar-se à ramo jurídico formalista. Consistindo o interesse social no interesse pela maximização dos lucros da companhia, ficam sócios e administradores vinculados a este fim.

Em segundo lugar, o fim social deve ser informado pelo conceito de objeto social e pelo conceito de interesse social. Assim, embora o conceito de fim social mantenha a sua natureza de termo indeterminado, tem-se um horizonte definido no momento da aplicação das normas concernentes ao fim social (dissolução da sociedade, disciplina relativa aos deveres da administração e etc). Isto significa que se pode verificar a solução para problemas pertinentes ao fim social caso a caso, levando em conta aspectos substanciais da conduta alegadamente ilícita.

Cumprе ressaltar, demais disso, que existem tipos diferentes de minoritários. Podem ser citados os rendeiros, os especuladores, os minoritários de sociedades familiares e etc. Carl Fuerstenberg, banqueiro alemão muito bem sucedido, por exemplo, já chegou a dizer que “*acionistas são burros e impertinentes: burros porque compram ações e impertinentes porque exigem lucro em troca*”<sup>75</sup>. Mesmo assim, as conclusões alcançadas na presente monografia referem-se efetivamente aos minoritários em geral, porque, a despeito das diferenças entre estes tipos diversos de sócios

---

<sup>75</sup> “Aktionaere sind dumm und frech. Dumm, weil sie Aktien kaufen, und frech, weil sie dann auch noch Dividende haben wollen” in KROSIGK, Lutz Graf Schwerin von, *Die grosse Zeit des Feuers*, 1957, pp. 646-47.

minoritários, o respeito ao interesse social deve estar presente em todas as espécies societárias. Outrossim, não se poderia dizer que o interesse social é mais forte em uma sociedade ou em outra – trata-se de instituto que deve ser seguido em qualquer tipo societário.

Tendo em conta todas estas considerações, seria recomendável que houvesse uma reforma no direito societário para que os interesses dos sócios minoritários ficassem mais resguardados. Seria recomendável (i) que se abolissem as ações preferenciais de modo que todos os acionistas fossem titulares apenas de ações ordinárias nas sociedades anônimas, (ii) que se restaurasse completamente o direito de *tag along* em alienações de poder de controle de companhias abertas a fim de garantir a repartição do ágio do controle de maneira equânime entre os sócios (com a regulação da matéria pela CVM), (iii) que se facilitasse a operacionalização de direitos no Brasil com um Poder Judiciário mais célere e com maior segurança jurídica e (iv) que se valorizassem mais as normas de auto-regulação da BM&FBovespa.

Tais reformas teriam por efeito, essencialmente, fortalecer a governança corporativa no Brasil. Infelizmente, entretanto, o que se vislumbra no presente momento é a possibilidade de uma reforma que provavelmente trará bastante insegurança jurídica ao meio empresarial – refere-se à possibilidade de promulgação do novo Código Comercial.

A proposta do novo Código Comercial vem sendo bastante criticada pela doutrina mais abalizada. Os professores Carlos Klein Zanini, Judith Martins-Costa, Erasmo Valladão e Véra Maria Jacob de Fradera, por exemplo, posicionaram-se de maneira contrária ao conteúdo do projeto do novo Código Comercial. Assiste razão a estes eminentes juristas. O novo Código Comercial restauraria dicotomia desnecessária dentro do direito privado e criaria confusão legislativa bastante inadequada para os particulares, o que de modo algum contribuiria para a defesa dos interesses dos sócios minoritários.

É desse modo que as reformas efetivamente necessárias não são levadas a cabo. Haveria muita coisa boa que poderia ser feita no plano legislativo para melhorar a qualidade de vida no Brasil. Reformas importantes no direito societário enquadram-se



indubitavelmente na lista das reformas no âmbito do direito privado que poderiam melhorar consideravelmente a qualidade da ordem jurídica.

**BIBLIOGRAFIA**

ANDREWS, William D., The Stockholder's Right to Equal opportunity in the Sale of Shares, Massachusetts: The Harvard Law Review Association, v. 78, n. 3, january, 1965.

BAINBRIDGE, Stephen, *Corporation Law and Economics*, New York: Foundation Press, 2002.

BARBI FILHO, Celso, Acordo de Acionistas: Panorama Atual do Instituto no Direito Brasileiro e Propostas para a Reforma de sua Disciplina Legal *in* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 121, São Paulo: Malheiros Editores, 2001.

BARBOSA, Marcelo, Direito de Fiscalizar a Gestão dos Negócios Sociais *in* LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.), *Direito das Companhias*, Vol. I, Rio de Janeiro: Editora Forense, 1ª edição, 2009.

BETTARELLO, Flávio Campestrin, *Governança Corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*, São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BERLE, Adolpho; MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan Company, 1932.

BORBA, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, Rio de Janeiro: Renovar, 13ª edição, 2012.

BULGARELLI, Waldirio, *Sociedades Comerciais, empresa e estabelecimento*, São Paulo: Atlas, 1985.

\_\_\_\_\_, Validade de Disposições de Acordo de Acionistas de Votarem em Bloco, assegurando a Política Gerencial Única e Necessária *in* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 123, São Paulo: Malheiros Editores, 2001.

CARVALHOSA, Modesto, *Acordo de Acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*, São Paulo: Editora Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_, As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira – alguns aspectos de sua legalidade *in* Direito Societário: Desafios Atuais, São Paulo: Quartier Latin, 2009.

\_\_\_\_\_, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Vol. 4º, Tomo II, São Paulo: Editora Saraiva, 4ª edição, 2011.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, O Poder de Controle na Sociedade Anônima, Rio de Janeiro: Editora Forense, 4ª edição, 2005.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas, *Law and Economics*, Pearson Addison Wesley, 4ª edição, 2004.

DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín Garrigues y, Problemas Atuais das Sociedades Anônimas, tradução, prefácio e notas do Prof. Norberto da Costa Caruso MacDonald, Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1982.

EIZIRIK, Nelson, A Lei das S/A Comentada, Volume I, São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2011.

\_\_\_\_\_, A Lei das S/A Comentada, Vol. III, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_, Arbitrabilidade Objetiva nas Sociedades Anônimas e instituições Financeiras *in* CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson, Estudos de Direito Empresarial, São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

FRAGA, Patrícia Fernandes, Análise de Direito e Economia da Arbitragem nos Contratos por Adesão, dissertação de mestrado defendida na Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von, “*Affectio Societatis*”: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de

“fim social” in *Temas de Direito Societário Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflitos de Interesse: Formal ou Substancial? Nova Decisão da CVM sobre a Questão* in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 128, São Paulo: Malheiros Editores, 2002.

\_\_\_\_\_, *Invalidez das Deliberações Conexas das Companhias* in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., *Principles and Methods of Law and Economics*, New York: Cambridge University Press, 2005.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N., *Controlling Controlling Shareholders*, 2003, p. 13, disponível em: < <http://papers.ssrn.com/abstract=417181>>.

KLEIN, William A.; COFFEE JR., John C., *Business Organization and Finance: legal and economic principles*, Westbury, New York: Foundation Press, 1993.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A Lei das S.A.*, Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Dissolução Parcial da Sociedade Limitada*, in RODRIGUES, Frederico Viana (Coord.), *Direito de Empresa no Novo Código Civil*, Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PRADO, Viviane Muller; SALAMA, Bruno M., *Proteção ao acionista minoritário no Brasil: Breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas* in *Latin American and Caribbean Law and Economics Association*, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *Função Social do Contrato: Primeiras Anotações* in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, 132, São Paulo: Malheiros Editores, 2003.

\_\_\_\_\_, O Novo Direito Societário, São Paulo: Malheiros Editores, 4ª edição, 2011.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes, Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle *in* Direito Societário: Desafios Atuais, São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SILVEIRA, Marco Antonio Karam, A Sucessão *Causa Mortis* na Sociedade Limitada: tutela da empresa, dos sócios e de terceiros, Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, Modificações Introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da administração das companhias *in* LOBO, Jorge (coord.), Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2ª edição, 2002.

\_\_\_\_\_, As Sociedades Limitadas Podem ter Conselho de Administração? *in* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura, Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010.

\_\_\_\_\_, Poison Pill: Modismo ou Solução *in* Direito Societário: Desafios Atuais, São Paulo: Quartier Latin, 2009.

TUNC, André, *Le Droit Anglais des Sociétés Anonymes*, Paris: Dalloz, 1971.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, Curso de Direito Comercial, Vol. II, São Paulo: Malheiros Editores, 2ª edição, 2010.

VALVERDE, Trajano de Miranda, Sociedades por Ações, Vol. II, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2ª edição, 1953.

WITTMAN, Donald, *Economic Foundations of Law and Organization*, New York: Cambridge University Press, 2006.

ZANINI, Carlos Klein, A Dissolução Judicial da Sociedade Anônima, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005.