

Doutrina & Atualidades

O PEQUENO ACIONISTA É ACIONISTA?¹

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

BRUNO DI DOTTO

I – Objeto. II – Garantia da propriedade no direito constitucional: 1. Posição atual – 2. Apreciação crítica. III – Proteção ao direito de propriedade no direito societário: 1. Posicionamento atual – 2. O pequeno acionista como um membro da coletividade. IV – “In summa”.

I – Objeto

O objeto deste estudo é derivado da análise da jurisprudência pacificada do Tribunal Constitucional Federal (*Bundesverfassungsgericht*) acerca da proteção da propriedade acionária, nos termos do art. 14, Abs. 1,² da Lei Fundamental alemã (*Grundgesetz*).

1. Tradução do texto escrito por Herbert Wiedemann intitulado “Ist der Kleinaktionär kein Aktionär?”, publicado no livro coordenado por Georg Bitter, Marcus Lutter, Hans-Joachim Priester, Wolfgang Schön e Peter Ulmer em homenagem ao 70º aniversário de Karsten Schmidt, *Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt Verlag, 2009, pp. 1.731-1.742. De início, cumpre trazer à tona o jogo de palavras feito pelo autor no título. Em Alemão, a palavra *klein* significa “pequeno” (aplicado no sentido técnico societário significa pequeno acionista ou acionista com poucas ações) e a palavra *kein*, por sua vez, significa “nada”, “nenhum”. A diferença fonética é mínima e a grafia quase se iguala, excetuado o “P”, de modo que fica claro o segundo sentido pretendido pelo autor.

2. A *Grundgesetz* equipara-se à nossa Constituição, *mutatis mutandis*. O dispositivo mencionado é o seguinte: “Art. 14. **Propriedade, direito de herança e desapropriação.** (1) A propriedade e o

O Tribunal Constitucional Federal subdivide a posição de um acionista enquanto membro da sociedade³ (*Mitgliedstellung*) em dois componentes, o poder de direção (*Leitungsmacht*) e os direitos patrimoniais (*Vermögensnutzung*).

direito de herança são garantidos. Conteúdo e limites serão definidos em lei” (“Art. 14. Eigentum, Erbrecht und Enteignung. (1) Das Eigentum und das Erbrecht werden gewährleistet. Inhalt und Schranken werden durch die Gesetze bestimmt”). Interessante notar que a Lei Fundamental é uma das poucas leis alemãs que é subdividida em artigos, e não em parágrafos; outros exemplos incluem a Lei de Introdução ao Código Civil (*Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch*) e a Lei do Cheque (*Scheckgesetz*). No restante do texto, sempre que nos referirmos a artigos de leis alemãs que não a Lei Fundamental, manteremos a referência aos parágrafos, ao invés de artigos (“§”), assim como aos subparágrafos (“Abs.” ou *Absatz*) e frases (“S.” ou *Satz*).

3. Pontes de Miranda, com o brilhantismo que lhe é peculiar, atribuiu a esse fenômeno o termo “membridade”, ou, ainda, “societarietàade” (F. C. Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, vol. 49, Rio de Janeiro, Borsóii, 1972, pp. 429 e 463, e também vol. 51, p. 201). No decorrer do texto, dada a patente dificuldade de tradução dos termos

O pequeno acionista não espera obter quaisquer prerrogativas de direção [*da sociedade*], mas apenas pretensões de caráter patrimonial; ao legislador, portanto, foi outorgada competência para prever determinados procedimentos na legislação infraconstitucional ordinária, por meio dos quais o acionista majoritário (*Mehrheitsgesellschafter*) ou a maioria dos acionistas (*Gesellschaftermehrheit*) pode deliberar a exclusão forçada (*hinausdrängen*⁴) de pequenos acionistas da sociedade, desde que a eles seja oferecida uma compensação pecuniária integral pelo valor de suas ações.

A Lei Fundamental não lhes concederia por meio do disposto no art. 14, Abs. 1, nenhuma proteção ao direito de propriedade (*Bestandschutz*⁵) das ações, mas meramente uma garantia de compensação financeira [*pela perda*] dos elementos patrimoniais decorrentes do *status socii*. Nas mãos de um pequeno acionista, portanto, uma ação não representa um pleno *status socii* (*Mitgliedschaftsrecht*).

A legislação e a jurisprudência adotaram esta “redução valorativa” (*Wertgefälle*).⁶

Mitgliedstellung ou *Mitgliedschaft*, usaremos as expressões *status socii* ou *membridade*.

4. A palavra *hinausdrängen* possui um sentido mais informal do que técnico, e denota verdadeiro esmagamento.

5. O termo *Bestandschutz* representa uma forma de dar concretude ao princípio da segurança jurídica. A noção é a de que determinada relação ou situação jurídica não deveria poder ser atingida ou alterada por uma modificação posterior na lei ou nas condições negociais gerais. Quando aplicada no texto e no contexto, a palavra denota a proteção ao direito de propriedade em geral e das participações societárias em específico.

6. A palavra *Gefälle* significa, literalmente, um declive. A palavra *Wert*, por sua vez, significa valor. Junção pouco usual feita por Wiedemann, mas que, neste contexto, demonstra a redução de valor que o Tribunal Constitucional da Alemanha, na jurisprudência em comento, atribuiu ao direito de propriedade das ações dos pequenos acionistas.

O direito acionário e o direito das reorganizações societárias (*Umwandlungsrecht*)⁷ preveem determinadas deliberações por maioria qualificada, de acordo com as quais podem ser decididas alterações estruturais da sociedade que acarretam, direta ou indiretamente, uma perda de propriedade de ações (*Verlust von Aktieneigentum*).

A Lei Acionária de 1965⁸ e a Lei de Aquisição de Valores Mobiliários (*WpÜG*) de 2001 acrescentaram às já clássicas operações de fusão e dissolução a figura da exclusão forçada (*Zwangsausschluss*) ou *squeeze-out*, para a qual podem ser identificadas diferenças significativas em comparação com os pressupostos tradicionais dos suportes fáticos [*aplicáveis às fusões e dissoluções*].

A jurisprudência da mais Alta Corte já chegou a dificultar a diluição parcial (*Verwässerung*) decorrente da exclusão do direito de preferência nos termos do julgado da Corte Federal em Matéria Civil (*Bundesgerichtshof in Zivilsachen – BGHZ*) 71, 40

7. Na Alemanha existe uma lei específica que cuida das operações ou reorganizações societárias (incluindo a transformação), aplicável a diversas organizações associativas (sociedades, associações), chamada de *Umwandlungsgesetz*. “A *Umwandlungsgesetz* (literalmente, Lei da Transformação) regula não só a transformação propriamente dita (*Formwechsel*, mudança da forma ou tipo societário), mas também outras operações societárias, como a fusão (*Verschmelzung durch Neubildung*), incorporação (*Verschmelzung durch Aufnahme*), cisão (*Spaltung*) e a cessão de ativos (*Vermögensübertragung*). Todas essas operações, todavia, são também tratadas pela *UmwG* como transformação (*Umwandlung*), distinguindo-se, assim, a transformação sem transmissão de patrimônio (*Umwandlung ohne Vermögensübergang*), que é a *Formwechsel*, da transformação com transmissão de patrimônio (*Umwandlung mit Vermögensübergang*), que abrange as operações referidas (cf. Karsten Schmidt, ob. cit., pp. 332-333)” (cf. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, *A Sociedade em Comum*, São Paulo, Malheiros Editores, 2013, p. 84, nota 65).

8. Na Alemanha, assim como no Brasil, a Lei das Sociedades por Ações trata tanto da sociedade anônima como das sociedades em comandita por ações.

(Kali + Salz), requerendo, adicionalmente à já exigida maioria qualificada de deliberação,⁹ uma justificativa substancial¹⁰ para a sua tomada de decisão (*Eingriff*).

Pouco tempo depois, no entanto, em uma série de situações excepcionais, tal conceito de controle substancial [*da deliberação*] foi novamente abandonado.

As decisões legislativas e judiciais encontraram alta aceitação na doutrina, apesar de certa divergência de posicionamentos. Antes que o pequeno seja espremido, não só para fora de uma sociedade, mas do direito societário como um todo, cumpre reavaliar os fundamentos utilizados pela jurisprudência constitucional, pelo legislador e pela doutrina. Para o elaborador de uma visão holística do direito societário alemão, que coloca a membridade como instituição central de suas ponderações, é talvez uma alegria encontrar um bastião (*Stütze*) para a preservação do direito de propriedade acionária alemã.

II – Garantia da propriedade no direito constitucional

1. Posição atual

Desde a decisão do “Caso Feldmühle”, conforme *BVerfGE* 14, 263, a jurisprudência pacífica do Tribunal Constitucional Federal

9. A Lei das Sociedades por Ações da Alemanha, em seu § 186, Abs. 3, traz uma possibilidade de exclusão do direito de preferência em aumentos de capital desconhecida no Direito Brasileiro. Um dos requisitos para tal possibilidade é que a deliberação que aprove o aumento de capital com exclusão, total ou parcial, do direito de preferência seja tomada por uma maioria especial de três quartos dos acionistas presentes à assembleia.

10. Herbert Wiedemann é bastante afeito ao conceito de regras de substancialidade no direito societário. Cf. a respeito o texto “*Treubindungen und Sachlichkeitsgebot: ein Systemvergleich*”, traduzido por Otto Carlos Vieira Ritter von Adamek, in Marcelo Vieira

atribui, ainda que verbalmente,¹ ao direito de propriedade do pequeno acionista o *status* de direito fundamental, nos termos do art. 14, Abs. 1, da Lei Fundamental, mas o limita aos seus componentes patrimoniais e autoriza o acionista majoritário a transformar os direitos de sócio dos pequenos acionistas [*aqui chamados significativamente por Wiedemann de außenstehenden Gesellschafter – acionistas outsiders*] em pretensões indenizatórias de caráter obrigacional.

Nesse contexto, o direito subjetivo cristalizado [*nos direitos e obrigações*] na membridade,¹¹ derivado de uma propriedade societária ou de uma propriedade econômica

von Adamek (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, São Paulo, Malheiros Editores, 2011, pp. 143-168, especialmente a partir da p. 160. No artigo que aqui citamos, inclusive, Wiedemann faz referência ao mesmo julgado mencionado no texto (Kali + Salz), que representa decisão fundamental, ainda que minoritária, no tocante à exigência de motivação substancial como “pressuposto não escrito de suporte fático das deliberações majoritárias eficazes”. A discussão desse caso remontava à exigência ou não de que uma deliberação majoritária de exclusão do direito de preferência (v. nota de rodapé 9) devesse ser “substancialmente justificada” (in “*Treubindungen und Sachlichkeitsgebot: ein Systemvergleich*”, cit., in Marcelo Vieira von Adamek (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, p. 161).

I. Para o conceito de pequeno acionista, v. Müllbert, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*, 1996, pp. 55 e ss.

11. Wiedemann classifica o direito de garantia da propriedade das ações e, com isso, da membridade societária como um “direito-mãe”, de onde derivam, então, os direitos individualmente considerados e atrelados ao *status societarii*. Confira-se: “O interesse de preservação de direitos do acionista mais forte está naturalmente na tutela de sua posição de membro da sociedade enquanto tal, da qual derivam, assim como ocorre com outros ‘direitos-mãe’ – como a propriedade de coisas ou a propriedade intelectual –, as diversas prerrogativas individuais”. No original: “Die stärkste Erhaltungsinteresse hat jedes Mitglied naturgemäß an der Mitgliedstellung als solcher, aus der wie bei anderen ‘Mutterrechten’ – dem Sacheigentum oder Immaterialgüterrecht – die einzelnen Rechtsbefugnisse entspringen” (cf. Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, vol. I, “Grundlagen”, Munique, Beck, 1980, p. 382).

(*wirtschaftliches Eigentum*),¹² é equiparado fundamentalmente ao conceito civil de propriedade de bens (*Sacheigentum*), mas o que é efetivamente garantido constitucionalmente aos acionistas é tão somente um direito de indenização integral pela expropriação (*Verlust*) de suas participações.¹¹

Com a reiterada diferenciação feita pela jurisprudência entre prerrogativas de direção [*da sociedade*] e interesses patrimoniais do acionista, não fica reduzida – como à primeira vista poderia parecer – a proteção da propriedade acionária apenas à conservação das pretensões patrimoniais [*enquanto protegida a propriedade das ações em si*], mas é justificada a expropriação completa da propriedade das ações e com ela a perda *in toto* do *status socii*, desde que garantida ao acionista uma completa indenização financeira. Os fundamentos das decisões assim como as justificativas das recusas ao conhecimento de recursos (*Nicht-Aannahbeschlüsse*) do Tribunal Constitucional Federal seguem um determinado padrão.¹¹¹

Primeiramente, é reduzido respectivamente o conteúdo do estado de sócio do pequeno acionista a “pretensões patrimoniais no mercado de capitais”, as quais podem ser satisfeitas alternativamente por meio de indenização integral ao seu titular – ainda que essas mesmas ações, caso adquiridas por um acionista relevante, pudessem garantir-lhe maioria qualificada capaz de lhe outorgar

domínio irrestrito sobre toda a empresa. Em um segundo momento é feito um sopesamento minucioso entre a defesa da conservação da posição de membro da sociedade e as necessidades da administração empresarial. Os argumentos mudaram no decorrer dos anos, como mostram os seguintes trechos extraídos da jurisprudência:

Tribunal Constitucional Federal de 27.4.1999, *BVerfGE* 100, 289, 302, 303 (DAT/Altana): “Ao legislador é, ao contrário, permitido, na proteção aos interesses do bem-estar coletivo (*Gemeinwohl*), se assim julgar apropriado, subordinar os direitos dos acionistas minoritários à manutenção de sua substância patrimonial ao interesse do livre desempenho da iniciativa empresarial no grupo de empresas (*Konzern*) (v. também *BVerfGE* 14, 263, 281 s.). O pressuposto para a admissibilidade de uma tal valoração legislativa é, no entanto, que os interesses legítimos dos acionistas minoritários forçados a se retirar sejam protegidos. Esta proteção inclui, além de efetivos mecanismos jurídicos de tutela contra o abuso do poder econômico,¹³ especialmente uma indenização pela perda de sua posição jurídica”.¹⁴

Pouco depois, no julgamento do “Caso Moto-Meter”, encontramos um diferente sopesamento de interesses entre acionistas majoritários e acionistas capitalistas (*Anlagegesellschaftern*),¹⁴ que conduz à prevalência, em geral, dos acionistas majoritários:

13. Apesar de o texto falar em “poder econômico” (*Missbrauch wirtschaftlicher Macht*), parece-nos que a melhor tradução do conceito aqui seria a de “abuso de poder de controle”.

IV. Acerca da adequação do *quantum* indenizatório, agora Jünemann, *Die angemessene Gegenleistung nach §31 Abs. 1 WpÜG im Lichte des Verfassungsrechts*, 2008.

14. Wiedemann contrapõe o acionista “coempresário” (*Mitunternehmer*) àquele acionista que ele denomina de “investidor” (*Anlagegesellschaftler*). A diferença entre as figuras, segundo ele, é que o acionista coempresário “por meio do direito de voto na assembleia-geral ou na qualidade de administrador pode e deseja exercer influência na sociedade”. Há

12. Este tipo de propriedade define-se não como uma propriedade nos termos romanos que se conhece do direito civil, e sim mais próxima do que se define como *beneficial ownership* no Direito Anglo-Saxão. Este termo deriva do direito tributário na Alemanha e denota uma situação em que, para fins fiscais, o responsável tributário por determinado recolhimento não é o proprietário civil do bem, mas, sim, a pessoa que, na prática, exerce as prerrogativas da propriedade.

11. Cf. *BVerfGE* 100, 289 – DAT/Altana; *BVerfG*, DStR 2000, 1658 – Moto-Meter.

111. *BVerfGE* 14, 263, pp. 273 e ss.; *BVerfGE* 100, 289, pp. 301 e ss. – DAT/Altana; *BVerfG*, WM 2007, 1329: *squeeze-out*.

Confira-se a respeito o julgamento do Tribunal Constitucional Federal de 23.8.2000, DStR 2000, 1659, 1660 (Moto-Meter):

“A prerrogativa de exclusão forçada da sociedade de um pequeno número de acionistas minoritários foi genericamente reconhecida como legítima pelo legislador – especialmente nas disposições que tratam sobre a *Eingliederung*.¹⁵

legitimidade e vontade de efetiva influência na direção social. O *Anlagegesellschafter*, por outro lado, tem intenção de fazer mero investimento patrimonial. Confira-se: “Outra distinção relevante sob o ponto de vista do acionista individual é aquela que contrapõe aquele que participa [*da sociedade*] na qualidade de coempresário ou de investidor. Acionista coempresário é aquele que, por meio do direito de voto na assembleia-geral ou na qualidade de administrador, pode e deseja exercer influência na sociedade. Acionistas investidores são aqueles que objetivam simplesmente um investimento de capital”. No original: “Wichtig ist eine weitere Unterscheidung aus der Sicht des einzelnen Gesellschafters, ob er nämlich persönlich als Mitunternehmer oder lediglich kapitalistisch als Anlagegesellschafter beteiligt ist. Unternehmer-Gesellschafter ist jeder Teilhaber, der auf die Geschäftspolitik qua Stimmabgabe in der Gesellschafterversammlung oder als Geschäftsführer Einfluss nehmen will und kann. Anlagegesellschafter sind Mitglieder, die lediglich eine Kapitalanlage bezwecken” (cf. Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, vol. I, “Grundlagen”, Munique, Beck, 1980, pp. 103 e ss.).

15. *Eingliederung* é expressão de difícil tradução. Pela Lei das Sociedades por Ações, §§ 319 e ss., a operação de *Eingliederung* envolve, *grosso modo*, a *subordinação* de uma sociedade à outra. Na legislação brasileira a operação que mais se assemelha a ela, sem à mesma corresponder totalmente, é uma incorporação de ações para criação de subsidiária integral (arts. 251 e 252 da Lei 6.404/1976). No caso da *Eingliederung*, no entanto, não há aumento de capital da sociedade “principal”, como a chama a lei alemã. Lá, a sociedade “principal” precisa deter previamente à deliberação da sociedade a ser transformada em subsidiária integral (*einzugliedernde Gesellschaft*) – sociedade objeto – a totalidade ou, no mínimo, 95% das ações em que se divide o capital da sociedade objeto. Cumprido este pré-requisito, pode a sociedade objeto da subordinação deliberar pela sua *Eingliederung* na outra sociedade, detentora de suas ações, observado o procedimento legal e mediante

“Este reconhecimento apoia-se na preclusão de que, apesar de os acionistas minoritários, em regra, não conseguirem impedir a tomada de decisões empresariais frente à maioria de votos detidos pelo acionista majoritário, sua própria existência cria para este uma resistência considerável, potenciais dificuldades e, em alguns casos, também um possível retardamento na adoção de políticas empresariais por ele consideradas apropriadas: nos termos da Lei das Sociedades por Ações e da Lei de Reorganizações Societárias, o exercício de determinados direitos dos acionistas não depende de um *quorum* específico, como, por exemplo, o exercício do direito de propositura de ação de invalidação conforme os §§ 243 e ss. da Lei das Sociedades por Ações,¹⁶ mas podem ser exercidos por acionistas que detenham apenas uma única ação.”

O último posicionamento acerca do tema, até o momento, encontra-se na decisão do Tribunal pelo não conhecimento (*Nicht-Annahmebeschluss*) de uma ação de inconstitucionalidade do § 327b da Lei das Sociedades por Ações.¹⁷ O raciocínio permanece o mesmo, a justificativa é aprofundada:

aprovação também da sociedade principal. Nas situações em que não há titularidade de 100% das ações pela sociedade principal os demais acionistas serão forçados a transferir suas ações à sociedade principal. É uma das formas reconhecidas na lei alemã para criar ou reforçar um *Konzern*, ou grupo de empresas (existem outras formas jurídicas para tanto), assumindo a sociedade-mãe responsabilidade solidária por todas as obrigações da sociedade-filha (§ 322), ainda que esta última mantenha sua personalidade jurídica. V. também: Kübler e Assmann, *Gesellschaftsrecht – Die Privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelegungsprobleme von Verbänden und Unternehmen*, 6ª ed., Heidelberg, Müller, 2006, pp. 437 a 442.

16. O mencionado § 243 trata das razões pelas quais pode ser impugnada determinada deliberação assemblear, conforme, por exemplo, ela seja tomada em violação da lei ou do estatuto ou mediante exercício abusivo do direito de voto.

17. Os §§ 327a-327f (*Ausschluss von Minderheitsaktionären*) foram incluídos na legislação

Tribunal Constitucional Federal de 30.5.2007, WM 2007, 1329, 1330 (*squeeze-out*): “O legislador deve, quando da configuração da estrutura do direito societário, igualar de maneira justa os interesses atingidos e colocá-los em equilíbrio (conforme também *BVerfGE* 52, 1, 29, 95, 48, 58 – WM 1996, 2285; *BVerfGE* 101, 239, 259 – WM 1999, 2471). Ele precisa manter-se equidistante de todos os acionistas. Esta preocupação não colide com o dispositivo legal que permite a exclusão forçada de um ou mais acionistas. O que o legislador deve, no entanto, é perseguir um objetivo legítimo mediante tal exclusão, além de garantir que os acionistas minoritários recebam uma compensação pecuniária integral pela perda de suas ações e, finalmente, que a eles seja

alemã em 2001, incorporando ao direito societário um novo instituto: o *squeeze-out* de acionistas minoritários em contextos desvinculados da *Eingliederung* (operação dentro da qual o instituto já estava previsto, conforme vimos). O procedimento é bastante parecido ao previsto no contexto da *Eingliederung*, mas diferenças existem, que aqui não interessa apontar. A motivação para a inclusão destes artigos – relata a doutrina – teria sido a introdução, no mesmo ano, da *WpÜG*, a lei que regula, entre outros tópicos, as ofertas públicas de aquisição de controle de companhias abertas: “Quem deve ficar obrigado, mediante a aquisição do controle de uma companhia aberta – o que pressupõe a aquisição de, no mínimo, 30% dos direitos de voto –, a lançar uma oferta pública obrigatória para a aquisição de todas as demais ações (§ 35 II 1 *WpÜG*) deve também deter a possibilidade de indenizar pequenos acionistas não aderentes e se tornar o único acionista da sociedade”. No original: “Wer verpflichtet sein soll, bei Erlangung der Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft – das setzt den Erwerb von mindestens 30% der Stimmrechte an derselben voraus – ein Pflichtangebot zum Erwerb aller übrigen Aktien abzugeben (§ 35 II 1 *WpÜG*), soll auch die Möglichkeit haben, verbleibende Kleinstbeteiligungen abzufinden und alleiniger Anteilseigner zu werden” (in Kübler e Assmann, *Gesellschaftsrecht – Die Privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen*, cit., 6ª ed., p. 440). Isso não explica, é claro, por que o procedimento não se limitou, então, apenas às companhias abertas.

garantida uma efetiva tutela jurídica contra a exclusão forçada”.

O “posicionamento equidistante de todos os acionistas” contém uma formulação jurídica da promessa feita por Tácito de retratar a história do Império Romano *sine ira et studio*.^{V-18}

O que deverá ser aqui examinado com mais cuidado é se a decisão atende aos interesses dos pequenos acionistas, hoje e no futuro. Nesta ocasião é oportuno, então, examinar individualmente e mais de perto cada linha argumentativa dos julgamentos.

2. *Apreciação crítica*

Na percepção do Tribunal Constitucional Federal, a posição do legislador do direito societário de permitir, por diferentes meios e sem fundamentação substancial, que o acionista majoritário ou a maioria societária force a exclusão de uma pequena minoria de acionistas é constitucionalmente inatacável.

V. Tácito, *Anais*, Livro I 1.

18. A passagem de Tácito mencionada por Wiedemann é a seguinte:

“Livro I. 1. A princípio foram reis os que governaram a cidade de Roma. L. Bruto instituiu o consulado e a liberdade. As ditaduras eram temporárias; e o poder dos decênviros não durou mais de dois anos, nem por muito tempo o dos tribunos militares. Foi curta a dominação [*de*] Cina, como também a de Sila; e o poder pessoal de Pompeu e Crasso passou logo para César, como também as armas de Lépido e Antônio foram suplantadas pelas de Augusto, que, tomando o título de príncipe, assumiu o governo da República já cansada das discórdias civis.

“Os acontecimentos antigos do povo romano foram já narrados por ilustres escritores, assim como para a administração de Augusto não faltaram, até que a adulação sempre crescente fosse corrompendo os mais formosos engenhos. De Tibério, Caio César, Cláudio e Nero, enquanto vivos, o medo não deixou falar com verdade; depois de mortos, o ódio recente falseou as narrativas

“Eis por que empreendi historiar de Augusto somente o fim, e depois os principados de Tibério e dos outros; e o farei sem ira nem lisonja, para as quais

A vasta maioria da doutrina concorda com esta orientação.^{VI}

Ainda assim, existem objeções contra cada uma das justificativas, e, portanto, também contra o próprio resultado do raciocínio, que podem ser levadas em consideração na evolução do direito societário.

(a) O Tribunal Constitucional Federal subdivide o *status socii* entre poder de direção e propriedade da ação e nega ao pequeno acionista um interesse tutelável ao exercício de prerrogativas de direção, claramente não existentes. O contra-argumento de que, no direito societário alemão, mesmo o grande acionista enquanto tal pode não ter a possibilidade de exercer prerrogativas de direção enquanto não tenha sido celebrado um acordo empresarial (*Unternehmensvertrag*),¹⁹ que, por sua vez, torne possível o preenchimento dos requisitos previstos nos §§ 308 e ss. da Lei das Sociedades por Ações, é posto de lado como mera logomaquia.

Tal raciocínio, no entanto, não pode ser usado para justificar a abordagem da doutrina da subdivisão [*do status socii*], já que no núcleo desta teoria está a negação da proteção da propriedade acionária nos termos do art.

não tenho motivos” (C. Cornélio Tácito, *Anais*, trad. de Leopoldo Pereira, Rio de Janeiro, Departamento de Imprensa Nacional, 1964, p. 7).

VI. Nesse sentido, conforme Schön, em *FS Ulmer*, 2003, p. 1.359.

19. Os contratos empresariais (*Unternehmensverträge*) têm previsão expressa na Lei das Sociedades por Ações de 1965, no primeiro capítulo do terceiro livro (sociedades vinculadas ou *Verbundene Unternehmen*), denominado exatamente “Contratos Empresariais” (§§ 291 e ss.). Há diversos tipos de contratos ali previstos, que, a nosso ver, podem talvez ser encaixados dentro da definição de pactos parassociais, incluindo um “contrato de dominação”, ou *Beherrschungsvertrag*. Este contrato, por sua vez, é referido novamente no § 308, cujo título é “Poder de Direção” ou *Leitungsmacht* e define exatamente o exercício do poder de controle na cadeia societária formada pelo grupo, incluindo previsões expressas de vinculação dos administradores das sociedades “dominadas” às orientações da sociedade dominante.

14, Abs. 1, da Lei Fundamental. O núcleo de quaisquer direitos oriundos do *status socii* é a situação de “pertencibilidade”²⁰ (*Zugehörigkeit*) à sociedade ou à *Körperschaft*.²¹ Se essa situação puder ser subtraída a qualquer momento, ainda que mediante indenização pecuniária, então, o direito de propriedade acionária é um direito de propriedade de segunda classe.

E como o pequeno acionista perde não só suas prerrogativas de coadministração²² como também seus direitos patrimoniais de fruição, deixa o bem jurídico tutelado de ser o direito ao *status socii* e passa a ser o patrimônio. Juridicamente, vê-se, no entanto, que o pequeno acionista não investiu parte de seu patrimônio em um fundo de investimentos ou abstratamente como uma “participação no mercado de capitais”, mas o investiu em determinada empresa constituída na forma de sociedade anônima que tenha se mostrado

20. A palavra no original, *Zugehörigkeit*, é substantivo do verbo *zugehören*, que significa “pertencer”.

21. A expressão *Körperschaft*, literalmente traduzida como “corporação”, “é virtualmente intraduzível”, conforme ressaltado por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França: “As *Körperschaften* fazem um contraste com as *societades de pessoas*, mas o seu conceito é mais abrangente do que o de sociedades de capitais, pois as associações também constituem *Körperschaften*. A distinção está na dependência que a organização societária tem com relação às pessoas dos sócios. Tanto nas sociedades de capitais como nas associações não se levam em conta as qualidades individuais dos seus membros. A distinção encontra paralelo, no Direito Anglo-saxão, entre *corporations* e *partnerships*. Aqui também as associações podem ser consideradas *corporations*: ‘If an association has sufficient corporate attributes, such as centralized management, continuity of existence, and limited liability, it may be classified and taxed as a corporation’ (cf. *Black’s Law Dictionary*, 8ª ed., Thomson West, 2004, verbete ‘Association’, p. 132)” (in *RDM* 143/66 e ss., julho-setembro/2006).

22. Aqui não se faz referência às leis de co-gestão (*Mitbestimmungsgesetze*) da Alemanha, mas às prerrogativas inerentes à participação societária de, eventualmente, influenciar na administração da empresa na qualidade de acionista.

convidativa a seu investimento, ou ao de seu predecessor legal. Com o investimento patrimonial, o acionista não adquire uma “propriedade societariamente legitimada”,^{VII} mas, sim, um direito de participação inerente ao *status socii*.

O art. 14 da Lei Fundamental transfere ao legislador a definição jurídica dos respectivos direitos subjetivos absolutos, mas protege por meio do Abs. 1 a identidade do proprietário de uma coisa (*Identität der zugeordneten Sache*), a exigibilidade da pretensão (*Forderung*),²³ o *status socii* ou bens imateriais.

Uma ação individualmente considerada, contendo os direitos de participação, fiscalização e patrimoniais a ela inerentes, tem seu valor econômico alterado caso ela esteja em poder de um acionista majoritário, mas não sua qualidade jurídica. A pergunta sobre se a proteção à propriedade acionária, nos termos do art. 14, Abs. 1, da Lei Fundamental, seria aplicada extensivamente aos casos de fusão ou transformação pode, aqui, permanecer aberta – a perda de identidade nos casos de incorporação, *Eingliederung* ou *squeeze-out* é manifesta.^{VIII}

Uma subcategorização dos direitos inerentes à ação tampouco pode ser baseada

VII. Também criticamente Müllert/Leuschner, *ZHR*, 170 (2006), 615, 637 s.

23. *Forderung* é expressão similar ao que o Direito Anglo-Saxão denomina de *enforceability* de uma pretensão subjetiva que, como se sabe, é termo de difícil tradução para o Português. Semanticamente, entende-se como uma forma de “fazer valer” as pretensões subjetivas atribuídas a um sujeito. O § 1º do § 241 do Código Civil alemão (*BGB*) traz este conceito ao definir as obrigações decorrentes de uma relação jurídica obrigacional: “Por força da relação jurídica obrigacional, ao credor é legitimado exigir uma prestação do devedor (...)” (no original: “§ 241. (1) Kraft des Schuldverhältnisses ist der Gläubiger berechtigt, von dem Schuldner eine Leistung zu fordern ...”).

VIII. Para a definição de propriedade cf. Deppenheuer, no livro coordenado por Mangold/Klein/Starck, *Grundgesetz*, 5ª ed., 2005, art. 14 GG Rz. 57 s.

em considerações semelhantes oriundas do direito acionário ou do direito societário como um todo. Pelo contrário, o esforço do direito societário é o de ir contra qualquer tipo de fragmentação de participações e de considerar a regra prevista no § 717 do CC como um princípio geral do direito associativo.^{IX}

Nem os direitos de voto nem os direitos patrimoniais podem ser tratados de forma independente. No caso de exclusão forçada de um membro em uma sociedade de pessoas, extingue-se a participação desse membro e aumenta-se a participação dos demais sócios no patrimônio comum²⁴ correspondentemente. No direito acionário a posição do membro permanece existente; as ações são transferidas ao acionista majoritário; ver § 327e, Abs. 3, da Lei das Sociedades por Ações.

(b) O aspecto econômico da análise domina, com certeza, o detalhado sopesamento dos interesses atingidos, que, por sua vez, fundamenta, com todas as diversas particularidades individuais, os julgamentos do Tribunal Constitucional Federal. Neste contexto, pode-se também falar atencivamente de “manobras empresariais” do acionista majoritário e de “propriedade econômica” do pequeno acionista.

Ainda sobre a defesa dos interesses dos pequenos acionistas: convém notar que o Tribunal Constitucional Federal constantemente enfatiza a insignificante participação social do autor da ação nos respectivos casos concretos. Esta é uma argumentação convincente quando é necessário avaliar a justificação

IX. Nesse sentido Wiedemann, em *FS Zölner*, 1998, vol. 1, pp. 635 e ss.

24. *Gesamthandsvermögen. Gesamthand* significa, literalmente, “mão coletiva”. Segundo esclarece Erasmo Valladão no já mencionado artigo, “constitui espécie de condomínio, instituto típico do Direito Alemão e desconhecido dos demais Direitos, conforme reconhece, na obra que vimos traduzindo (1, I § 5, p. 243, n. 1), o próprio Wiedemann (que é, além do mais, um estudioso do Direito Comparado). Pode-se fazer, com todas as reservas, um ligeiro contraste no Direito Brasileiro com o patrimônio especial

substancial de uma exclusão forçada de alguns acionistas minoritários *in concreto*. Já, no âmbito da garantia constitucional de propriedade ela é menos convincente. O legislador coloca à disposição do acionista majoritário, ou da maioria dos acionistas, uma prerrogativa de supressão dos pequenos acionistas, não só frente a uma minoria irrelevante (*verschwindende Minderheit*), mas, nos termos dos §§ 320 e 327a da Lei das Sociedades por Ações, mediante uma maioria qualificada de 95% e, nos termos dos §§ 179a e 228 da Lei das Sociedade por Ações, mediante uma maioria de três quartos do capital social.²⁵ Os acionistas atingidos pela obrigatoriedade de saída forçada podem ter, em companhias de grande porte,²⁶ reali-

zados vultosos investimentos, cuja proteção constitucional fundamental resta ameaçada. Outra preocupação advém da completa desconsideração de qualquer proteção à confiança (*Vertrauensschutz*). O “acionista de mercado” (*Publikumsaktionär*²⁷) não possui, tipicamente, um vínculo pessoal com a “sua” empresa. Ainda assim, ficará tal acionista decepcionado caso a sociedade, que o tenha convidado a nela investir quando da sua abertura de capital ou de um aumento de capital, e à qual ele possivelmente tenha permanecido fiel durante períodos de crise, possa deliberar sua exclusão forçada sem qualquer justificativa.^X

O conceito de propriedade também engloba a prerrogativa de autodeterminação

dos sócios na sociedade em comum (art. 988 do CC)” (*RDM* 143, cit.). Cf., outrossim, do mesmo autor, *A Sociedade em Comum*, cit., pp. 78-84.

25. Ou seja: o argumento de Wiedemann é o de que nem sempre se pode dizer que o acionista forçado à exclusão era titular de uma participação insignificante.

26. Parece-nos não haver um critério de definição do que seja uma *Großgesellschaft*. A utilização desta expressão, a nosso ver, equipara-se ao exemplo mais óbvio da grande *corporation* americana, ainda que somente no quesito tamanho e importância no mercado, e menos no tocante à composição da estrutura acionária. Na realidade, pode-se aqui, talvez, fazer uma referência à grande empresa (*Großunternehmen*), mais do que à grande sociedade, que é o termo utilizado por Wiedemann neste texto. Sobre a grande empresa, o próprio Wiedemann discorre ao tratar sobre o ordenamento da empresa e as formas de organização do seu exercício e direção. Segundo ele: “O verdadeiro diagnóstico jurídico é unânime e inquestionável: as grandes empresas exercem poder econômico, social e político; têm a prerrogativa, portanto, de impor sua vontade sobre o interesse de outras pessoas e exercem influência ampla, cujos efeitos extrapolam o círculo dos investidores de capital, dos empregados e do mercado consumidor dos produtos e serviços por elas oferecidos”. No original: “Der rechtstatsächliche Befund ist unbestritten und unbestreitbar: Großunternehmen üben wirtschaftliche, gesellschaftliche und politische Macht aus, vermögen also, ihren Willen anderen Personen aufzuzwingen, und entfalten Breitenwirkungen, die über den Kapitalanlegerkreis, die Belegschaft und den Markt der von der Firma angebotenen Produkte

und Dienstleistungen hinausgehen”. Não é, portanto, uma questão de tamanho ou estrutura da sociedade, mas, sim, da empresa de que ela é titular (cf. Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., p. 318).

27. *Publikumsaktionär* tem significado semelhante a outra expressão usada por Wiedemann, qual seja, *Anlagegesellschaftler*, de que já tratamos. Wiedemann, ao dissertar sobre os tipos reais de sociedades, em contraposição à sua formatação meramente jurídica, aponta a existência de diferenças valorativas entre sociedades, como, por exemplo, sociedades fechadas controladas por grupos familiares ou pelo Estado. Dentro deste contexto, Wiedemann descreve a “sociedade pública” ou *Publikumsgesellschaft* – que não pode ser confundida com uma sociedade controlada pelo Poder Público (que ele denomina de *öffentliche Unternehmen*). A definição básica dada é a de que tais sociedades se capitalizam, também, por meio da oferta de participações sociais ao público. Tipicamente, estas sociedades são as companhias e as sociedades em comandita por ações, mas também a sociedade em comandita simples (KG) ou a GmbH & Co. KG (sociedade em comandita simples em que a sócia comanditada é uma sociedade limitada em que os seus quotistas são os sócios comanditários, muito comum na Alemanha). As “sociedades públicas puras” seriam aquelas em que a dispersão acionária é tamanha que não existe um acionista ou grupo que detenha a maioria acionária (cf. Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., pp. 121-122).

X. As opções atribuídas a determinados sócios de “sociedades abertas de pessoas” foram declaradas, com razão, ineficazes pelas decisões da Corte Federal BGHZ 84, 11 e BGHZ 104, 50, porque, nessa situação, separar-se-iam oportunidades e riscos.

da maneira pela qual será exercido o direito de fruição, e isso significa, no caso em específico, a possibilidade do exercício parcial do leque de prerrogativas assegurado pelo *status socii*. Uma comparação com a propriedade tradicional de coisas pode elucidar esta afirmativa. Também o proprietário de um imóvel está inserido em uma coletividade interessada na utilização de tal imóvel; seu imóvel não lhe pode ser desapropriado sob o argumento de que ele o deixa inutilizado. Não deveria ser chamada a atenção do acionista de mercado para o potencial perigo de que ele pode perder sua participação em um espaço de tempo inapropriado para seus interesses? Finalmente, é de se lamentar que o investimento a longo prazo em ações não detenha uma proteção à propriedade semelhante àquela que é garantida no caso dos fundos de pensão garantidos (*Versicherungssparen*).^{XI}

Detalhar-se-á o ponto em seguida. As justificativas apontadas pelo Tribunal Constitucional Federal para o tratamento privilegiado atribuído pelo legislador ao acionista majoritário foram, primeiramente, as importantes razões do interesse público, posteriormente o desenvolvimento da livre iniciativa empresarial (*freien Unternehmer-tums*) e, hoje, os custos e perigos atrelados à existência de pequenos acionistas – um reflexo dos tempos? Presumivelmente, foram os demandantes profissionais de invalidez das deliberações (*professionellen Anfechtungskläger*)²⁸ que por último exerceram

XI. *BVerfGE* 114, 1, 33 ss.: seguro de vida; com críticas *Mülbart/Leuschner*, *ZHR* 170 (2006), 635; *M. Sachs* em *FS Rainer Schmidt*, 2006, p. 385.

28. Trata-se, na verdade, no mais das vezes, de litigantes profissionais que compram uma ou duas ações antes da assembleia, para, posteriormente, propor ação anulatória e, com isso, tentar obter alguma forma de vantagem da companhia (o *headache value* da experiência norte-americana, ou o *Lästigkeitswert* – “valor da importunação” – da experiência alemã, cf. *Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht*, 4ª ed., Carl Heymanns Verlag, 2002, pp. 863-864), *apud* Erasmo Valladão, “Lineamentos da reforma do direito societário italiano em matéria

significativa influência no balanceamento dos interesses a favor dos acionistas majoritários. A exclusão forçada de acionistas minoritários importunos ou, mesmo, obstinados poderia ser um objetivo legítimo, desde que tal característica se encontrasse presente em relação a todos ou, ao menos, ao típico pequeno acionista. Não é o caso. Segundo os mais recentes levantamentos,^{XII} apenas um reduzido número de pequenos acionistas ativistas quase profissionais é responsável pela proposição das demandas abusivas de invalidação, enquanto a exclusão forçada pode atingir indistintamente muitos milhares de pequenos acionistas desinteressados – especialmente quando não se diferencia, como o Tribunal Constitucional Federal, entre as diversas gradações das deliberações majoritárias qualificadas.

O legislador conseguiria evitar o abuso no exercício do direito [*por alguns pequenos acionistas*] com mecanismos mais discretos. Caso o remédio previsto no § 246a da Lei das Sociedades por Ações tivesse aplicação,²⁹ certamente não bastaria a alegação de

de invalidez de deliberações assembleares”, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros Editores, 2009, p. 108, nota 23. Sobre o assunto, v. o amplo estudo de Erasmo Valladão e Marcelo Vieira von Adamek intitulado “Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear”, in Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira (coords.), *Processo Societário*, São Paulo, Quartier Latin, 2012, pp. 157-184.

XII. Baums/Kienast/Gajek, *ZIP* 2007, 1629, 1635 ss., falam de aproximadamente 40 pessoas ou sociedades processadas. As estatísticas do Instituto Acionário Alemão (*Factbook* 2007), p. 08.3-Número-D apontam para a existência de 4.047 milhões de investidores privados.

29. O processo descrito nesse artigo é o *Freigabeverfahren*. A companhia pode, nos termos desse artigo, pleitear em juízo que determinada ação de nulidade de uma deliberação assemblear não seja impeditiva de seu registro no registro do comércio para fins de sua plena eficácia. O juiz pode decidir de tal forma caso entenda que a ação carece de fundamento, entre outros motivos. É uma maneira de coibir o abuso da minoria.

incômodo [causado pelos minoritários] ou, mesmo, de mera suspeita de que um acionista estaria agindo de má-fé [ao pleitear a nulidade das deliberações] para possibilitar a adoção de medidas de exclusão forçada do acionista que carecem de justificação substancial. O problema das ações judiciais que carecem de legitimidade não pode ser resolvido por meio da exclusão forçada dos acionistas de boa-fé.³⁰

(c) Permanece, portanto, a ponderação de interesses [opostos] entre aqueles – indiscutivelmente justificados – interesses dos acionistas majoritários de poderem deliberar alterações estatutárias ou de estrutura [da sociedade] por maioria qualificada e de poderem implementar atos de gestão empresarial com agilidade e aqueles interesses – igualmente legítimos – dos acionistas investidores de não terem suas participações societárias direta ou indiretamente tolhidas de seu patrimônio sem uma devida motivação.

Evidentemente, é ressaltada nas decisões do Tribunal Constitucional alemão a necessidade de promoção de modificações fundamentais na sociedade; nenhuma das decisões de tal Tribunal, ao que consta, entra no mérito da aplicabilidade das proteções constitucionais mínimas [da propriedade] ou da assim chamada Teoria da Não Inércia do Estado (*Untermaßverbot*).^{XIII-31}

De acordo com os conceitos elementares do direito societário, as participações sociais não podem ter sua circulação totalmente vedada e – assim se desejaria acrescentar – tampouco podem ser destituídas de seus titulares sem motivação; caso contrário

30. A exclusão do acionista do círculo social é, segundo Wiedemann, a *ultima ratio* no rol de soluções intrassocietárias de conflitos (cf. Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., p. 383).

XIII. Compare *BVerfGE* 83, 203, 261: representante comercial; *BVerfGE* 89, 214, 231: cidadania; *BVerfGE* 103, 89, 101: contrato pré-nupcial.

31. A doutrina do direito constitucional distingue a “proibição do excesso” (*Übermassverbot*) da “proibição da proteção deficiente” (*Untermaßverbot*).

a Constituição não assegura um verdadeiro direito de propriedade. A doutrina dos deveres de proteção [do Estado]³² foi certamente desenvolvida para ser aplicada pelo Tribunal Constitucional Federal quando há necessidade de suprimir a eficácia de uma parte do contrato no contexto das relações contratuais; a aplicação dessa doutrina no campo do direito societário, com exceção do caso julgado em *BVerfGE* 114, 1, 33 e ss. (seguro de vida),^{XIV} ainda não pode ser verificada.^{XV}

Caso se busque uma justificativa sustentável da falta de aplicação de tal doutrina [no direito societário] no fato de que um sócio, em uma relação jurídica, não pode se submeter ilimitadamente à esfera potestativa dos demais, e caso o legislador ou auxiliariamente a jurisprudência se vejam na obrigação de aplicação do direito comum, então, seriam avaliadas também as sujeições “em branco” na entrada de acionistas em uma sociedade – por seu caráter fictício.

É compreensível que o direito constitucional não tenha uma solução geral para o conflito entre maioria e minoria, mas que apenas exija do legislador a manutenção de restrições mais amplas. Uma hipótese de limitação constitucional do legislador poderia ser identificada no sentido de exigir elementos substanciais mínimos no suporte fático de determinados tipos de operação, como na aquisição hostil ou em uma transformação que tenha decorrido de uma crise (*krisenbedingte Umwandlung*). Um outro caminho sugerido seria talvez, com apoio no § 304 da Lei das Sociedades por Ações,

32. Sobre o tema, cf.: Flávio Beicker Barbosa de Oliveira, *Controle da Omissão Estatal em Direitos Fundamentais – Conteúdo, Estrutura e o Problema da Justiciabilidade dos Deveres de Proteção*, dissertação de Mestrado, São Paulo, Faculdade de Direito da USP, 2013.

XIV. Criticamente Mühlbert/Leuschner, *ZHR* 170 (2006), 615, pp. 649 e ss; M. Sachs (*Fn. 11*), p. 385.

XV. Afirmativamente para o direito societário, cf. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, vol. 2, 2004, § 2 IV, p. 131.

que aos pequenos acionistas dissidentes fosse obrigatoriamente oferecida uma participação nos lucros futuros da companhia – algo como um acionista oculto ou um titular de partes beneficiárias.

O valor de troca aplicável nessas hipóteses pode ser determinado no processo judicial da mesma forma que é calculado o valor a ser pago aos acionistas que se retiram da sociedade.

III – Proteção ao direito de propriedade no direito societário

1. Posicionamento atual

A proteção da titularidade acionária do pequeno acionista investidor na legislação, na jurisprudência e na doutrina aqui se pode apenas esboçar; essas três fontes do Direito exercem influências múltiplas sobre a situação do acionista. O direito das sociedades por ações já no século XIX era um direito político, e assim ele permanece até hoje.

(a) O princípio diretor da Lei das Sociedades por Ações de 1965 foi o acionista investidor individual – ao menos nos dois primeiros livros da lei. Muito citado é o trecho da Exposição de Motivos em que os acionistas são chamados de “proprietários econômicos” da empresa.

Kropff, *Lei das Sociedades por Ações*, 1965, p. 14: “Os objetivos de toda regulação das sociedades por ações devem estar alinhados com a indagação fundamental se cada regra individualmente considerada reflete a situação dos acionistas como proprietários econômicos da empresa, e devem também considerar se as prerrogativas e direitos dos acionistas estão sendo suprimidos ou limitados apenas em decorrência das particularidades oriundas do estado de membro de uma sociedade que foi desenhada para se colocar externamente perante a economia e o mercado de capitais como uma forma de propriedade particularmente desenhada, ou em decorrência

de interesses econômicos ou político-sociais que sobre eles tenha prevalência”.

A lei parte de um modelo de sociedade aberta (*Publikumsgesellschaft*), com um sem-número de acionistas investidores anônimos, e primeiramente não enfoca aqueles acionistas individualmente considerados, ou grupo de acionistas, que querem e podem exercer o poder de direção da sociedade – ao menos enquanto não exista um contrato de dominação ou de compartilhamento de lucros com as consequências dos arts. 304 e ss. da Lei das Sociedades por Ações. Não é o acionista majoritário, nem o acionista individualmente considerado, o titular da propriedade acionária, mas apenas a comunidade de acionistas o é, vinculados entre si apenas por meio de seus investimentos. E este modelo é ainda mais peculiar quando se considera que este tipo de sociedade verdadeiramente de capital pulverizado, sem um acionista dominante, já na época da publicação da lei e em certa medida ainda nos dias atuais representa um tipo excepcional de sociedade na Alemanha. Diferentemente do que ocorre nos Países de origem anglo-saxã, [*na Alemanha*] predominam as grandes empresas controladas e geridas por uma empresa dominante ou por um grupo familiar. O legislador tomou para si esta realidade fático-jurídica quando incorporou em sua peça legislativa, no terceiro livro [*da lei*], os grupos de empresas; foi na regulação do direito dos grupos de empresas [*Konzernrecht*] que o legislador encontrou uma justificável forma de equilibrar os interesses das empresas dominantes com os dos (pequenos) acionistas. A primeira consequência jurídica tangível é a supressão do direito de titularidade acionária quando da ocorrência de uma subordinação empresarial [*Eingliederung*] conforme os arts. 319 e 320 da Lei das Sociedades por Ações, eis que, mediante a deliberação e implementação de uma tal subordinação, todas as ações são compulsoriamente transferidas para o acionista principal; compare-se com o art. 320a, Frase 1, da Lei das Sociedades por

Ações. Aos acionistas dissidentes deve ser oferecida uma indenização na forma de ações da sociedade principal; art. 320b, parágrafo 1, Frase 2, da Lei das Sociedades por Ações.

Posteriormente o legislador enfraqueceu ainda mais, em parte diretamente e em parte indiretamente, a proteção da titularidade acionária do pequeno acionista. Isso ocorreu primeiramente e principalmente por meio da publicação da Lei sobre Ofertas Públicas de Aquisição de Valores Mobiliários (*WpÜG*) no ano de 2001, que passou a permitir, por meio da inclusão na Lei das Sociedades por Ações dos arts. 327a e ss., uma exclusão forçada e imotivada de pequenos acionistas.^{XVI}

A Exposição de Motivos da mencionada lei faz referência a diversos benefícios que um *squeeze-out* pode gerar ao acionista ou sociedade principal;^{XVII} tal operação é benéfica sob o ponto de vista de economia de custos, além de prevenir a ocorrência de ações de invalidade [*de deliberação ou assembleia*] de caráter extorsivo. Adicionalmente, existiria um notável interesse nas estruturas de concentração e grupamento empresarial e, neste contexto, uma necessidade de imposição de restrições para um possível exercício abusivo de direitos por parte dos acionistas minoritários.^{XVIII}

No entanto, estes requisitos e justificativas substanciais não encontraram qualquer acolhimento na descrição do tipo legal da subordinação societária conforme o art. 327a da Lei Societária de 1965. Quando normalmente se argumenta que o acionista-investidor possui genericamente apenas interesses patrimoniais em sua participação, esta afirmação deve ser tida certamente como

correta – mas tal não abona a presença de uma suspeita generalizada positivada em lei no sentido de que os acionistas minoritários se apresentam genericamente como uma comunidade de risco. Os fundamentos adotados pelo legislador de tempos passados apenas indiretamente podem servir como base para conclusões atuais acerca do enquadramento valorativo dado pela Lei Societária aos acionistas-investidores.^{XIX}

Na Lei Acerca da Integridade Empresarial (*Gesetz zur Unternehmensintegrität*), de 2004, o projeto de lei apresentado pelo Governo ilustra o interesse dos (corajosos) acionistas-investidores como um interesse “no benéfico crescimento e desenvolvimento de longo prazo da sociedade e na valorização das participações sociais adquiridas”.^{XX} A partir dessa constatação, o legislador vai adiante e concretiza na lei as suas preocupações com relação ao abuso no exercício de direitos de fiscalização.^{XXI}

Por ocasião da introdução do § 246a da Lei das Sociedades por Ações, que regula o procedimento judicial revisional das ações de invalidade assemblear (*Freigabeverfahren*), foi discutido – ainda que apenas no nível da Exposição de Motivos – um sopesamento de interesses, que culminou com um duvidoso enfraquecimento da capacidade postulatória geral dos acionistas (*Anfechtungsrecht*).^{XXII}

XIX. Acerca do encolhimento dos direitos de propriedade em decorrência da imposição de limitações a prerrogativas societárias individualmente consideradas, em especial no âmbito dos direitos à informação e nos direitos de fiscalização, cf.: Mühlbert, em *FS Ulmer*, 2003, p. 433.

XX. *BT-Drucks* 15/5092, p. 27.

XXI. Comparativamente, por último, Baums/Drinhausen, *ZIP* 2008, 145, 150; Goette, *DStR* 2007, 2264, 2265; Goll/Schwörer, *ZRP* 2008, 77; Jochen vetter, *AG* 2008, 177.

XXII. Sobre como tal discussão foi transposta ao texto legislativo: Refe eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie vom Mai 2008, art. 1, § 135, Nr. 36; sobre o tema: Seibert, *ZIP* 2008, 906, 910; complementarmente em Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, *AG* 2008, 617.

XVI. Criticamente, Schön (*Fn. 6*), pp. 1.359, 1.389; Zöllner, *Der Gesellschafter*, 2004, Sonderheft, pp. 5, 12.

XVII. *BT-Drucks*, 14/7034, pp. 31, 32.

XVIII. Em relação ao tema de controle do abuso de direito, cf.: Amberger, *Die Missbrauchskontrolle im Rahmen des aktienrechtlichen Squeeze-Out*, 2007.

Como aqui estamos tratando de dispositivos que apenas indiretamente irradiam seus efeitos sobre a posição jurídica do pequeno acionista, não aprofundaremos mais estas questões.

(b) A jurisprudência da II Câmara Civil do Superior Tribunal de Justiça reconhece os interesses dos acionistas individuais, assim como o dos diversos grupos minoritários, de forma constantemente variada. Isso foi verdade também em um primeiro momento para a proteção do direito de propriedade em sentido estrito, ou seja, para a preservação da membridade social. Com o passar do tempo, e paralelamente à criação do Tribunal Constitucional alemão, a jurisprudência evoluiu e se deslocou para uma proteção residual do patrimônio.^{XXIII}

Representativa para as decisões da primeira vertente da jurisprudência foi apenas a decisão do “Caso Macroton”, no Livro do Superior Tribunal de Justiça 153, 47. Nesse caso, a controvérsia recaía sobre se a decisão acerca do fechamento de capital de uma sociedade por ações era de competência da administração ou da assembleia-geral, e, caso prevalecesse a competência desta última, quais seriam os requisitos formais e materiais que a deliberação social deveria preencher. O Tribunal decidiu ser a competência da assembleia-geral, mas permitiu que a deliberação sobre a “delistagem” fosse tomada por maioria simples, uma vez que esse ato societário não modificaria a estrutura da sociedade, tampouco a estrutura dos direitos dos acionistas.

A justificativa para tal decisão remonta à consolidada posição adotada pelo Tribunal Constitucional Federal no tocante à garantia do direito de propriedade das participações sociais.^{XXIV}

XXIII. Claramente, por último, em BGH, ZIP 2006, 2080: *squeeze-out*.

XXIV. Criticamente, Ekkenga, ZGR 2003, 878; abrangentemente sobre o tema, Kleppe, *Anlegerschutz eines Unternehmens beim Rückzug von der Börse*, 2002.

Adicionalmente, a decisão judicial garante aos pequenos acionistas dissidentes da deliberação um direito a uma retribuição em dinheiro, em conjunto com a possibilidade de estipulação compulsória do valor da participação social para fins de indenização em juízo, em analogia ao processo revisional de preço.³³ A obrigatoriedade de justificativa material para a imposição de drásticas restrições à circulação das ações não é abordada, e o art. 53a da Lei das Sociedades por Ações não foi explorado, ainda que os diversos efeitos de um fechamento de capital sejam espelhados tanto em participações majoritárias como minoritárias. Em resumo, prevalece a intenção geral de garantir aos acionistas minoritários uma posição juridicamente tutelada na assembleia-geral e, para mais, também possibilidades de saída da sociedade que lhes garantam a manutenção de valor da propriedade.

Já, com relação à segunda vertente de decisões jurisprudenciais, aquelas que remontam à decisão de Kali + Salz,^{XXV} pode-se afirmar que as expectativas daquela decisão nunca se concretizaram.

A adoção da regra de substancialidade como um dos princípios fundamentais do direito societário foi negada expressamente nas fundamentações de decisões posteriores.^{XXVI}

33. O procedimento denominado genericamente de *Spruchstellenverfahren* refere-se a um processo judicial a que tem direito o acionista minoritário, cujo objeto é contestar e, portanto, definir judicialmente o preço a ser pago por determinados acionistas na ocorrência de alguns eventos societários determinantes, como a já mencionada subordinação, ou *Eingliederung*, e outras deliberações que tenham impacto na esfera societária grande o suficiente para gerar um direito de retirada. Como acontece com frequência, a Lei das Sociedades por Ações de 1965 da Alemanha muitas vezes não determina o valor ou os critérios para a determinação do preço da indenização em dinheiro ou das ações ofertadas aos acionistas dissidentes.

XXV. BGHZ 71, 40, 42 (AG): limitado em escopo; e BGHZ 76, 352: sociedade limitada.

XXVI. Compare com BGHZ 138, 71, 75 – *Sachsenmilch*.

A força persuasiva dos argumentos utilizados nessas decisões será revisitada mais a fundo abaixo.

2. O pequeno acionista como um membro da coletividade

Em tempos recentes vê-se na doutrina o surgimento de uma corrente que formula o interesse na titularidade da participação societária dos pequenos acionistas não sob o ponto de vista de um membro da coletividade societária, mas sob o prisma de um investidor de capital.^{XXVII}

Consequentemente, os interesses dos acionistas de mercado não são protegidos de acordo com conceitos societários, mas, sim, na medida em que se medem as consequências que a introdução de determinada regra terá na eficiência do mercado de capitais. A participação societária é instrumentalizada, e equiparada com uma série de outros produtos disponíveis no mercado financeiro. O pequeno acionista, assim – defende esta tese –, deve ser encarado em sua capacidade de investidor de capital. Sobre esta conclusão nos debruçaremos mais a fundo.

Esta corrente enfatiza que o interesse empresarial do pequeno acionista resta reduzido, em períodos de sucesso empresarial, simplesmente ao interesse no lucro e no aumento da cotação das ações, enquanto esse interesse em épocas de crise reduz-se somente a um interesse de saída da sociedade de forma rápida e eficiente.

Coerentemente, esta teoria reforça também as diferenças existentes entre os acionistas de investimento e os acionistas

empresários, que, na qualidade de acionistas majoritários, detêm o poder de administrar a sociedade, ou ao menos de exercer a soberania social e a política de financiamento da empresa. Esta contraposição entre classes de acionistas é particularmente nítida em sociedades listadas em Bolsa – mas ela nunca foi estranha ao direito societário. É por essa razão que desde há tempos existe na Europa Continental uma forma especial de sociedade, nomeadamente a sociedade em comandita, na qual ambos os tipos de sócios podem se juntar com a finalidade de perseguir um fim comum. E tampouco causa alguma surpresa que o *Code du Commerce* de 1807 tenha privilegiado a criação de sociedades em comandita por ações – à época evidentemente a maioria – em comparação com a [“unitária”] *société anonyme*, na medida em que apenas esta última era sujeita a autorização do Poder Público para funcionamento. O Código Comercial Geral da Alemanha (*ADHGB*) de 1861 incorporou esta visão em seu texto, na medida em que tal lei, nos seus arts. 173 e ss., apresentava a sociedade em comandita por ações evidentemente como a forma societária básica mais apropriada para o exercício da grande empresa.

Na concorrência dos tipos societários, a economia e o empresariado deram preferência para o tipo unitário de sociedade por ações. Isto leva à reflexão. Fatores cruciais para o desenvolvimento deste pensamento foram, se vejo corretamente, a simplificação da organização societária e, principalmente, a multiplicidade de objetivos que podem ser perseguidos por meio da titularidade acionária. A migração de um acionista empresário, com a responsabilidade respectiva, para um mero investidor de capital – e vice-versa – é também na sociedade unitária [em que há apenas um tipo de sócio] possível, sem que seja necessária uma mudança substancial nos direitos dos sócios e fundamentalmente sem a concordância dos demais acionistas. O mesmo vale para a circulabilidade das ações no mercado de capitais: o limite de ações

XXVII. Sobre o tema: Mülbert (*Fn. 1*), pp. 84 e ss., 154 e ss.; neste sentido também Fleischner, em *Großkomm. AktG*, 4ª ed. 2007, na introdução ao § 327a da Lei das Sociedades por Ações, nota 8; Kalss, *Der Anleger im Handlungsdreieck zwischen Vertrag, Verband und Markt*, 2001, pp. 62 e ss.; de forma reticente: Zöllner, *Der Gesellschafter*, 2004, Sonderheft, pp. 5 e ss.

que garante direito de veto em determinadas deliberações, assim como maiorias simples ou qualificadas, pode ser alcançado com a aquisição de uma única ação adicional, sem qualquer modificação na organização societária ou na estrutura de sócios. E aí está justamente a peculiar vantagem da propriedade acionária, refletida no fato de que ela pode representar diferentes objetivos, a depender de quem seja seu proprietário.

As ininterruptas transferências de titularidade e a multiplicidade de formatos intermediários de sociedades com crescente participação ativa de acionistas minoritários (*outsiders*) apenas podem ser esclarecidas por meio de princípios societários, e, dessa forma, apenas por meio de participações societárias independentes da pessoa do sócio.

IV – “In summa”

1. Todos os acionistas estão vinculados aos lucros e prejuízos da sociedade. As participações societárias referem-se, por sua vez, à totalidade da empresa social ou – conforme o moderno Direito Italiano^{XXVIII} – a um determinado segmento da empresa.

2. Para a proteção do *status socii*, os acionistas podem invocar as disposições dos arts. 2, § 1, 9, § 1, e 14, § 1, da Lei Fundamental, que, em sua substância, contém previsão de uma efetiva proteção ao direito de propriedade, e não apenas a prerrogativa de uma compensação financeira adequada.

3. Em uma sociedade por ações de capital pulverizado predomina nitidamente o objetivo de investimento do pequeno acionista; esse fato demanda um ajuste nos direitos dos acionistas, consubstanciado mais em regras de tutela reforçada do investidor do que em restrições não justificadas ou, mesmo, na exclusão dos direitos de participação.

Todos os direitos dos acionistas estão, em seu núcleo, ligados entre si pela comunidade entre todos os acionistas em torno do lucro ou prejuízo social. As possibilidades de formatação e de circulação das participações sociais apenas podem ser atingidas por meio de princípios do direito societário, não com a utilização de conceitos civis de indenização, tampouco estendendo-se a grupos empresariais e muito menos reduzindo-se a análise a participações no mercado de capitais. Também quando nas mãos de pequenos acionistas as ações garantem aos titulares a qualidade absoluta de membros da sociedade.

XXVIII. Sobre o tema: Janine Oelkers, “Das patrimonio destinato zur Verfolgung besonderer

Geschäftsvorhaben”, in *Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler*, 2007, p. 235.