

## Cap. 1 - APRESENTAÇÃO DO TEMA

“O que falta ao capitalismo é um conjunto de regras e instituições” (GEORGE RIPERT)<sup>1</sup>

Toda investigação científica traz consigo, de forma implícita ou explícita, certas crenças próprias da pessoa responsável pela sua realização. Para os fins a que se propôs a dissertação que originou este livro, o critério que dirigiu a sua elaboração está representado pelo ideal de que o exame dos temas jurídicos deve perseguir a descoberta das conseqüências que são efetivamente produzidas por um determinado conjunto de regras jurídicas dentro da comunidade onde esse mesmo conjunto possui força imperativa.

O impacto da disciplina brasileira dos acordos de acionistas para a *corporate governance* é bom ou ruim? Se ainda fosse adotado o hábito da (antiga) Faculdade de Direito de São Paulo, pelo qual as teses acadêmicas eram intituladas com indagações, certamente essa pergunta seria utilizada como título desta dissertação porque melhor evidencia o tema objeto de estudo.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Cf.: *Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne*, s/ trad., *Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno*, Campinas, Red Books, 2002, p. 30.

<sup>2</sup> Fato curioso e interessante do período anterior à transferência da Faculdade de Direito da esfera federal para a Universidade de São Paulo, não mais encontrado desde então, é a existência de um hábito de se intitular as teses acadêmicas com indagações, como fizeram JOÃO MENDES DE ALMEIDA JÚNIOR em 1879 com *A sanção penal é essencial para à lei jurídica? Em que se discute a pena jurídica da pena moral?*, JOSÉ AVELINO GURGEL DO AMARAL em 1879, com *Em que se constitui o dote?*, BRAZ DE SOUZA ARRUDA em 1919 com *A União pode impor aos estados um alistamento para as eleições locais?*, J. PAMPHILO D' ASSUMPÇÃO em 1897 com *O papel pode substituir a moeda metálica?*, ANTONIO DINO DA COSTA BUENO em 1879 com *A autorização para comerciar dada ao filho-familias pode ser revogada?*, ALEXANDRE CORREIA em 1917 com *Há um direito natural? Qual o seu conceito?* e VICENTE RÁO em 19?? com *O código civil amplia a posse aos direitos pessoais?*.

O trabalho aqui registrado tem como objetivo investigar em que medida o regramento dos acordos de acionistas promove impactos sobre as formas de administração e supervisão societárias. A existência de uma tendência de alteração dessas formas de administração e supervisão societárias em andamento no plano internacional, com reflexos no e para o Brasil, coloca o tema de estudo desta dissertação como sendo não apenas a análise dos impactos em si, mas também o posicionamento, ou melhor, a adequação do regramento brasileiro em relação aos valores que estão sendo perseguidos dentro dessa tendência de mudança.

Especificando a idéia acima apresentada, pode ser dito que, dentro das convicções que nortearam a elaboração desta pesquisa, está justamente a preocupação de se promover uma análise jurídica do tema objeto de estudo tendo por base a preocupação em descobrir e investigar se os impactos da disciplina brasileira dos acordos de acionistas estão ou não a favorecer a existência de uma boa administração social, capaz atrair investimentos via mercado de capitais e de recompensar a totalidade dos acionistas, não apenas os controladores.

Acordos de acionistas e *corporate governance* são temas extremamente inter-relacionados. Iniciando, talvez a observação mais interessante que se possa fazer sobre os temas é a relação de contemporaneidade que existe entre momentos importantes das suas respectivas histórias, os quais ocorreram no final da década de 70 e começo do século XXI.<sup>3</sup>

A segunda metade da década de 70 apresenta eventos extremamente importantes tanto para os acordos de acionistas quanto para a *corporate governance*, tudo girando em torno do emblemático ano de 1976.

---

<sup>3</sup> Por óbvio, falar de preocupação com as formas pelas quais sociedades são administradas e supervisionadas, ou ainda, sobre acordos entre acionistas para obter e disciplinar o poder de controle, não é algo novo ou próprio somente dessas épocas. O que transformou os períodos de tempo mencionados em importantes para a história do direito comercial é justamente o crescimento das discussões sobre os temas, o seu apogeu, mas não o seu nascimento.

Em 1976, o direito positivo brasileiro, com a promulgação da lei 6.404, recebe os acordos de acionistas como espécie de contrato parassocial positivamente regulado. Não que os acordos já não estivessem sendo usados anteriormente. O fato é que a positivação de uma disciplina jurídica específica conseguiu dar força aos acordos, eliminar as dúvidas sobre a sua validade e estimular a sua adoção. Parte desta dissertação estará preocupada em identificar quem mais se beneficiou dessa disciplina jurídica em vigor desde 1976, além de também tentar oferecer respostas que expliquem o porquê da existência desses benefícios estar concentrada em um determinado grupo de pessoas, melhor definido ao longo do trabalho.

Passados alguns anos, em 2001, as regras sobre acordos de acionistas são alteradas para, sem precedentes no direito estrangeiro e, em total desconformidade com a tendência internacional de alteração das regras de administração e supervisão de sociedades, causarem problemas para a independência de conselheiros e, de forma também destoante com o direito nacional, criar um sistema de obrigações para terceiros que, como que em um jogo de dominó<sup>4</sup>, só veio a fortalecer a própria regra de diminuição da independência de conselheiros. Tudo leva a crer que o mesmo grupo de pessoas que mais se beneficiava das regras promulgadas em 1976 foi o mais privilegiado com a reforma de 2001.

Ao mesmo tempo em que o Brasil lançava a sua nova lei de sociedades por ações, em 1976, os Estados Unidos passaram a vivenciar um movimento de agigantamento societário sem precedentes na sua história, pelo qual as companhias se tornavam maiores não por crescimento orgânico, mas sim por aquisições, fusões e incorporações de outras sociedades. Como será visto à frente, vivia-se naquela época a quarta onda de aglutinação societária existente nos EUA.

---

<sup>4</sup> A apresentação das mudanças legais como exemplos de jogo de dominó foi originalmente feita por RONALD GILSON. A esse respeito, veja a nota   a seguir.

Essa “onda” de aglutinação de sociedades fez com que os americanos se dessem conta de que algo estava errado com as formas de administração e supervisão societárias de então. De que algo deveria ser alterado dentro do procedimento de formação da vontade social. De que havia normas<sup>5</sup> esparsas, mas não um conjunto previamente determinado para atuar sobre as formas de administração e supervisão societárias. Alguns sentimentos passaram a surgir nessa época.

O primeiro deles foi a constatação da inexistência de um sistema previamente (bem) elaborado para indicar caminhos que poderiam ser seguidos nesse ambiente em que as companhias desejavam adquirir outras para tornarem-se maiores. Caminhos que indicassem como a vontade social da sociedade objeto da aquisição deveria ser formada para que uma determinada categoria (administradores ou controladores<sup>6</sup>) não obtivesse benefícios injustamente obtidos em prejuízo de outras.

---

<sup>5</sup> Esta dissertação utiliza como sinônimas as expressões norma jurídica e texto legal, não participando da discussão sobre a diferença conceitual entre os termos, como faz EROS GRAU em *Ensaio e Discurso sobre a Interpretação/ Aplicação do Direito*.

<sup>6</sup> Pede-se licença para utilizar a palavra controlador fora do seu sentido técnico porque, em algumas passagens deste livro, a palavra estará indicando apenas as pessoas que exercem o controle através de expedientes relacionados à propriedade de ações ou aptas a utilizarem direitos de acionistas. Portanto, conforme o caso, o uso estará necessariamente excluindo os administradores (controle gerencial) como espécie de controlador. Essa forma de agir não segue padrões de rigor científico porque, na essência, administrador não acionista pode ser considerado como controlador. Essa é até a situação existente nos Estados Unidos, país com grande dispersão acionária. O controle gerencial é uma das cinco modalidades de controle explicadas por BERLE e MEANS, para os quais o controle pode ser (1) controle total do capital (a completa dominância dos administradores e, quase sempre, a combinação de titularidade do capital e poder de controle nas mesmas “mãos” – ex.: subsidiária integral), (2) controle majoritário do capital (ex.: família detendo a maioria do capital votante), (3) controle através de expedientes legais (holdings, acordos de acionistas, por exemplo), (4) controle minoritário (pessoas com pequena participação societária conseguem, de fato, direcionar a atuação da sociedade, valendo-se, por exemplo, do absentéismo dos demais), e (5) controle gerencial (feito pelos administradores da empresa), cf.: “Control through almost complete ownership. The first of these is found in what may be properly called the private corporation, in which a single individual or small group of associates own all or practically all the outstanding stock. They are presumably in a position of control not only having the legal powers of ownership, but also being in a position to elect and dominate the management. In such an enterprise, ownership and control are combined in the same hands. Majority Control. Majority control, the first step in the separation of ownership and control, involves ownership of a majority of the outstanding stock. In the case of a simple corporate structure, the ownership of a majority of the stock by a single individual or small group gives to this group virtually all the legal powers of control which would be held by a sole owner of the enterprise and in particular the power to select the board of directors. (...) Control through a legal device. In the effort to maintain control of a corporation without ownership of a majority of its stock, various legal devices have been developed. Of these, the most important among the very large companies is the device of “pyramiding”. This involves the owning of a majority of the stock of one corporation which in turn holds a majority of the stock of another – a process that can be repeated a number of times. (...) A second legal device for retaining control with a small investment is the use of non-voting stock. (...) A similar device

Especialmente, os problemas vivenciados nessa época estavam todos relacionados com a forma de administração e supervisão da sociedade, com a busca da concretização do ideal de que os ganhos decorrentes das atividades sociais fossem divididos com todos os acionistas e não apenas com aqueles que controlavam a sociedade, sejam eles acionistas ou não.

Desde essa época, portanto, começou a crescer um entendimento de que se fazia necessário rever as “regras do jogo”<sup>7</sup> para que houvesse a máxima geração e distribuição de riqueza em decorrência das atividades da companhia. Por óbvio, o trabalho não se mostrou simples, uma vez que, por trás da tentativa de mudança, interesses de grupos antagônicos passaram a também lutar ou pela mudança ou pela não mudança.

A possibilidade de que tomadas hostis de controle ocorressem, o papel a ser desempenhado pelos administradores da sociedade alvo de uma tentativa de aquisição de controle e os anseios para a melhoria na transparência dos atos da administração passaram a ser preocupações comuns e recorrentes naquela época. Ou

---

(...) consists of issuing to the controlling group a very large number of shares of a class of stock having excessive voting power, i.e., voting power out of proportion to capital invested. (...) a further device must be considered which does not involve even ownership of a voting majority. This is the familiar practice of organizing a voting trust. It involves the creation of a group of trustees, often a part of the management, with the complete power to vote all stock placed in trust with it. When a majority of the stock is held in trust, as is usually the case, the trustees have almost complete control over the affairs of the corporation (...) Minority control. The first of these, minority control, may be said to exist when an individual or small group hold a sufficient stock interest to be in a position to dominate a corporation through their stock interest. Such a group is often said to have “working control” of the company. In general, their control rests upon their ability to attract from scattered owner proxies sufficient when combined with their substantial minority interest to control a majority of the votes at the annual elections. (...) Management control. The fifth type of control is that in which ownership is so widely distributed that no individual or small group has even a minority interest large enough to dominate the affairs of the company. When the largest single interest amounts to but a fraction of one per cent – the case in several of the largest American corporations – no stockholder is in the position through his holdings alone to place important pressure upon the management or to use his holdings as a considerable nucleus for the accumulation of the majority of votes necessary to control.” in *The Modern Corporation & Private Property* (1932), New Brunswick, Transaction Publishers, 1991, pp. 67-78.

<sup>7</sup> DOUGLAS NORTH chama as regras do jogo de instituições, cf.: “Institutions are the rules of the game in a society or, more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction.” in *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990, p. 3. A expressão “regras do jogo” estará sendo utilizada para designar as regras que levem à valorização do acionista.

melhor, desde aquela época pois, em 2001, essas discussões sobre a necessidade de alteração das formas de administração e supervisão societárias atingiram o seu apogeu devido à repetição de acontecimentos desagradáveis, também nos Estados Unidos.

O ano de 2001 ficou marcado na literatura acadêmica como sendo o ano em que a repetição de escândalos contábeis envolvendo grandes companhias nos Estados Unidos (Enron e WorldCom) levou ao surgimento do pensamento de que, muito mais do que nunca, fazia-se necessário repensar a forma de administração e supervisão de sociedades, repensar a *corporate governance*.

De fato, para alguns, como GIOVANNI FIORI, o ano de 2001 será lembrado como *o ano em que a Enron, por suas más práticas contábeis, conseguiu produzir mais conseqüências desastrosas para a economia do que o próprio atentado às Torres Gêmeas*.<sup>8 9 10</sup>

2001 foi o ano dos atentados, o ano dos escândalos, o ano em que, mais do que nunca, se fez necessário repensar a forma de administração e supervisão de sociedades. O próprio surgimento de uma lei como a lei Sarbanes-Oxley em 2002 indica como se deu o apogeu das discussões sobre o tema naquele momento.

1976, além de ser o ano em que o direito brasileiro positivou regras sobre acordos de acionistas e o ano em que a quarta onda de aglutinação societária mostrou-se presente nos EUA, levando à uma necessidade de revisão das formas de administração e

---

<sup>8</sup> Cf.: “Non a caso, molti hanno sostenuto che, tra molti anni, il 2001 sarà ricordato più per lo scandalo Enron e le forti conseguenze che esso ha provocato sull’ economia mondiale che non per le l’attentato alle Torri Gemelle di New York” in G. FIORI, *Corporate Governance e Qualità dell’ Informazione Esterna d’Impresa*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 12.

<sup>9</sup> Para um entendimento sobre as causas e conseqüências dos escândalos envolvendo a Enron, veja: J. C. COFFEE JR., *What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990s*, in *Cornell Law Review* 269 (2004) e J. N. GORDON, *Governance failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-Oxley*, in *Connecticut Law Review* 1125 (2003).

<sup>10</sup> Os reflexos da diminuição do volume de negócios realizado no mercado de bolsa de valores no Brasil pode ser em função tanto do atentado contra as torres gêmeas do World Trade Center quanto da divulgação dos escândalos da Enron pode ser visualizado no seguinte gráfico:

supervisão societárias, foi o ano em que a *corporate governance* foi alterada na Alemanha para, como continuidade de uma evolução anterior, alterar as regras de formação da vontade social para o fim de proteger trabalhadores e impedir a repetição dos eventos desastrosos que a associação do capital privado com o regime político ocasionou para o país anteriormente (ascensão de Hitler).

Mas o começo do século XXI também apresentou conseqüências importantes para o direito comercial que não estavam totalmente relacionadas ou dependentes dos escândalos contábeis e das respostas que o direito tentava oferecer a esse problema.

Isso ocorreu porque o começo do novo milênio veio marcado pela internacionalização, em grau nunca antes visto, de mercados e de investidores, ambos os movimentos como conseqüência da globalização econômica. Internacionalização de investidores, em termos práticos, representou o entendimento de que, ou os mercados alteravam algumas de suas práticas, ou esses mesmos mercados corriam o risco de deixarem de contarem com a presença de investidores internacionais, o que representaria perda de liquidez, volume e, principalmente, relevância. Em época de internacionalização de mercados, mudança postural deixou de ser opção para caracterizar-se como necessidade.

Os anseios dos investidores internacionais estavam, como ainda estão, representados pela sua vontade em poder constatar que as “regras do jogo” relacionadas à administração e supervisão de sociedades foram moldadas como que para alcançar o ideal de se gerar riqueza para o acionista, de se criar a maior maximização de riqueza para aquele que depositou recursos e votos de confiança na companhia.

Mas para que isso ocorra, essas regras do jogo devem estar moldadas para atingir esse objetivo, para atacar problemas previsíveis, como os abusos de

administradores e controladores, que poderiam vir a querer quebrar a geração de riqueza para o acionista.

Na prática, controlador que não é responsabilizado por abusar do poder de controle em benefício próprio acaba trazendo prejuízos para todas as companhias e para todos os acionistas. Algo bem parecido com o que ocorre no mercado de carros usados, exemplo que ilustra o grau de prejuízo que a falta de responsabilização provoca. Esse exemplo do mercado de carros usados será analisado posteriormente para indicar como a falta de responsabilização de um mau controlador traz prejuízos para todas as demais companhias abertas cujos valores mobiliários são negociados no mesmo mercado.

De forma breve, essas são as razões que levaram a *corporate governance* a ser um tema presente na ordem do dia internacional<sup>11</sup>, ainda que pouquíssimo explorado sob a ótica jurídica no Brasil.

Sob o título *Os impactos dos acordos de acionistas para a corporate governance*, esta dissertação procura identificar as conseqüências positivas e negativas que a disciplina brasileira dos acordos de acionistas ocasiona para a administração e supervisão de sociedades. Mas como existe uma crença que levou o autor a tentar fazer com que a pesquisa aqui registrada fosse útil para o desenvolvimento do direito comercial no Brasil, a dissertação também procura investigar o tema de estudo para identificar os resultados que essa disciplina dos acordos de acionistas pode apresentar para o Brasil, para o mercado de capitais brasileiro, identificar os grupos de pessoas que se beneficiam desse regramento, as conseqüências, para o Brasil, dessa tomada de posição.

---

<sup>11</sup> JEFFREY N. GORDON E MARK J. ROE afirmam que *a corporate governance está em discussão em todo o mundo*: “Corporate Governance is on the reform agenda all over the world. The remarkable political economy of the post-Cold War has made both democracy and market-oriented capitalism ascendant, even if not inevitably linked. (...) Even if private corporate governance characteristics continue to differ, the most general of economic contrasts – private vs. government direction – is fading.” in *Convergence e Persistence in Corporate Governance*, Nova Iorque, Cambridge University Press, 2004, p. 1.

Os temas específicos de trabalho, nesse contexto, incluem a sobreposição dos acordos de acionistas em relação à atuação de conselheiros independentes, a problemática da publicidade dos acordos, e a necessidade de revisão da disciplina para também vir a permitir um melhor uso dos acordos por parte da minoria societária.

Para tanto, o plano de trabalho elaborado inicia, no capítulo 2, com a explicação das premissas e metodologia de trabalho que foram aqui empregadas. Os pontos mais relevantes desse capítulo são os relacionados com a problemática da utilidade no estudo do Direito, com a explicação sobre as vantagens da existência de um mercado de capitais para colaborar com o desenvolvimento econômico de um país e com a relação entre utilidade do Direito, mercado de capitais, progresso econômico, vista a partir do exemplo do *Sillicon Valley* nos Estados Unidos. Na seqüência, no capítulo 3, é feita a conceituação da *corporate governance*, medida mais do que necessária de ser feita, tendo em vista o fato do tema ainda ter sido pouco explorado no Brasil, sob a ótica jurídica. O histórico do tema na Alemanha também é apresentado nesse capítulo, servindo como um exemplo dos fins que podem ser perseguidos pela *corporate governance*, que é apresentada ao longo dessa parte do trabalho como um conjunto de meios que pode ser organizado para atingir a determinados fins, diversos e divergentes entre si.

O capítulo 4, que vem a seguir, analisa a problemática do ideal de valorização do acionista, de geração de riqueza tendo o acionista como principal beneficiário. Aqui, nada de inédito, uma vez que a doutrina brasileira já se dedicou, muito, ao tema de identificação do interesse social. O que surpreende é saber como esse ideal está transformando o direito comparado ou, ao menos, o regramento próprio dos mercados de valores mobiliários ao redor da Terra. A comprovação da existência da valorização do acionista como meta para o direito comercial serve como critério de análise da utilidade do regramento brasileiro sobre acordos de acionistas.

No capítulo 5, é apresentada a teoria da *path dependence*, como uma tentativa de obter subsídios que expliquem os motivos que levaram o legislador brasileiro, em 2001, a promover a alteração das regras dos acordos de acionistas que atrapalhou a idéia de independência dos conselheiros como medida geradora de riqueza para os acionistas. É nesse momento que a idéia do “jogo de dominó” começa a ficar um pouco mais evidente; ao mesmo tempo em que o estudioso do direito comercial começa a ficar preocupado quando se dá conta de que o Brasil seguiu um caminho contrário ao que é desejado pela prática internacional.

Já os capítulos 6, 7 e 8 promovem a análise dos acordos de acionistas, como espécie de contratos parassociais. O histórico do tema, a posição do direito comparado e as regras previstas no direito brasileiro são neles analisadas e comparadas. No caso particular do regramento brasileiro, a forma de abordagem do tema é a análise desse regramento sob o enfoque da sua eficácia perante terceiros. A adoção dessa forma de examine foi feita para permitir a contextualização da força e império dos acordos de acionistas no Brasil.

A partir do capítulo 9, passa-se a aplicar os subsídios anteriormente colhidos. Nesse capítulo, há a análise da situação a que se chegou a partir da alteração legislativa feita em 2001, que trouxe problemas para a idéia de independência de conselheiros. Há explicações sobre a importância de se ter conselheiros independentes dentro do conselho de administração e sobre o distanciamento do modelo adotado no Brasil.

No capítulo 10, é estudada a hipótese da eficiência do mercado, teoria que reforça a necessidade de se facilitar o acesso a informações societárias pelo mercado de valores mobiliários (leia-se investidores e órgãos reguladores), para contrapô-la à frágil regra sobre publicidade de acordos de acionistas no Brasil, fragilidade essa que pode ser contrastada com o regramento presente no direito comparado.

Por fim, o capítulo 11, antecedendo a conclusão, analisa e faz sugestões sobre o uso possível e desejável dos acordos de acionistas para o fim da minoria societária promover a supervisão dos controladores que fazem uso do seu poder de controle.

O capítulo 12, com a conclusão, nada mais é do que uma tentativa de se oferecer uma resposta a RIPERT, uma resposta que seja capaz de demonstrar se as regras brasileiras de acordos de acionistas são ou não um exemplo de que faltam regras e instituições ao capitalismo brasileiro.

Por agora, dá-se início com a apresentação das premissas e da metodologia de trabalho empregadas neste trabalho.