

Espaço Discente

LIMITES DE EFETIVIDADE DO DIREITO SOCIETÁRIO NA REPRESSÃO AO USO DISFUNCIONAL DO PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

RICARDO FERREIRA DE MACEDO

1. Introdução. Dissociação entre propriedade e poder de controle empresarial e suas conseqüências no plano econômico-comportamental: o problema das refrações decisórias intra e extrasocietárias. 2. Refrações decisórias no plano intrasocietário e sua gradação nas diversas formas de configuração do poder de controle empresarial: 2.1 Poder de controle e sua alocação na estrutura interna das sociedades anônimas; 2.2 Tipologia do poder de controle e identificação dos centros de poder decisório nas sociedades anônimas; 2.3 Gradação da potencialidade de refrações decisórias intrasocietárias em cada uma das hipóteses de configuração do poder de controle; 2.4 O problema das refrações decisórias intrasocietárias no perfil das sociedades anônimas abertas brasileiras. Análise crítica dos mecanismos da vigente lei acionária para sua correção; 2.5 Modelos alternativos de correção de refrações decisórias intrasocietárias. 3. Refrações decisórias no plano extrasocietário. O princípio da função social da propriedade e sua aplicabilidade no plano empresarial: 3.1 Algumas considerações preliminares; 3.2 O conteúdo do princípio e o problema de sua indeterminação; 3.3 Mecanismos indutivos à observância do princípio da função social da propriedade. 4. Conclusões. Da necessidade de construção de um direito empresarial público.

1. Introdução. Dissociação entre propriedade e poder de controle empresarial e suas conseqüências no plano econômico-comportamental: o problema das refrações decisórias intra e extrasocietárias

Os estudos fenomenológicos sobre o comportamento dos agentes econômicos, desde os mais elementares, como a lei da oferta e da demanda, até os mais sofisticados, como a teoria dos jogos, ao esboçarem modelos de compreensão da lógica que regem a atividade econômica, prescindem, no

mais das vezes, da análise de dados fundamentais, principalmente de ordem psicológica, ínsitos a qualquer fenômeno humano, o que conduz a uma imprecisão analítica que, ademais, é típica de qualquer ciência social.¹

1. Esta imprecisão natural dos modelos lógicos de comportamento econômico, no que tange exatamente à sua eficiência em explicar tal comportamento, foi apontada pelo próprio Pareto, ao aduzir que "os homens seguem seu sentimento e seu interesse, mas agrada-lhes imaginar que seguem a razão; também procuram, e encontram sempre, uma

A adoção do princípio hedonista como dado psicológico fundamental nos modelos econômicos, que partem invariavelmente da convicção de que o agente econômico, jogando racionalmente, visa sempre a uma maximização de resultados, acaba por estabelecer como que um denominador comum comportamental que concede ao economista vênia para prescindir da análise de quaisquer outros elementos psicológicos ou, mais amplamente, subjetivos, determinantes do comportamento dos agentes de mercado.

Inobstante a clara impossibilidade científica de predição ou sistematização de todos os dados aptos a influenciar o comportamento econômico, certas percepções não podem ser olvidadas na análise de tal comportamento.

Uma dessas percepções, talvez a mais óbvia de todas, diz respeito às profundas alterações na estrutura da propriedade dos bens de produção ensejada pela vulgarização do modelo das sociedades anônimas na economia moderna.

Com efeito, enquanto a unidade econômica típica do século XIX tinha seu capital constituído pela riqueza de um ou de poucos indivíduos, concentrando-se nas mãos desses a propriedade do capital, o controle sobre ele e, como contrapartida, o risco inerente à atividade econômica a que se propunham; as unidades econômicas típicas do capitalismo atual agregam a riqueza de dezenas ou centenas de milhares de indivíduos, que detêm, cada qual, a propriedade de frações do capital destas unidades e, portanto, frações do risco da atividade por elas exercida, enquanto o controle é detido por um indivíduo ou grupo determinado, alheio ou relativamente alheio ao risco empresarial.

A dissociação entre a propriedade e o controle sobre o capital, apontada pionei-

teoria que, *a posteriori*, dá certa cor lógica a suas ações" (Vilfredo Pareto, *Manual de Economia Política*, v. I, p. 74).

ramente por Marx, e a conseqüente dissociação entre controle e risco, fenômenos devidos, ao menos do ponto de vista de sua operacionalização, à tecnologia jurídica consubstanciada no modelo das sociedades por ações, ensejou profundas modificações na lógica da tomada de decisões pelos agentes empresariais.

Tal percepção chega a ser intuitiva. Enquanto na empresa individual e em sociedades com poucos sócios, a esfera decisória permanece no âmbito da vontade dos proprietários do capital (sobre os quais incide diretamente o risco da atividade econômica); na estrutura produtiva organizada sob a forma de S/A, a esfera decisória² sai do âmbito da vontade dos proprietários e passa ao âmbito da vontade dos controladores, que podem deter parcela ínfima do capital da sociedade (e, portanto, do risco empresarial), e administradores da empresa (estes últimos, em regra, alheios a esse risco).

As notas psicológicas e os critérios que orientam a avaliação de risco são, evidentemente, diversos num caso e noutro. A análise de riscos tende a ser naturalmente mais rígida nas unidades econômicas em que há coincidência entre propriedade e controle, enquanto que nas unidades em que não há tal coincidência a análise de riscos pelos controladores e administradores tende a ser menos responsável.

Mas a potencial distorção no mecanismo decisório-empresarial ensejada pela aludida dissociação entre propriedade e con-

2. O que genérica e atecnicamente denominamos "esfera decisória" engloba, indistintamente, a competência da assembleia geral da sociedade (onde se manifesta o poder decisório do controlador) e dos órgãos de administração da mesma, que tendem a representar uma espécie de prolongamento operacional da atuação do controlador, salvo nos casos, adiante analisados, de controle gerencial. Não se ignora, aqui, a diferença entre as esferas deliberativa e administrativa, nem tampouco a possibilidade de conflito entre ambas. Todavia, o foco da análise ora desenvolvida centra-se na potencialidade de conflitos entre detentores do poder decisório, amplamente considerado (i.e., no âmbito administrativo e deliberativo), e os proprietários alheios a esse poder.

trole não se resume a problemas de rigor na análise de riscos, mas estende-se aos próprios objetivos visados em cada decisão.

Enquanto nas unidades em que há coincidência entre propriedade e controle é razoavelmente sustentável (e os modelos econômico-comportamentais garantem, em certa medida, essa razoabilidade) que a tomada de decisões visa à maximização de resultados no emprego do capital, nas unidades em que não há essa coincidência, os fins visados pelos detentores do controle podem não se pautar na maximização de resultados, já que tais resultados, sejam positivos ou negativos, têm mais impacto na esfera de interesses dos proprietários do que na esfera de interesses dos controladores, que detêm o poder decisório.

Isto não significa, evidentemente, que o controlador deixará de agir hedonisticamente; ao contrário, ele continuará tendendo a agir visando à maximização de seus interesses. O que o fenômeno da dissociação entre propriedade e poder provoca é um potencial afastamento entre os interesses do controlador e os dos proprietários do capital, afastamento que cria uma situação de potencial distorção ou refração decisória na condução da atividade das unidades econômicas em que se verifica a aludida dissociação. As decisões que, normalmente, visariam a maximização dos resultados no emprego do capital refratam-se, tendendo a se direcionar ao atendimento dos interesses do controlador.

Esta situação de potencial distorção decisória na atividade empresarial moderna — embora não tenha despertado, até aqui, suficiente interesse entre os juristas, que se limitam a abordá-la a partir de uma prévia polarização valorativa “controlador *versus* minoritários”, sem atentar para o substrato econômico deste potencial conflito —, foi, já há algum tempo, bem apreendida pelos estudiosos da ciência econômica.

Nada obstante a existência de trabalhos tecnicamente mais sofisticados, principalmente no curso das últimas duas dé-

cadadas, nas quais os problemas de *agency* parecem ter adquirido relevância na pauta dos economistas, merecem destaque, por sua extrema acessibilidade,³ as considerações de Galbraith acerca do tema, divulgadas na segunda metade da década de 60.

Aduz o referido economista que “os membros da tecnoestrutura não recebem os lucros que eles maximizam. (...) Por conseguinte, se se tem de manter o empenho tradicional de maximização de lucros, os membros devem estar dispostos a fazer para outros, especificamente para os acionistas, o que lhes é proibido fazer para si. (...) A vontade de auferir lucros é, à semelhança do ato sexual, um instinto básico. Mas ao mesmo tempo (...) esse impulso não opera na primeira pessoa e sim na terceira. Destaca-se o ‘eu’ e manifesta-se em favor de pessoas desconhecidas, anônimas e destituídas de poder, as quais não têm a mais leve noção de que seus lucros possam estar na realidade sendo maximizados. Levando mais longe a analogia, tem-se que imaginar que um homem heterossexual forte, cheio de vida e seguro de si se abstém das mulheres bonitas e disponíveis que o cercam de perto, a fim de maximizar as oportunidades de outros homens, de cuja existência sabe apenas por ouvir dizer. Tais são os fundamentos da doutrina da maximização quando existe plena separação entre o poder e a recompensa”.⁴

Assim, dada a aludida potencial divergência de interesses entre detentores do poder e detentores da propriedade, os dados psicológicos determinantes do processo decisório, analiticamente indiferentes no

3. A coexistência de acessibilidade e precisão técnica é o aspecto fascinante da obra de Galbraith e da própria postura deste autor em face do papel do cientista econômico. É célebre sua anotação de que “a Economia não pode ser avaliada apenas pela elegância teórica de suas regras, o refinamento de sua fórmulas, o intrincado de sua matemática ou geometria, mas muito mais para a solução de problemas importantes”. A crítica é de ser absorvida pelos juristas.

4. John Kenneth Galbraith, *O Novo Estado Industrial*, p. 97.

âmbito das empresas individuais e das pequenas sociedades, tornam-se analítica e juridicamente relevantes no que tange as sociedades em que ocorre dissociação entre a propriedade e o controle.

Na mera potencialidade de conflito de interesses acima aludida é que reside o objeto das normas tendentes a balizar a conduta dos controladores e dos administradores das sociedades anônimas.

Tais normas, geralmente descritas sob as rubricas algo contaminadas ideologicamente (repressão ao abuso do poder de controle, proteção ao acionista minoritário etc.), visam simplesmente a correção da potencial e natural *refração decisória* ocasionada pela dissociação entre propriedade e controle, refração que, potencialmente, tende a desviar o foco das decisões em uma empresa, afastando-o dos interesses de seus proprietários e aproximando-o dos interesses de seus efetivos controladores e/ou administradores.

Depurado o óbvio, isto é, identificado o problema em sua essência, qual seja, a potencial distorção decisória nas unidades econômicas em que propriedade e controle encontram-se dissociados, intui-se, imediatamente, as primeiras deficiências em sua vigente normatização, deficiências dentre as quais se destaca a indiferença do legislador à gradação do fenômeno da refração decisória.

Como apontaram Berle e Means, clássicos monografistas da matéria aqui investigada, a separação entre propriedade do capital e controle sobre o mesmo pode ocorrer em vários níveis, acentuando-se na razão direta do aumento da dispersão acionária da empresa.⁵

Nesta gradação do fenômeno da dissociação entre propriedade e controle (e a decorrente gradação do fenômeno da potencial refração decisória) reside o substrato

dos estudos que desenvolveram a chamada tipologia do poder de controle das sociedades anônimas. Tais estudos, relativamente sedimentados na doutrina e ainda indiferentes ao legislador, mostram que o fenômeno do poder de controle, longe de ser um fenômeno homogêneo, apresenta formas diversas de configuração.

Embora a olhos menos atentos à fenomenologia societária a forma majoritária possa parecer o único meio de configuração do poder de controle empresarial, a realidade da economia interna das sociedades anônimas aponta para outras formas de constituição da situação de controle, sendo, ademais, inegável que a potencialidade de conflito de interesse entre os ocupantes da esfera decisória da sociedade e os acionistas não controladores da mesma desenvolve-se de forma peculiar em cada uma destas formas.

Dessa constatação decorre, naturalmente, a necessidade da adoção de mecanismos próprios e individualizados de correção das distorções decisórias em cada uma das formas de configuração da situação de controle, necessidade, até hoje, ignorada pelo legislador e, em certa medida, por grande parte dos autores que se detiveram no estudo da proteção aos acionistas minoritários.

As distorções decisórias acima apontadas dizem respeito apenas a refrações internas ao prisma do capital (aqui denominadas refrações decisórias intrasocietárias), isto é, ao afastamento dos fins visados nas decisões empresariais dos interesses dos proprietários do capital alheios ao controle.

Em um sistema econômico estritamente liberal, esta seria a única distorção a ser juridicamente sanada. Todavia, supondo que a Constituição Federal ainda esteja vigente, inobstante o ambiente político desta última década apontar em sentido contrário, a atuação dos agentes econômicos empresariais não deve ser direcionada apenas em função dos interesses do capital, mas, também, e, aliás, primordialmente, em fun-

5. Cf. Adolf Berle e Gardiner C. Means, *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, p. 35.

ção do interesse da coletividade. É o que impõe o art. 170, III da Carta Constitucional e, no plano ordinário, os arts. 116, parágrafo único e 154 da Lei das Sociedades por Ações.

Assim, ao direito cabe não só a correção das refrações decisórias internas ao prisma dos interesses do capital, mas, também, a correção das refrações decisórias externas a este prisma, isto é, a correção do afastamento entre os fins visados nas decisões empresarias e os interesses da coletividade, que devem ser observados por força do princípio da função social da propriedade.

As normas tendentes a balizar a conduta de controladores e administradores das sociedades anônimas devem ser efetivas nos dois planos, intrasocietário e extrasocietário, acima apontados.

Não se deve ignorar, ademais, a possibilidade de conflito entre esses dois planos de direcionamento das decisões empresarias. A resolução de tal conflito dependerá de uma ponderação, caso a caso, ponderação esta que, todavia, não poderá partir de uma pré-concepção que sobreponha aprioristicamente o plano extrasocietário ao intrasocietário.⁶

Não há, como poderia parecer, uma correspondência entre a contraposição extrasocietário/intrasocietário e a clássica contraposição interesse público/interesse privado. Ao contrário, o plano de interesses intrasocietário adquire modernamente

6. Tal afirmação não requer a vênua para discordar das clássicas posições de Rathenau e Merrick Dodd, divulgadas, respectivamente, na Alemanha, no período entre-guerras, e nos Estados Unidos, em plena crise de 1929, posições que admitiam a aqui afastada contraposição entre os interesses intrasocietários e o interesse público. A diferença contextual entre a posição aqui sustentada e as mencionadas posições justifica, por si só, sua diferença textual, não porque se negue, hoje, a supremacia do interesse público, mas porque o interesse do público investidor (nitidamente, interesse intrasocietário) integra, no atual contexto de necessidade de moralização do mercado de capitais e da aplicação de recursos captados junto à poupança popular, o âmbito do interesse público.

conotação de interesse público, na medida em que as macroempresas captam recursos junto à poupança popular, via mercado de capitais. Assim, quando se fala no plano de interesse intrasocietário, fala-se na preservação de interesses do público investidor em geral e de investidores institucionais, que adquiriram um papel de extrema relevância na economia moderna.

A malha normativa tendente a balizar a conduta dos controladores e administradores deve se ater, portanto, ao direcionamento das decisões empresarias em função dos dois planos de interesse apontados. O afastamento das decisões empresarias destes planos de interesse constitui reprimível uso disfuncional do poder de controle, claramente classificado em nosso ordenamento como um poder-dever (ou um direito-função, na terminologia adotada por Comparato⁷), que, como tal, deve ser exercido não em função do interesse de seu titular, mas em função dos interesses aos quais o ordenamento jurídico vincula esse poder.

A efetividade das normas direcionadas à conduta dos administradores e controladores no sentido de sua vinculação a ambos os planos de interesse retroapontados será objeto do presente estudo.

2. Refrações decisórias no plano intrasocietário e sua gradação nas diversas formas de configuração do poder de controle empresarial

2.1 Poder de controle e sua alocação na estrutura interna das sociedades anônimas

Em sua essência, depurada na clássica obra Ferri, o poder de controle sobre uma

7. Com habitual precisão, afirma o citado autor: "(...) a todo poder correspondem deveres e responsabilidades próprias, exatamente porque se trata de um *direito-função*, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas. Assim também no que diz respeito ao poder de controle, na estrutura da sociedade anônima" (cf. Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, p. 294).

sociedade consubstancia-se em uma situação fática em razão da qual um sujeito é capaz de marcar com sua própria vontade a atividade econômica desta sociedade.⁸

Seria, portanto, a situação de controle uma situação de predomínio da vontade de uma pessoa ou grupo determinado sobre a esfera decisória da sociedade.

Entretanto, como já aludido, a esfera decisória de uma sociedade anônima divide-se, por força da própria lei, em, pelo menos, dois níveis distintos: o da assembléia geral, à qual é atribuída a competência para “decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento” e, dentre outras atribuições, “eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia” (arts. 121 e 122 da Lei das S/A); e o da diretoria, a quem compete as decisões negociais diárias atinentes à consecução do objeto da companhia e à execução das metas e deliberações estabelecidas pela assembléia geral.

A esses dois órgãos soma-se (necessariamente, no caso das companhias abertas, companhias de capital autorizado e sociedades de economia mista e, eventualmente, no caso das companhias fechadas de capital não autorizado) um terceiro, o conselho de administração, órgão que, recentemente, é alvo da constante atenção dos autores que vêm se detendo em estudos de *corporate governance*. A esse órgão compete, segundo o art. 142 da Lei das S/A, dentre outras atribuições, a fixação da orientação geral dos negócios da companhia, a eleição e destituição de diretores e a fiscalização da atuação dos mesmos, atri-

buições, portanto, que inexistindo o conselho de administração, caberão à assembléia geral.

Vê-se, pois, que as decisões acerca da atividade econômica de uma sociedade anônima podem manifestar-se em três níveis distintos, conforme a natureza da decisão. A rigor, portanto, o controle sobre uma sociedade requer o controle sobre os três níveis de sua esfera decisória.

Tal unidade de controle é fática e juridicamente viável, em razão do disposto no art. 122, II da lei acionária, dispositivo que atribui aos cargos de administração da sociedade anônima (em seus dois níveis: diretoria e conselho de administração) conotação semelhante à dos cargos em comissão, instituto de direito administrativo.

Com efeito, a possibilidade de demissão *ad nutum* dos administradores da sociedade reduz tais órgãos a cargos de confiança a serem preenchidos pela assembléia geral. E, na medida em que, em virtude do princípio majoritário, o controlador, licitamente, impõe sua vontade à assembléia geral, os ocupantes dos cargos de administração acabam, pela própria lógica da lei, por reduzirem-se a extensões operacionais da vontade do controlador.

Por isso, o controle sobre a assembléia geral significa, ainda que indiretamente, o controle sobre toda a esfera decisória da sociedade, assertiva, aliás, bem sintetizada por Ascarelli, que definiu o poder de controle como “a possibilidade de uma ou mais pessoas imporem a sua decisão à assembléia da sociedade”.⁹

Inobstante a obviedade da conclusão aduzida no parágrafo anterior, o desenvolvimento analítico que a ensejou traz uma consideração de extrema importância, usualmente ignorada ou relegada a segundo plano: a predominância da vontade do controlador sobre os órgãos de administração não tem a mesma natureza que sua pre-

8. *Apud* Comparato, cit., p. 93. No mesmo sentido, a tese sustentada por Pasteris: “possiamo quindi parlare, in senso generale, di controllo, ogni qualvolta un soggetto, in virtù di una particolare situazione di predominio, comunque essa derivi, sia in grado di influenzare stabilmente la volontà di un altro soggetto e di indirizzarla in senso voluto” (Carlo Pasteris, *Il Controllo nelle Società Collegate e le Partecipazioni Reciproche*, p. 29).

9. Tullio Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, p. 113.

dominância sobre a assembléia geral. Enquanto esta última se dá de forma direta, como decorrência imediata do princípio majoritário, aquela se dá de forma reflexa, como decorrência, psicológica, do receio dos administradores em não seguirem a orientação imprimida pelo controlador, vez que este poderá afastá-los a qualquer tempo.

Dessa observação decorre que a subordinação (fática) dos administradores ao controlador é uma situação sujeita a gradações, conforme a forma de configuração do controle da sociedade, consoante será melhor analisado no item subsequente.

Disto decorrerá, também, a conclusão de que a emanção do poder decisório, em sentido amplo, em uma sociedade anônima, pode partir não de um centro único de poder, mas de centros fragmentados, na medida em que os órgãos de administração nem sempre serão subordinados ou completamente subordinados ao controlador acionário, podendo, inclusive, coexistir com o mesmo ou até sobrepor-se a ele enquanto centros de poder decisório na sociedade. Tais fatos devem ser identificados como pressupostos de uma eficiente normatização que vise a corrigir as distorções decisórias no âmbito empresarial.

2.2 *Tipologia do poder de controle e identificação dos centros de poder decisório nas sociedades anônimas*

Como já explicitado, a variabilidade das formas de configuração do poder de controle depende, em princípio, do grau de dispersão acionária da sociedade. Diz-se “em princípio” porque a situação de controle pode decorrer de mecanismo jurídico diverso do mecanismo acionário, nos casos do chamado “controle externo”, hipótese tão importante quanto mal estudada pela doutrina.

Assim, uma tipologia das situações de controle empresarial deve partir, necessariamente, de uma divisão inicial entre controle derivado do mecanismo acionário e

controle derivado de mecanismos não acionários, conforme procederemos a seguir.

2.2.1 Controle derivado

do mecanismo acionário.

Controle majoritário estável e controle majoritário eventual

O controle derivado do mecanismo acionário pode configurar-se, segundo aponta a doutrina, de forma majoritária ou minoritária, conforme seja fundado, respectivamente, na propriedade de número superior ou inferior à metade das ações votantes de uma companhia.

A primeira crítica que se impõe a esta clássica divisão diz respeito à denominação que atribui às mencionadas formas de configuração da situação de controle.

Com efeito, parece uma contradição em termos falar-se em controle minoritário em um sistema jurídico-societário em que vigora o princípio majoritário como critério básico de deliberação assemblear.

A hipótese comumente denominada controle minoritário diz respeito à situação em que se observa dispersão acionária tal que nenhum acionista ou grupo organizado de acionistas detenha, individualmente, mais da metade das ações votantes da companhia, possibilitando, deste modo, que a maioria forme-se de maneira eventual nas assembléias gerais. Nesses casos, imporá sua vontade à assembléia o acionista ou grupo de acionistas que, dentre os presentes, possuir o maior número de ações votantes.

É bem verdade que, na generalidade dos casos em que ocorre tal dispersão acionária, um acionista ou grupo de acionistas que detenha participação considerável no capital votante da empresa e que tenha interesse na gestão da mesma comparecerá a todas as assembléias e exercerá o controle como se majoritário fosse.

De qualquer forma, não é descartável nem cerebrina a possibilidade de rompimento da hegemonia do acionista em situa-

ção de controle minoritário em virtude de oposição feita por outro acionista que consiga amealhar número superior de ações votantes. Neste sentido, é lícito dizer que o controle, nestas hipóteses, será sempre eventual.

Vê-se, portanto, que (i) o controle acionário dependerá sempre da maioria efetiva em assembléia e (ii) esta maioria pode ou não ser eventual, conforme a hegemonia do controlador funde-se em número inferior ou superior à metade do capital votante.

Assim, considerando que o princípio majoritário é o substrato de ambas as formas de controle via mecanismo acionário, seria mais adstrita à realidade a classificação destas formas em controle majoritário estável e controle majoritário eventual, em substituição às clássicas denominações controle majoritário e controle minoritário.

Longe de ser bizantina ou meramente terminológica, a ora suscitada discussão acerca da estabilidade do controle acionário enseja o desenvolvimento de um raciocínio complementar, imprescindível a uma precisa análise que vise a localização dos centros de poder decisório na estrutura de uma sociedade anônima.

Com efeito, Comparato, ao investigar a situação classicamente denominada *controle majoritário*, identifica a existência de hipóteses em que tal controle sofre restrições, atinentes à existência, na sociedade, de uma minoria qualificada que detenha parcela de capital suficiente a exercer determinadas prerrogativas legais, como, v.g., as previstas nos arts. 126, § 3º, 105, 161, § 2º da Lei das S/A. Refere-se o mencionado autor, nestas hipóteses, a um controle majoritário simples em oposição ao controle majoritário absoluto, que se configuraria apenas na hipótese de inexistência das citadas minorias qualificadas.¹⁰

Ademais, separa o referido mestre, ainda analisando a hipótese de controle majoritário, as situações em que o controle é

exercido por um único acionista das situações em que é exercido “por dois ou mais acionistas, ou grupo de acionistas” que “componham a maioria, associando interesses, temporária ou permanentemente convergentes”, podendo se falar, em tais hipóteses, “de um controle conjunto ou por associação”.¹¹

Tais observações, plenamente aplicáveis, também, à hipótese de controle minoritário ou controle majoritário eventual, importam o reconhecimento de situações de instabilidade do poder de controle, seja pela existência de uma minoria qualificada apta a exercer certas prerrogativas em detrimento da vontade do controlador, seja pela existência de uma natural instabilidade decorrente da potencialidade de conflito de interesse no âmbito do grupo detentor do controle, na hipótese de controle conjunto.

Assim, tanto o poder de controle minoritário (ou majoritário eventual), que já é caracterizado por uma situação de instabilidade ou eventualidade intrínseca, como o poder de controle majoritário (ou majoritário estável), desavisadamente visto pela doutrina como um controle absoluto, sujeitam-se às situações de instabilidade acima descritas.

Tais situações de instabilidade, à exceção daquela decorrente da existência de minorias qualificadas, que constituem simples situações de balizamento da conduta do controlador, podem conduzir a um deslocamento, caso a caso, do centro decisório da sociedade e, portanto, do foco de destinação das normas tendentes à correção de desvirtuamentos do poder decisório.¹²

A identificação do controle acionário, portanto, seja ele estável ou eventual, está

11. *Ibidem*.

12. Basta, neste ponto, lembrar que a própria norma que define a figura do acionista controlador elenca, como requisito de caracterização da situação de controle, a estabilidade de tal situação ao exigir que a maioria de votos na assembléia geral seja detida “de modo permanente” pelo controlador para sua caracterização como tal (art. 116, a).

10. Cf. ob. cit., p. 46.

longe de ser suficientemente atingida pelo simplismo numérico que, em geral, orienta a interpretação do art. 116 da Lei das S/A. Tal identificação pressupõe uma análise efetiva dos focos de emanção do poder decisório no âmbito da sociedade.

2.2.2 Controle gerencial. Ainda o critério da dispersão acionária¹³

A acentuação da dispersão da base acionária de uma sociedade anônima, como apontado no item anterior, constitui relevante fator de instabilidade do controle exercido através do mecanismo acionário.

Em casos de extrema dispersão acionária (segundo Berle e Means, nas hipóteses em que a dispersão é tal que nenhum acionista detenha individualmente mais que 1% do capital social¹⁴), a apontada instabilidade atinge um nível tal que praticamente inviabiliza, no plano fático, a configuração de situação de controle pela via acionária.

Esta relativa inviabilidade fática foi descrita com bastante simplicidade pelos citados autores, segundo os quais, em situação de pulverização acionária, “nenhum acionista está em condições, apenas através de sua propriedade, de fazer pressões importantes sobre a administração ou de usar sua propriedade como um núcleo considerável para a acumulação dos votos necessários ao controle”.¹⁵

Note-se que o trecho transcrito refere-se, precisamente, aos dois pontos (ou aos dois níveis), retroapontados (item 2.1, *supra*), em que se centra a manifestação do

controle, quais sejam, a pressão sobre os administradores (ou subordinação fática dos mesmos) e a possibilidade (esta, jurídica) de determinação das decisões da assembleia geral, prerrogativas cujo exercício é inviável a qualquer acionista na hipótese de acentuada dispersão acionária.

A aduzida inviabilidade de efetivo exercício do controle pelo *shareholder* conduz ao deslocamento do centro decisório, que passará a ser ocupado pelos administradores da sociedade. Daí falar-se em *management control*.

Tecnicamente, esta forma de controle operacionaliza-se através do mecanismo conhecido como *proxy gathering machine*, por meio do qual os administradores, muitas vezes através da contratação de serviços especializados, buscam captar, em larga escala, procurações da maioria dos acionistas, de modo a que possam exercer, em nome destes, o direito de voto em assembleia geral, em salas praticamente vazias, visando tão-somente sua reeleição e a formalização dos fins estratégicos que eles mesmos, administradores, traçam para a companhia.

A instabilidade desta forma de controle é, tanto ou mais que no controle minoritário, evidente.

São particularmente conhecidas pelos estudiosos de direito societário as célebres *proxy fights*, que eventualmente se travam no âmbito de grandes companhias abertas, notadamente entre as norte-americanas, organizadas em torno de um controle gerencial.

O mais conhecido destes eventos deu-se em 1929, em uma acirrada disputa de procurações entre a diretoria da Standard Oil of Indiana e um de seus acionistas, o magnata Rockefeller, que, após despende cerca de oitocentos mil dólares em sua campanha, ascendeu ao controle daquela companhia.

Instável ou não, esta é a forma de controle a que tendem as companhias com grau elevado de pulverização acionária.

13. A dispersão acionária, embora seja a hipótese mais comumente apontada como causa de configuração da situação de *management control*, não é sua única causa possível. Ascarelli aponta, em seus *Studi in Tema di Società*, a possibilidade de configuração desta situação de controle em virtude de participações recíprocas de capital entre duas sociedades. Todavia, dada a proibição a tais participações em nosso direito, salvo a restrita hipótese do § 1º do art. 244 da Lei das S/A, prescindiremos da análise da citada hipótese.

14. Cf. cit., p. 94.

15. Cf. cit., p. 94.

Esta forma de configuração do poder de controle empresarial foi apontada por Berle e Means, em sua histórica pesquisa, como sendo a forma de controle mais recorrente entre as duzentas maiores empresas norte-americanas no início da década de 30. Demonstra a referida pesquisa que cerca de 44% dessas empresas, dada sua acentuada dispersão acionária, organizavam-se em torno do controle gerencial.¹⁶ Dados mais recentes demonstram que esta porcentagem acentuou-se consideravelmente.¹⁷

A realidade do controle gerencial foi também apreendida por Galbraith, em seu já citado *O Novo Estado Industrial*, obra que, como poucas, tratou com suficiente precisão técnica da questão da identificação dos centros de poder na economia contemporânea. Aduz o mencionado autor que, “nas últimas décadas, houve constante acumulação de provas sobre o deslocamento do poder dos proprietários para os administradores dentro da grande empresa moderna. O poder dos acionistas (...) parece cada vez mais tênue. Pequena proporção das ações é representada por ocasião das assembléias de acionistas, cerimônias em que a banalidade é variada, principalmente pela irrelevância”.¹⁸

“Contudo”, prossegue o citado economista, “tem havido grande relutância em admitir um significativo e duradouro deslocamento de poder dos donos do capital. Alguns observadores procuram manter o *mito do poder do acionista*”.¹⁹

Entre nós, porém, a realidade do controle gerencial, como será melhor demons-

trado no item posterior, está longe de ser um fato recorrente, dada à incipiência de nosso mercado de capitais, chegando-se mesmo a afirmar que “ninguém ainda assinou, no Brasil, a existência de companhias controladas, exclusivamente, pelos seus próprios administradores, como órgão autopetente”.²⁰

Todavia, tal afirmação não afasta a necessidade de estudo e normatização do fenômeno do controle gerencial, que, bem entendido, constitui apenas uma evolução (não necessariamente no sentido positivo do termo) das formas de controle acionário ocasionada pela acentuação da dispersão acionária. Num e noutro caso, o problema, em sua essência, é o mesmo: a dissociação entre propriedade e controle (e a potencial distorção decisória disto decorrente), que, entretanto, apresentar-se-á em graus diferentes em cada um das aludidas formas de configuração do controle.

Precipitada, portanto, a posição firmada por Eizirik, em artigo intitulado “O mito do *controle gerencial* — Alguns dados empíricos”,²¹ título que talvez faça alusão à citada expressão de Galbraith (“mito do poder do acionista”²²).

No citado artigo, após observar, à luz de dados estatísticos, que “não existe, no Brasil, nenhum caso de empresa que possa ser classificada como controlada pela direção”, sustenta Eizirik que “não cabe, portanto, entre nós, cogitar-se da efetiva ocorrência de uma separação entre propriedade e controle na companhia aberta”.²³

Tal afirmação, a nosso ver, só pode ser tida como verdadeira caso se refira a uma situação de separação total entre propriedade e controle. Esta, de fato, só ocorre na hipótese de controle gerencial (e na hipótese de controle externo, adiante analisada).

20. Cf. Comparato, cit., p. 56.

21. Nelson Eizirik, “O mito do *controle gerencial* — Alguns dados empíricos”, in *RDM* 66/103 e ss., abr.-jun. 1987.

22. Ob. cit., p. 50.

23. Ob. cit., p. 106.

16. O quadro apresentado por Berle e Means aponta que 44% das duzentas empresas investigadas apresentam situação de controle gerencial; 21% de controle decorrente de mecanismo legal (v. nota 26, *infra*); 23% de controle minoritário; 5% de controle majoritário; 6% de controle quase totalitário (hipótese que, à guisa das observações do Prof. Comparato, entendemos inserida na hipótese de controle majoritário); estando o 1% restante em mãos de curadores.

17. Cf. Comparato, cit., p. 52.

18. Cit., p. 49.

19. *Ibidem*.

Todavia, deve restar claro que a situação de controle gerencial é apenas o ponto extremo da dissociação propriedade/controlado, que, inobstante, ocorrerá, também, embora em níveis menos acentuados, nas hipóteses de controle acionário, seja ele majoritário ou minoritário.²⁴

Tomar-se por verdadeira a afirmação de Eizirik, sem atentar-se para a observação aduzida no parágrafo anterior, seria admitir que inexistente a possibilidade de refração decisória intrasocietária fora das hipóteses de controle gerencial, o que, não fosse uma tese inadmissível, certamente simplificaria em muito a tarefa do legislador no sentido de balizar a conduta do controlador da sociedade anônima.

Curioso, também, que o mencionado autor relacione, em uma aparente relação de causa e efeito, o fenômeno do controle gerencial à idéia de “democratização” do capital.

Em primeiro lugar, a tese da “democratização” do capital através do modelo das sociedades anônimas, embora simpática em sua eloquência, “em momento algum correspondeu à realidade”,²⁵ como bem lembra Cunha Pereira.

Ademais, se é aceitável qualquer analogia entre modelos de controle de unidades econômicas e estruturas políticas de governo, a única aproximação razoavelmente sustentável seria a comparação da situação de controle gerencial com o modelo de governo tecnocrático, mas nunca com o democrático.

O mérito da dispersão acionária está na viabilização de uma alternativa adicional de captação de recursos pelas empresas, e não em uma supostamente visada “democratização” do capital, tese, há muito, superada. Uma coisa, a rigor, não guarda relação com a outra. Ao contrário, admite-se que a pulverização acionária não

conduz a uma democracia, mas a uma tecnocracia empresarial, potencialmente danosa aos próprios acionistas se não for adequadamente normatizada.

E não há nesta afirmação nada de novo. Concentração ou pulverização acionária nada têm a ver com democratização do capital. Haverá, em qualquer caso, centros de poder, sejam eles gerenciais ou acionários, inacessíveis à massa dos acionistas e, portanto, objeto de necessária normatização.

Inobstante a relativa impropriedade de suas conclusões, o trabalho de Eizirik é valioso ao apresentar dados estatísticos que demonstram o perfil acionário das companhias abertas brasileiras, dados que apontam para uma tendência à concentração acionária e, portanto, à configuração de controle majoritário. Embora óbvia tal constatação, não é de todo irrelevante o domínio estatístico do óbvio.

É de se ressaltar, de mais a mais, que os mencionados dados dizem respeito à concentração de ações votantes. Veremos, mais adiante, que a consagração, em nosso ordenamento, do instituto das ações preferenciais sem direito a voto²⁶ cria uma situação de controle bastante peculiar, na qual se somam dispersão de ações preferenciais (e, portanto, alto grau de separação entre propriedade e controle, o que significa elevação da potencialidade de refração decisória intrasocietária) e controle majoritário estável.

Note-se, portanto, que, embora, de fato, o controle gerencial não seja, por ora, uma realidade recorrente em nosso país,

26. O mecanismo da emissão de ações sem direito a voto é apontado por Berle e Means (ob. cit., p. 89) como hipótese de configuração do “controle por meio de mecanismo legal”. Não entendemos que essa ou as demais hipóteses descritas pelos citados autores na mencionada rubrica constituam hipóteses diversas das situações de controle até aqui analisadas, mas tão-somente artifícios que facilitam a configuração das mesmas. Assim, valendo-nos dessa ressalva, à qual acrescentamos as observações de Comparato (ob. cit., p. 47), prescindiremos da análise das hipóteses de configuração de controle *through a legal device* apresentadas por Berle e Means.

24. Cf. Berle e Means, ob. cit., p. 35.

25. Guilherme Döring Cunha Pereira, *Alienação do Poder de Controle Acionário*, p. 4.

algumas companhias abertas brasileiras apresentam, sim, elevado grau de dissociação propriedade/controlado, em perspectiva, aliás, bem mais preocupante se comparada, por exemplo, à situação norte-americana. Lá, a acentuação desta dissociação ocorre com a contrapartida do aumento da instabilidade do poder (o que implica na necessidade natural de maior cuidado por parte do controlador no exercício de suas prerrogativas decisórias). Aqui, a dissociação propriedade/controlado não implica necessariamente a impossibilidade de manutenção do controle majoritário estável, uma vez ser este assegurável pela propriedade de pouco mais de 1/6 do capital total, dada a possibilidade de emissão de ações sem direito a voto até o limite de 2/3 do capital total.

Pouco importa, portanto, que inexista, no Brasil, dispersão acionária tal a viabilizar a ocorrência do fenômeno do controle gerencial. Importa que existem, sim, situações de acentuada dissociação entre propriedade e controle que apresentam potenciais de refração decisória semelhantes à hipótese de controle gerencial, requerendo, portanto, mecanismos normativo-corretivos tão ou mais rígidos quanto os aconselháveis àquelas hipóteses.

2.2.3 Controle externo

Além das já aduzidas formas de configuração do poder de controle (que, na verdade, reduzem-se, em sua essência, a duas, i.e., controle derivado do mecanismo acionário, que pode ser estável ou eventual, e controle gerencial), a realidade aponta para uma terceira forma, típica de mercados em que a cultura de financiamento a investimentos produtivos baseia-se na captação via sistema financeiro, em detrimento da captação via emissão de ações. Trata-se da hipótese conhecida como controle externo.

Tal hipótese, ainda pouco estudada entre nós,²⁷ caracteriza-se quando, confor-

me aponta Cunha Pereira, “a última palavra na orientação da empresa não procede de um acionista nem dos administradores da sociedade”,²⁸ mas de centro decisório estranho à estrutura da empresa, que pode ser representado, v.g., por grandes credores da mesma, fornecedores em situação de oligopólio ou monopólio, franqueadores, compradores em situação de oligopsonio ou monopsonio,²⁹ dentre tantas outras hipóteses.³⁰

A primeira questão que se coloca na análise do controle externo concerne à sua natureza, havendo quem sustente que esta seja diversa da natureza das demais situações de configuração do poder de controle.

A dúvida suscitada parece decorrer da expressão utilizada pela legislação de alguns países europeus³¹ para designar as situações de controle externo, na acepção acima descrita. Referem-se tais legislações à existência, nestes casos, de uma “influência domi-

RDM 44/70 e ss.) e de Comparato (“Grupo societário fundado em controle contratual e abuso do poder do controlador”, in *Direito Empresarial — Estudos e Pareceres*, pp. 270 e ss.).

28. Ob. cit., p. 14.

29. Hipótese comum, por exemplo, no mercado de autopeças.

30. Hipótese interessante e claramente demonstrativa de situação de controle externo bastante comum em nosso país é aquela decorrente do contrato de “afiliação” entre estações de televisão, contrato que, inobstante seu aparente sinalagma, enseja clara situação de subordinação empresarial. A hipótese é analisada por Comparato no citado parecer “Grupo societário fundado em controle contratual e abuso do poder do controlador”.

31. A questão do controle externo ganhou, no direito europeu continental, relevância consideravelmente maior do que no direito anglo-saxão, evidentemente porque a cultura de financiamento empresarial européia (como ocorre, outrossim, no Japão e mesmo no Brasil) é baseada na captação via mercado financeiro, fato que enseja o constante endividamento das empresas para com os bancos, que, neste passo, encontram-se aptos a exercer pressão sobre a condução das atividades destas empresas. Nos EUA, por outro lado, a cultura de financiamento baseia-se na captação via mercado de capitais, razão pela qual, como apontam os dados estatísticos trazidos por Berle e Means, as empresas norte-americanas tendem mais à situação de controle gerencial.

27. Merecem destaque os trabalhos de Orcesi da Costa (“Controle externo nas companhias”, in

nante”³² de uma sociedade sobre outra, concreto que, conforme ensina a ciência política moderna, é qualitativamente diverso da noção de “poder”, uma vez que esta seria, diferentemente daquela, caracterizada pela existência de sanção impositiva à entidade dominada pela entidade dominante.³³

Não entendemos cabível a transposição de tal diferenciação à questão ora analisada. Com efeito, sem embargo das preferências terminológicas do legislador europeu, não é sustentável que a relação entre sociedade controlada e controlador externo não seja uma relação de poder/dominação, uma vez que há, na estrutura dessa relação, um aparelhamento de sanções, de cunho econômico, impositivos à empresa subordinada na hipótese de desatendimento das decisões tomadas pelo controlador externo.

Tal constatação é intuitiva. No caso de o controle externo ser exercido por um grande credor da empresa controlada, a esta cabe a escolha entre sujeitar sua esfera decisória à vontade daquele credor ou, por exemplo, submeter-se a um processo de falência intentado pelo mesmo, o que pode significar o fim de sua atividade. Da mesma forma, no contrato de franquia, à franqueada cabe a escolha entre sujeitar-se à vontade diretiva da franqueadora ou ver rompido seu contrato de *franchising* e conformar-se com uma eventual reparação por perdas e danos.

Esta situação foi bem descrita por Pasteris, que, analisando a situação de *controllo mediante influenza dominante*, aduz que “la soggezione all’altrui controllo deriva da un giudizio di convenienza economica fra il ribellarsi alla influenza, e risentirne conseguentemente un pregiudizio economico, o il sottostare all’influenza stessa”.³⁴

32. O conceito de “influência dominante” encontra-se inserido nas legislações acionárias alemã (1965) e sueca (1944) e no Código Civil italiano (1942).

33. Cf. Comparato, *O Poder*, cit., p. 69.

34. Ob. cit., p. 31.

O fato de a sujeição ao controle externo derivar de um “juízo de conveniência econômica” por parte da empresa subordinada em nenhum momento afasta a natureza da relação de subordinação, vez que a opção que lhe cabe, no mais das vezes, resume-se a submeter sua direção à vontade do controlador ou fechar as portas.

Há, portanto, relação de poder no fenômeno do controle externo, tanto quanto há nas demais situações de controle e, tanto quanto nessas situações, o controle externo constitui fenômeno sujeito a graduações, ou nos termos utilizados nos itens anteriores, sujeito a hipóteses de instabilidade³⁵ e mesmo de deslocamentos de centro decisório.³⁶

Outro fundamento da insistência da doutrina na diferenciação das naturezas do controle interno (acionário e gerencial) e do controle externo reside em um excessivo apego à tese de Champaud no sentido de que “contrôler une société c’est détenir le contrôle des biens sociaux (droit d’en disposer comme un propriétaire), de telle sorte que l’on soit maître de l’activité économique de l’entreprise sociale”.³⁷

A idéia, divulgada pelo prestigioso autor, de que o controle sobre uma sociedade decorre do poder de disposição sobre seus bens deve ser bem compreendida, fato para o qual já havia atentado o próprio Pasteris: “Ocorre subito precisare, per chiarire fin dalle origini possibile equivoco, che il rapporto di controllo si pone solo e sempre fra due soggetti; il fatto che si possa comunemente parlare di dominio su

35. A instabilidade do controle externo poderia surgir, por exemplo, a partir de uma renegociação da dívida da controlada para com a controladora, que por ventura reduza o poder desta sobre aquela.

36. O deslocamento do centro de exercício de controle externo poderia advir, v.g., da obtenção de um financiamento junto a terceiro para pagamento da dívida da controlada para com a controladora, situação em que o centro de controle provavelmente deslocar-se-ia, passando a ser exercido pelo novo financiador da dívida.

37. Claude Champaud, *Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions*, p. 161.

azienda altrui non deve quindi portare a confondere il controllo com um diritto sull'azienda stessa; il rapporto non si pone infatti mai fra soggetto controllante e beni del controllato, ma sempre ed unicamente fra i due soggetti interessati".³⁸

O poder de disposição sobre os bens da sociedade controlada é mera consequência do poder de direção sobre a atividade da mesma e é este poder (e não aquele) que caracteriza a relação de controle.³⁹

De mais a mais, o poder de disposição sobre os bens de companhia controlada, mesmo que admitido como elemento essencial para a configuração da relação de controle, nunca, nem sequer na relação de controle majoritário, é exercido com conteúdo dominial.

Com efeito, o controlador acionário não é proprietário dos bens da controlada; seu poder de disposição sobre tais bens decorre do poder de imposição de sua vontade à assembléia geral e aos órgãos de direção da sociedade, vale dizer, de seu poder de decidir acerca da atividade exercida pela sociedade.

O mesmo ocorre no caso do controle externo. O controlador não terá, nesta hipótese, poder direto de dispor sobre os bens sociais, mas terá condições de impor sua vontade quanto à destinação de tais bens na medida em que tenha poder para determinar as diretrizes da atividade da sociedade.

O poder de disposição é não-dominial em um caso, como em outro, não se prestado, portanto, a tese de Champaud a justificar inexistentes diferenças de natureza entre o poder de controle interno e o poder de controle externo. Não subsistem motivos, teóricos ou práticos, para tal diferenciação nem para os anacronismos doutrinários dela decorrentes, como as noções de "quase-controle" ou "quase-integração"

38. Ob. cit., p. 29.

39. Cf., neste sentido, Cunha Pereira, ob. cit., p. 11.

advogadas por Paillusseau⁴⁰ e, entre nós, por Requião.⁴¹

O reconhecimento da situação de controle externo como típica relação de controle empresarial, ainda estranho ao nosso direito positivo⁴² e ainda reticente em nossa jurisprudência, constitui uma necessidade premente em nosso ordenamento, no âmbito do qual a tutela aos abusos desta modalidade de controle ainda reside na mera possibilidade de reparação por perdas e danos sob a regência da lei civil.

A insuficiência desta tutela chega a ser óbvia. A existência de um foco de controle externo à sociedade controlada é a situação, ao menos no plano teórico-analítico, de maior potencialização do problema da refração decisória acima apontado (uma vez que, na hipótese, encontram-se plenamente dissociados os elementos propriedade e controle). A questão exige, pois, tutela no

40. Cf. Jean Paillusseau, *La Société Anonyme — Technique d'Organisation de l'Entreprise*, p. 116.

41. *Apud* Comparato, *O Poder*, cit., p. 76.

42. Faça-se, neste ponto, necessária referência à recente Resolução 101/99 da Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), que aprovou o "Regulamento de Apuração de Controle e Transferência de Controle em Empresas Prestadoras de Serviço de Telecomunicações". O mencionado regulamento, em seu art. 1º, II, define o conceito de controle como "poder de dirigir, de forma direta ou indireta, interna ou externa, de fato ou de direito, individualmente ou por acordo, as atividades sociais ou o funcionamento da empresa". Não fosse, portanto, a escancarada extrapolação aos limites do poder regulamentar por parte da citada agência, poder-se-ia finalmente reconhecer como superada a lacuna que até hoje existe em nosso ordenamento em relação ao conceito de controle externo. Não bastasse, aliás, o desrespeito ao limite do poder regulamentar, a mencionada resolução peca por atecnias grosseiras, quando, por exemplo, aduz que "uma pessoa terá poder de controle quando verificada uma das seguintes situações: (...) tiver direito de veto estatutário em qualquer matéria ou deliberação" (art. 1º, § 1º, II). Ora, o direito de veto é um instrumento típico de proteção da minoria em uma sociedade. Igualá-lo a uma prerrogativa de controle é uma contradição em termos, para dizer o mínimo. Não sem motivos, portanto, sofreu a mencionada resolução duras críticas por parte de juristas como Bulhões, Caio Tácito e Lamy Filho por ocasião de sua submissão à consulta pública.

plano de outros ramos do direito e não apenas no âmbito da responsabilidade civil, como será melhor explicitado no item 2.3.3, *infra*.

2.3 Gradação da potencialidade de refrações decisórias intrasocietárias em cada uma das hipóteses de configuração do poder de controle

As apontadas formas de configuração do poder de controle empresarial, que se resume, pelo exposto, ao poder de imposição da vontade de alguém sobre as esferas decisórias de uma sociedade, determinando, assim, os rumos de sua atividade, apresentam (i) diferentes graus de dissociação entre propriedade e poder sobre o capital e, portanto, (ii) diferentes graus de potencialidade de refração decisória intrasocietária, no sentido acima aludido.

A relação direta entre grau de dissociação propriedade/poder e grau de potencialidade de distorções decisórias, como já dito, decorre do fato de que o controlador, quanto mais alheio for à propriedade do capital, mais indiferente será aos resultados decorrentes do emprego deste capital. Trata-se da dissociação entre poder e recompensa aludida por Galbraith,⁴³ que tende a distanciar as esferas de interesse do controlador e dos proprietários do capital.

Dentre as hipóteses de controle analisadas, *grosso modo* e admitindo por alguns instantes que o comportamento humano possa ser “econometrizado”, seria lícito concluir que a potencialidade de refração decisória é menor na hipótese de controle acionário estável, acentuando-se gradativamente na situação de controle acionário eventual, maximizando-se, finalmente, nas hipóteses de controle gerencial e controle externo, nas quais seria, teoricamente, total a dissociação entre propriedade e controle.

Todavia, nem no plano analítico esta escala pode ser tomada como uma verdade

absoluta, uma vez que a refração decisória será diversa, não só em seu grau, mas em sua própria natureza, nas diferentes hipóteses apresentadas, como se verá a seguir.

2.3.1 Refrações decisórias na hipótese de controle derivado do mecanismo acionário

Com efeito, nas hipóteses de poder de controle acionário, ao menos na normalidade dos casos, as decisões do controlador, que detém parcela considerável do capital da sociedade, dificilmente tenderão a uma direção que não vise à maximização de resultados no emprego do capital, já que tais resultados beneficiarão diretamente a esfera patrimonial do controlador, não só em termos de distribuição de dividendos, mas, principalmente, em termos de maximização do valor de mercado do bloco das ações de controle (sendo economicamente demonstrado que uma empresa que destrói o valor econômico de seu capital destrói inevitavelmente seu valor de mercado). Daí porque a refração decisória tende a ser mínima nas hipóteses de controle acionário, tanto no plano da conduta do controlador, como na dos órgãos de administração, que, como visto, nesta modalidade de controle, tendem a ser extensões operacionais da vontade do controlador, salvo nas hipóteses de conflito entre ambos ou de corrupção interna, estranhas ao objeto deste trabalho.

O plano de conflito entre controladores e não controladores (notadamente, preferencialistas) tende a restringir-se, então, a questões ligadas à distribuição de dividendos e ao valor da ações em caso de direito de recesso.

Na modalidade de controle acionário, os conflitos mais recorrentes parecem encontrar solução adequada nas medidas usualmente apontadas sob a já entediante rubrica da “proteção ao acionista minoritário”.

Algumas hipóteses, excepcionais e patológicas, em que a conduta do controlador acionário tende a se distanciar dos in-

43. Cf. item 1, *supra*.

teresses da companhia, hipóteses de refração decisória, encontram-se elencadas no art. 117 da Lei das S/A, v.g., “favorecer outra sociedade (...) em prejuízo (...) do acervo da companhia”; “promover a liquidação de companhia próspera” etc.

O mencionado dispositivo prevê a responsabilização do controlador por danos decorrentes das hipóteses que elenca, cominação que, a nosso ver, não elide a aplicação do dispositivo do art. 115, § 4º do mesmo diploma legal, que prevê a anulabilidade de decisões tomadas em conflito de interesses e a obrigatoriedade de transferência à sociedade dos benefícios auferidos pelo acionista com a decisão tomada nessas condições.

Anulabilidade da deliberação e responsabilização por perdas e danos parecem ser soluções teoricamente adequadas à conduta do controlador acionário que tenda a distanciar os fins visados nas decisões empresariais dos interesses da companhia. Todavia, no item 2.4, procuraremos identificar os motivos pelos quais tais remédios têm se mostrado inefetivos.

2.3.1.1 A questão do controle majoritário somado à dispersão de ações preferenciais — Conforme aduzido no item 2.2.2, *supra*, a adoção, em nosso direito, do instituto das ações preferenciais sem direito a voto, cuja emissão é facultada até o excessivo limite de 2/3 do capital total, cria uma situação de controle bastante peculiar, na qual se somam dispersão de ações preferenciais (e, portanto, alto grau de separação entre propriedade e controle) e controle majoritário estável detido com a propriedade de pouco mais de 1/6 do capital total.

Nesta peculiar hipótese de controle majoritário estável, agrava-se tanto a potencialidade de refração decisória quanto os conflitos relativos à distribuição de dividendos.

Por ser menor o bloco de controle nestes casos, as vantagens do *self-dealing* passam a ser ponderáveis do ponto de vista do controlador e, por ser maior a dispersão acionária, as dores do parto de uma delibe-

ração de distribuição de dividendos também se acentuam.

Aos remédios apontados no item anterior, somam-se, na hipótese ora analisada, remédios legais de tutela específica do interesse dos preferencialistas, como aquele introduzido pela recente mudança no art. 17 da Lei das S/A, que passou a prever a obrigatoriedade de atribuição às ações preferenciais de dividendos, no mínimo, dez por cento maiores que os atribuídos às ordinárias, salvo nos casos de previsão de dividendos fixos ou mínimos para as preferenciais.

Esta mudança legislativa representa pouco mais que um estímulo à não distribuição de dividendos, estímulo que só é contido pela previsão do voto transitório atribuído às ações preferenciais na hipótese do art. 111, § 1º.

De qualquer sorte, a possibilidade de distorções decisórias gerada pela estrutura de capital tal qual facultada pela Lei das S/A, que viabiliza a manutenção do controle acionário estável mesmo em casos de grande dispersão acionária, não é passível de correção pela simples atribuição de privilégios às ações preferenciais, cominações legais facilmente contornáveis pelos controladores.

A necessidade que se impõe é a de alteração desta estrutura, reduzindo-se o limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, porque se o estímulo a distorções decisórias decorrentes da dissociação entre propriedade e controle é naturalmente contrabalançado pela instabilidade do controle que a acentuação desta dissociação provoca, assegurar-se, legislativamente, a acentuação desta dissociação com a concomitante manutenção do poder de controle acionário estável significa aumentar, em muito, o estímulo às mencionadas distorções.

2.3.2 Refrações decisórias na hipótese de controle gerencial. Os problemas de *agency*

A situação de controle gerencial, por constituir, ao lado da situação de controle

externo, hipótese de completa dissociação entre propriedade e controle, apresenta-se como das mais delicadas no que tange à problemática ora investigada.

O controlador acionário, conforme aduzido, no curso de seu exercício empresarial, ao deparar-se com situação de potencial conflito entre seus interesses pessoais e os interesses da empresa, tem sua conduta naturalmente (embora não suficientemente) balizada pela ponderação entre o benefício pessoal imediato (que seria atendido pela conduta não correspondente aos interesses da empresa) e um benefício pessoal mediato representado pelo futuro acréscimo de valor de mercado do bloco de controle (interesse que seria atendido pela conduta correspondente aos interesses da empresa, no sentido de maximização de seus resultados). As refrações decisórias são, nesta hipótese, naturalmente (reitere-se, porém não suficientemente), desestimuladas.

Já no caso do controlador gerencial, este natural desestímulo não existe, visto que este controlador é alheio à propriedade do capital e, conseqüentemente, às recompensas decorrentes de sua valorização.

Não se trata aqui apenas de situações de patente conflito de interesses entre administrador e companhia tal qual descritas no art. 156 da Lei das S/A, em que, por exemplo, o administrador é parte em um negócio a ser firmado com a própria companhia.

Trata-se aqui do próprio estímulo do administrador na busca da maximização de resultados para a companhia, ou, em termos mais atuais, na busca de criação de valor para o acionista.

O problema ora descrito, conhecido, inclusive entre os juristas, pela precisa denominação que lhe atribuiu a ciência das finanças, *agency problem*, em sua essência, diz respeito à constatação de que o administrador (*agent*) de uma sociedade não foge ao princípio hedonista de maximização do atendimento a seus próprios interesses, que podem ser conflitantes ou não totalmen-

te compatíveis com os interesses dos acionistas (*principals*).

Enquanto aos acionistas interessa o acréscimo de valor às suas ações, ao administrador pode interessar, v.g., estreitar seus contatos ou impressionar determinado *headhunter*,⁴⁴ favorecer aos interesses de determinada companhia com a qual possa vir a estabelecer futuro vínculo⁴⁵ etc.

Tal constatação não possui conotação descritiva ou prescritiva, isto é, não se sus-

44. Retrato bastante ilustrativo dos efeitos psicológicos da atuação dos *headhunters* ou *executive recruiters* sobre os *officers* de grandes companhias, especificamente na área financeira, é descrito no relato autobiográfico de Frank Partnoy, Prof. da University of San Diego e ex-operador de derivativos do Morgan Stanley (F.I.A.S.C.O. — *Blood in the Water on Wall Street*, New York, W. W. Norton & Company, 1997).

45. A expectativa de um cargo mais vantajoso em outra empresa tende a conduzir um executivo a condutas destoantes dos interesses da sociedade que administra. Este é um problema clássico de *agency* e a menção a ele não é aleatória, mas visa exatamente a induzir a extensão do raciocínio ora desenvolvido, mesmo que em breve digressão, ao âmbito do setor público, especialmente no que tange à atuação de altos funcionários das chamadas agências governamentais. Com efeito, se, por um lado, a regulação de mercados através de agências tem o mérito da especialização da normatização de setores cuja dinâmica e peculiaridades técnicas encontravam-se fora do alcance do legislador ordinário tradicional, por outro, a aproximação entre reguladores e regulados, operada pela instalação das mencionadas agências, pode ensejar a criação de verdadeiros mercados de ex-funcionários destas agências, que após deixarem seus cargos, passariam a ser acirradamente disputados pelas empresas do setor regulado. É o que já ocorre, ordinariamente, com ex-funcionários do Banco Central. Não que no mero fato da contratação de ex-funcionários de agências reguladoras resida uma patologia em si. O problema estaria, sim, nas negociações preliminares a essa contratação, que, geralmente, tendem a se travar antes de o funcionário deixar a agência, o que pode ensejar a tomada de decisões que visem a favorecer sua futura empregadora. O problema de *agency* aqui apontado diz respeito a um potencial conflito de interesses entre o funcionário da agência reguladora e o interesse público a que esta deveria atender. Tal problema tem sido abordado, no âmbito do direito administrativo, pela chamada escola da *public choice*, que vem se dedicando à investigação das imperfeições das decisões econômicas tomadas pelo setor público.

tenta que a generalidade dos administradores ajam ou devam agir invariavelmente em interesse próprio. A constatação é aproximativa, ou seja, exprime uma tendência de conduta, que deve ser levada em consideração na regulação, tanto normativa quanto contratual, das relações de *agency*.⁴⁶

Os problemas de *agency*, como se pode perceber, não são exclusividade das sociedades sujeitas a controle gerencial.⁴⁷ Entretanto, especificamente nessa situação de controle, a questão desperta maior preocupação, uma vez que, como visto, os próprios administradores adquirem o *status* de controladores, autopertuando-se na gestão e na definição de políticas estratégicas da sociedade, em virtude de sua intensa dispersão acionária que impossibilita o exercício efetivo do controle por qualquer dos *shareholders*.

Tendo em vista que as normas legais de balizamento da conduta dos administradores atingem apenas situações em que o conflito de interesses acarrete ou possa

acarretar prejuízo à sociedade e tendo em vista que a problemática do *agency* diz respeito não apenas a tais situações, mas, também, a situações em que o *manager* simplesmente não atua visando à maximização de resultados para a sociedade (o que não significa necessariamente prejuízo, mas tão somente redução de *performance*), recentes estudos, dentre os quais merece destaque o desenvolvido pelo American Law Institute,⁴⁸ vem apontando alternativas em termos de revisão da estrutura interna das sociedades anônimas, para a equacionalização do referido problema.

Tais estudos, desenvolvidos principalmente nos Estados Unidos, colocam em evidência a importância do *board of directors* (órgão correspondente ao conselho de administração, em nossa legislação societária) em sua função de monitoramento da atuação dos *officers* (diretoria) no atendimento aos interesses da sociedade e dos acionistas.

Com efeito, sustenta-se que ao *board*, caracterizado como “the link between the people who provide capital (the shareholders) and people who use that capital to create value (the managers)”, cabe a tarefa de monitorar a administração da sociedade “on behalf of the shareholders”.⁴⁹

A referida tarefa de monitoramento desdobrar-se-ia, *grosso modo*, segundo os citados estudos, nas seguintes funções, atribuídas ao conselho de administração: (i) eleger, avaliar e, quando apropriado, substituir os diretores da companhia, bem como deliberar sobre sua remuneração; (ii) acompanhar a condução dos negócios da companhia, com vistas a avaliá-la sob os prismas do ganho do acionista, da observância

48. O mencionado estudo é citado por diversos autores que se dedicaram ao tema da *corporate governance*, dentre eles, Kose John (in *Corporate Governance — A Packet of Readings*, p. 183). Entre nós, estudos semelhantes, embora ainda algo incipientes, vêm sendo realizados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que, recentemente, editou o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”.

49. John, cit., p. 178.

46. Tal constatação é observada, com precisão, pela Profa. Rachel Sztajn ao apontar que, “(...) sob o aspecto econômico, a busca do próprio interesse nas condutas humanas é admissível. Não se quer com isso dizer que o egoísmo absoluto seja desejável nem que deva ser premiado, mas sim que o interesse individual deve ser reconhecido e admitido, pois as pessoas reagem conforme os incentivos que lhes sejam oferecidos” (cf. Rachel Sztajn, “Notas de análise econômica: contratos e responsabilidade civil”, in *RDM* 111/9). Da mesma forma, Cooter aduz que “the rational actor in economics treats law as an obstacle or an instrument, not a value (...). Wrongdoing often yields an immediate benefit and risks future punishment. In balancing these considerations, a rational person must discount punishment for futurity and uncertainty” (cf. Robert D. Cooter, *Models of morality in law and economics: self-control and self-improvement for the “bad man” of Holmes*, in John M. Olin Working Papers, p. 3).

47. Aliás, os problemas de *agency* também não se resumem ao âmbito da administração das sociedades anônimas, mas estendem-se a toda relação jurídica em que exista, na precisa definição de Clark, “a person who acts on behalf of another, his principal, within the scope of his authority to so act and, even when granted discretion in carrying out his agency, is subject to the principal’s control” (cf. Robert Charles Clark, *Corporate Law*, p. 114).

da lei e de considerações éticas; (iii) rever periodicamente e aprovar os planos estratégicos de atuação da companhia.⁵⁰

E, visando ao bom desempenho destas funções, recomenda-se, em primeiro lugar, a adoção de mecanismos internos que possibilitem um adequado fluxo de informações da diretoria ao *board*. A questão esbarra, evidentemente, no desinteresse e despreparo dos conselheiros e, de outro lado, na omissão dos *officers* em prestar informações.⁵¹ Trata-se, contudo, de problema de política interna das sociedades, comportando, portanto, soluções neste mesmo nível, soluções, que, de qualquer sorte, tendem a ser estimuladas pela consagração de normas legais rígidas sobre a responsabilidade dos membros do *board* acerca dos negócios sociais. Tais normas tendem a estimular a busca por informações.

Além de uma adequada estrutura interna de fluxo de informações, outra questão recorrente, em termos de desempenho do conselho de administração em sua tarefa de monitoramento, refere-se à conveniência de membros da diretoria integrarem o conselho, situação facultada por nossa lei acionária (art. 143, § 1º) e bastante observada na prática (aliás, não só entre nós; em trabalho a respeito, Kose John, Prof. da NY University, aponta que, em 76% das grandes companhias norte-americanas, os cargos de CEO e *chairman* são ocupados pela mesma pessoa).⁵²

50. Idem, p. 183.

51. Um dos casos mais caricaturais de omissão do *board of directors* em grandes fracassos negociais ocorreu nos Estados Unidos. O fato envolveu a RJR Nabisco, cujo CEO, Tylee Wilson, despendeu cerca de US\$ 68 milhões em um projeto de pesquisa de um novo produto sem comunicar seus objetivos ao *board*, que, por seu turno, também não se preocupou em inquirir tais objetivos. Após o fracasso da pesquisa, a única reação do *board*, além de demitir o CEO após o enorme prejuízo, resumiu-se na célebre frase de uma das conselheiras, Juanita Kreps: "why didn't you tell us about?". O caso é narrado no livro *Barbarians at the Gate — The Fall of RJR Nabisco*, de Bryan Burrough e John Helyar (New York, Harper Perennial, 1991).

52. John, cit., p. 189.

A ocupação de uma cadeira no conselho de administração por diretor da companhia pode até chegar a ser benéfica, no sentido de propiciar uma maior aproximação entre esses órgãos. No entanto, na medida em que esse diretor ocupe a posição de presidente do conselho (*chairman*) certamente comprometerá o desempenho da função de monitoramento, o que se deduz a partir do elementar princípio de que ninguém pode monitorar a si mesmo. Tal situação cria um sério problema de *agency* dentro do próprio *board*.

Outras questões são usualmente apontadas como requisitos de independência e garantia de *performance* de monitoramento por parte dos conselhos de administração. Todavia, não se pretende aqui um estudo exaustivo destas condições, mas apenas enfatizar a importância que vem sendo dada ao *board* no monitoramento da diretoria nos casos de pulverização acionária, vale dizer, nos casos em que nenhum dos *shareholders*, individualmente, terá interesse suficiente em monitorar tal atuação.

Entretanto, embora as aludidas medidas tendam a colaborar para a configuração de uma estrutura de monitoramento decisório teoricamente eficiente, minimizando potenciais distorções decisórias no âmbito da diretoria, restará, ainda, a questão de vinculação dos interesses dos próprios membros do *board* aos interesses dos acionistas, na medida em que estes, pelas idênticas razões que os levam a se omitir na fiscalização dos *officers*, provavelmente omitir-se-ão também na fiscalização dos conselheiros de administração.

As soluções usualmente apontadas para a questão (que, reitera-se, não é solucionável apenas no âmbito das normas legais de responsabilidade dos administradores, normas que tendem a atingir tão-somente situações de patente conflito de interesses ou improbidade na administração) são de ordem estrutural e contratual e consubstanciam-se na vinculação da remuneração, tanto dos *officers* quanto dos conselheiros, ao desempenho da sociedade no sentido de

maximização dos resultados de sua atividade. Assim, a sistemática de atribuição de *bônus* ou opções de compra de ações a administradores serviria para fazer coincidir sua esfera de interesses com a esfera de interesses dos acionistas.

Em resumo conclusivo, a prevenção a refrações decisórias no âmbito da administração das sociedades anônimas, questão que, como já dito, adquire enorme relevância na hipótese de controle gerencial, embora não ocorra apenas nesta situação, dependerá da adoção conjunta de medidas que (i) minimizem a dissociação de interesses entre *managers* e acionistas⁵³ (v.g., a utilização de opções como mecanismo remuneratório) e (ii) estruturarem mecanismos de fluxo de informação e monitoramento interno minimamente adequados.

2.3.3 Refrações decisórias na situação de controle externo

O problema das refrações decisórias na hipótese de controle externo é questão de difícil solução, uma vez que o controlador externo visará sempre a maximização de seus resultados em sua relação com a sociedade controlada. Os interesses, de um lado, do controlador e, de outro, da sociedade controlada, tendem a ser, na hipótese, diametralmente conflitantes, notadamente nos casos em que o controle decorre de endividamento.

É forçoso admitir, *ab initio*, que não seria razoável exigir-se de um controlador externo que atue visando ao atendimento dos interesses dos acionistas da sociedade

controlada. Assim, as regras de balizamento de sua conduta não de ser, naturalmente, diversas das regras de balizamento da conduta do controlador interno, seja ele acionário ou gerencial.

Todavia, o poder que a situação de controle externo confere ao controlador no sentido de pressionar a administração da sociedade e seu acionista majoritário na condução da empresa controlada não pode, como já dito, ser tutelado apenas no âmbito da responsabilidade civil por perdas e danos, embora a própria lei acionária alemã, talvez a mais avançada no tratamento da matéria, ao normatizar a hipótese de "aproveitamento de influência sobre a sociedade", preveja apenas a possibilidade de ressarcimento pelo controlador externo de danos causados à sociedade controlada.

Uma tutela efetiva da matéria requeria uma série de medidas legais que atenuassem, em cada hipótese de controle externo, tendo em vista, inclusive, as peculiaridades de cada uma delas, a possibilidade de ocorrência de tais situações. A solução mais adequada estaria, portanto, a nosso juízo, em sede preventiva e não reparatória.

Tais medidas deveriam abranger uma reforma nos institutos da falência e da concordata, na linha dos modernos estudos sobre o instituto da "recuperação econômica da empresa", que possibilite a revisão da arcaica visão de que tais procedimentos centram-se na necessidade de satisfação dos credores da empresa em dificuldade (principalmente, dos maiores credores). Uma revisão de tais institutos com vistas a privilegiar o princípio da continuidade da empresa certamente atenuaria em grande parte o poder de pressão que enseja situações de controle externo.

Outras medidas necessárias residiriam em uma melhor regulamentação de certos contratos que, por sua estrutura econômica, viabilizam a ocorrência de subordinação empresarial, v.g., os contratos de representação com cláusula de exclusividade, os contratos ditos "de bandeira", os contratos de *franchising*, dentre outros.

53. Em sede das discussões acerca da necessidade de alinhamento entre as esferas de interesse do *board of directors* com a esfera de interesse dos acionistas, chega-se a sustentar a necessidade de adoção de regra no sentido de que os *directors* tenham de ser, obrigatoriamente, acionistas, regra, como se sabe, adotada entre nós (art. 146 da Lei das S/A). Todavia, a questão é de todo irrelevante, uma vez que o requisito é facilmente contornável pela atribuição de uma única ação à pessoa que se deseja no conselho de administração.

Foge aos objetivos deste trabalho a análise dos mecanismos de prevenção à ocorrência de subordinação empresarial. O que se busca demonstrar é tão-somente a necessidade de tal prevenção, uma vez que, configurada a subordinação, não há mecanismos efetivos para a correção das refrações decisórias dela decorrentes.

Para a solução do problema da refração decisória em situações de controle externo, em conclusão, o direito societário terá de se servir de outros ramos do direito, em especial, do direito falimentar e do direito contratual.

2.4 O problema das refrações decisórias intrasocietárias no perfil das sociedades anônimas abertas brasileiras. Análise crítica dos mecanismos da vigente lei acionária para sua correção

Analisadas (i) a tipologia das formas de configuração do controle empresarial (item 2.2, *supra*) e (ii) a intensidade e natureza das refrações decisórias intrasocietárias em cada uma delas (item 2.3, *supra*), procuraremos, neste item, transpor tais considerações a uma análise do perfil acionário das companhias abertas brasileiras, de modo a constatar a adequação dos mecanismos previstos na vigente lei acionária na correção de tais refrações decisórias, da maneira e na intensidade que se apresentam em nossas companhias.

A partir de um levantamento realizado na segunda metade da década de 80 pela Superintendência de Projetos e Estudos Econômicos da Comissão de Valores Mobiliários, referente à estrutura acionária de 456 companhias abertas brasileiras, conclui-se que, na média destas companhias, o controle se configura mediante a propriedade de 69,8% das ações votantes. Em 18,64% das companhias, o controle é exercido mediante a propriedade de 90% a 100% das ações votantes, enquanto, em apenas 15,13% das companhias, o controle efetiva-se mediante a propriedade de

menos de 50% do capital votante. Em nenhuma companhia o controle chega a ser exercido com menos de 10% das ações com direito a voto.⁵⁴

Assim, *grosso modo*, analisando os dados de concentração acionária nas companhias abertas brasileiras, seria lícito concluir que cerca de 15% das mesmas apresentam situação de controle minoritário (ou, mais propriamente, controle majoritário eventual), enquanto os 85% restantes apresentam situação de controle majoritário estável, não havendo casos de controle gerencial.

Embora o mencionado levantamento date de mais de dez anos atrás, dificilmente uma pesquisa feita na data de hoje conduziria a resultados diversos. Como se disse, demonstrar estatisticamente dados referentes à concentração acionária das empresas brasileiras implica apenas apresentar um bom domínio do óbvio.

Com efeito, a cultura empresarial em nosso país, crítica talvez extensível à cultura empresarial latina de modo geral, ainda é centralizada na figura do “dono” da empresa, que, inobstante as vantagens, em termos de desenvolvimento econômico, apresentadas pela captação de recursos via pulverização acionária, dificilmente se vê disposto a abrir mão das ações que lhe asseguram, de modo estável, o poder de controle sobre *sua* empresa.

O perfil da sociedade anônima brasileira encontra-se, portanto, distante de um perfil institucional, por força do qual a empresa seria subtraída a qualquer vínculo dominial com os detentores do capital, aproximando-se, “até a confusão, de uma espécie de fundação-lucrativa”, na eloquente expressão de Comparato.⁵⁵

Motivos culturais levam o empresário a procurar o financiamento bancário em detrimento do financiamento acionário, preferindo sujeitar-se à possibilidade de ter de

54. Cf. Eizirik, cit., p. 105.

55. Cf. *O Poder*, cit., p. 54.

submeter-se a um controle externo de seus credores do que a uma desestabilização imediata de seu controle acionário via pulverização.

As decorrências desta observação, no enfoque do presente estudo, foram antecipadas no item 2.3.1, *supra*.

Naquele item, verificou-se que, na hipótese em que o poder de controle é mantido com parcela substancial do capital, as decisões do controlador dificilmente tenderão a uma direção que não vise à maximização de resultados no emprego deste capital, já que tais resultados beneficiarão diretamente sua esfera patrimonial, não só em termos de distribuição de dividendos, mas, principalmente, em termos de maximização do valor de mercado do bloco das ações de controle. Disto decorre que a refração decisória tende a ser mínima nas hipóteses de controle acionário, tanto no plano da conduta do controlador, como na dos órgãos de administração, que, como visto, nesta modalidade de controle, tendem a ser extensões operacionais da vontade do controlador,⁵⁶ salvo nas hipóteses de conflito entre ambos ou de corrupção interna, estranhas ao objeto deste trabalho.

Assim, no perfil das empresas brasileiras, as refrações decisórias intrasocietárias tendem a centralizar-se não em questões de performance da atividade (já que a qualidade na *performance*, em tese, interessa tanto aos minoritários quanto ao controlador, na medida em que este detenha parcela substancial do capital), mas em questões referentes a distribuição de resultados, questões que encontram particular agravante em virtude da consagração, em nosso sistema societário, do instituto das ações preferenciais sem direito a voto.

56. Referimo-nos aos dois níveis de administração da companhia, já que, mesmo com a adoção do voto múltiplo (art. 141), ao controlador sempre será assegurada a eleição da maioria dos membros do conselho de administração, que, por seu turno, conseqüentemente, elegerão, para a diretoria, pessoas indicadas pelo acionista controlador.

De qualquer sorte, a vigente lei acionária prevê mecanismos de correção de refrações decisórias tanto no plano das questões de *performance* (maximização de resultados no emprego do capital), quanto no plano das questões de distribuição de resultados.

No primeiro plano apontado, i.e., no que diz respeito à garantia de adstrição da conduta do controlador acionário e de seus braços operacionais, os administradores, à maximização de resultados no emprego do capital da empresa e, portanto, à repressão a situações de conflito de interesses, a lei confere aos acionistas alheios ao controle diversos mecanismos de que estes podem se valer, destacando-se os previstos nos arts. 109, III; 111, §§ 1º e 2º; 115, *caput* e §§ 3º e 4º; 116, parágrafo único; 117, § 1º, *a, b, d, f, g, h*; 153; 154; 155 e 156.

No segundo plano, i.e., no que diz respeito a questões de distribuição de resultados, a lei prevê, igualmente, diversos mecanismos como aqueles inseridos nos arts. 17; 18; 111, § 1º; 198; 202; 203 e 205.

Os mecanismos legais conferidos aos acionistas não controladores no que tange à reparação de danos à sociedade decorrentes da conduta do controlador e dos administradores, ajam eles ou não com conflito de interesses, bem como à questão da distribuição de dividendos, parecem ser suficientemente amplos para abranger praticamente todas as condutas repreensíveis em termos de exercício do poder de controle.

O problema da efetividade de tais normas reside, portanto, não propriamente em seu conteúdo, mas na forma prevista para a operacionalização dos remédios nela previstos.

Independentemente das críticas naturalmente veiculáveis à limitação à legitimidade para a propositura da ação de responsabilidade *uti singule* (art. 159, § 4º) e ao cinismo legislativo da ação *uti universe* (art. 159, *caput*), cuja propositura depende de deliberação assemblear (vale dizer, da von-

tade do controlador em demandar contra os administradores que ele mesmo indicou), críticas às quais nos furtaremos por sua obviedade, há de ser tecida uma crítica ampla à própria lógica do sistema de correção a refrações decisórias previsto na Lei das Sociedades por Ações.

Com efeito, a essência do problema da efetividade das normas ora analisadas, a nosso ver, encontra-se no simples fato de que lei prevê apenas remédios judiciais para sua operacionalização.

Além do evidente despreparo do Judiciário no que diz respeito a questões societárias, a centralização do sistema de correção de refrações decisórias em remédios judiciais, dado o princípio da inércia da jurisdição, pressupõe que o acionista não controlador, que, em geral, apresenta perfil de investidor, desinteressado, portanto, dos negócios sociais, arque com o ônus e com os custos de provocar o Judiciário para corrigir eventual situação de distorção decisória.

Tal pressuposição, em termos econômicos, não se apresenta razoável. A questão é bastante simples. Um acionista minoritário que supostamente tomasse a iniciativa de litigar contra o controlador ou administrador de uma sociedade, com vistas a buscar ressarcimento de lesão provocada ao patrimônio social pela conduta destes, criaria claramente um situação de *free ride* em relação aos demais minoritários, i.e., uma situação de concentração de custos e desgaste na pessoa do minoritário que vai a juízo e uma dispersão de eventuais benefícios deste litígio entre todos os acionistas.

Esta situação econômica de concentração de custos e dispersão de benefícios (classicamente, uma situação de *externalidade*) é suficiente para inibir a aplicação judicial das normas tendentes a balizar a conduta do acionista controlador e dos administradores da sociedade. Vê-se, portanto, que a efetividade de tais normas resta comprometida pela questão de seus custos de aplicação, questão que não se resume à

vultosidade destes custos, mas ao apontado problema, mais sério, de sua alocação.

A aduzida observação se impõe não só no que tange à atuação dos minoritários em juízo, mas, também, à sua atuação na própria atividade de monitoramento da conduta do controlador e da administração. A situação é apontada por Black: "Each shareholder owns a small fraction of a company's stock, and thus receives only a fraction of the benefits of monitoring, but must bear the full cost of its own monitoring efforts".⁵⁷

Tal crítica, de ordem sistêmica, impõe a necessidade de revisão do próprio modelo de *enforcement* adotado pela lei societária brasileira, principalmente se se pretende, no Brasil, um desenvolvimento em termos de mercado de capitais, uma vez que, quanto maior for a pulverização acionária, mais dispersos serão os benefícios da atuação de um minoritário em juízo e, portanto, maior será o desestímulo a essa atuação.

2.5 Modelos alternativos de correção de refrações decisórias intrasocietárias

2.5.1 Modelo de centralização da tutela dos interesses dos acionistas não controladores em agência reguladora

A situação aduzida no item anterior, que aponta para o natural desestímulo econômico à atuação dos minoritários em juízo no sentido de buscar a vinculação da orientação empresarial imprimida pelo controlador aos interesses de maximização de resultados na atividade da sociedade, é ínsita a qualquer hipótese fática em que o interesse em jogo seja um interesse de titularidade dispersa.

Como se disse, a dispersão da titularidade de um interesse implica na dispersão dos benefícios (*free ride*) de eventual atua-

57. Bernard Black, "Institutional investors and corporate governance: the case for institutional voice", in *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, p. 160.

ção que vise à preservação do mesmo, atuação que, por isso, tende a não se concretizar se houver concentração de custos.

Essa situação (econômica) não é estranha ao direito nem diz respeito exclusivamente à problemática das companhias abertas.

Com efeito, a ciência jurídica identificou, modernamente, a existência dos denominados interesses difusos, nos quais a situação de dispersão de titularidade atinge seu grau máximo, a ponto de admitir-se que tais direitos sejam de titularidade indeterminada.⁵⁸

A tutela em juízo de direitos com tal característica depende da sistemática da substituição processual, conferindo-se legitimidade ativa, por exemplo, a organizações civis representativas de tais interesses, a órgãos ligados à Administração Pública ou ao próprio Ministério Público. Esta, a sistemática adotada, entre nós, *v.g.*, para a tutela dos interesses dos consumidores e dos interesses ligados ao meio ambiente.

Ao mecanismo da substituição processual soma-se, na proteção dos aludidos interesses de titularidade dispersa, a instituição de órgãos administrativos com competência regulamentar e sancionatória que atuarão no sentido de sua preservação. São exemplos de tais órgãos o Conselho Administrativo de Defesa Econômica, no caso do direito concorrencial, os PROCONs, no caso do direito do consumidor etc.

Estas duas linhas de solução (substituição processual e criação de órgãos administrativos regulamentares e sancionatórios) tendem a criar centros de gravidade para interesses que de outra forma permaneceriam dispersos.

Esta linha de considerações poderia conduzir à conclusão de que os interesses dos acionistas não controladores de companhias abertas, que apresentam um grau de dispersão de titularidade limitado, po-

rém suficiente para criar a situação de desestímulo acima aduzida, deveriam ser objeto de tutela semelhante por parte da Comissão de Valores Mobiliários.

Em um primeiro momento, poderia parecer que o legislador chegou a atentar para isso. O inc. V do art. 8º da lei que instituiu a CVM (Lei 6.385/76) confere a essa autarquia competência para “fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”. A segunda parte do dispositivo parece evidenciar a atribuição da CVM no sentido de tutelar os interesses dos acionistas alheios ao controle.

Contudo, as atribuições da entidade restringem-se, basicamente, à fiscalização da qualidade das informações prestadas pela companhia ao mercado e da regularidade dos processos de emissão de títulos, não sendo-lhe dado, por exemplo, impor sanções ao controlador ou à administração da companhia, mesmo em hipóteses de clara refração decisória, *i.e.*, de claro afastamento entre a orientação empresarial por eles imprimida e os fins a que tal orientação deveria visar, nos planos intra e extrasocietário.

Pelo perfil de suas atribuições, a atuação da CVM no âmbito das companhias abertas tende a ser meramente episódica, visando tão-somente a criar condições para que os acionistas minoritários obtenham informações precisas a respeito da companhia em que investiram seu dinheiro e dos resultados obtidos por ela, não havendo, portanto, pretensão de substitutividade na tutela dos interesses desses acionistas, como ocorre no âmbito dos interesses difusos.

Resta saber se tal substitutividade seria desejável como forma de superação das inoperabilidades do modelo de *enforcement* adotado pela lei acionária.

A questão, desnecessário dizer, é bastante intrincada.

Embora possa parecer atraente a alternativa de se atribuir à CVM ou a qualquer outra agência reguladora especializa-

58. Cf. art. 81 da Lei 8.078/90.

da competência para, por exemplo, propor em juízo, em substituição processual aos minoritários de uma companhia, ação de responsabilidade em face do controlador ou administrador da mesma, ou mesmo para instaurar, *ex officio*, inquérito e processo administrativo para imposição de sanções nessa esfera, a adoção de tal modelo requeria um enorme amadurecimento institucional, que esbarraria, em primeiro lugar, na insistência, inclusive doutrinária, em atribuir-se aos conflitos intrasocietários caráter privado.

Mas mesmo que se admita o caráter público dos interesses intrasocietários nas companhias abertas, sujeitar a tutela de tais interesses a uma agência reguladora significa conviver diariamente com os riscos decorrentes do *estímulo burocrático* que parece permear a cultura dessas agências, estímulo que tende a gerar uma situação de excesso de regulação.

A situação de *over-regulation*, por sua vez, tende, como aponta Teubner,⁵⁹ a criar uma situação de indiferença recíproca entre o sistema regulado e o sistema regulador, na medida em que este impõe àquele uma lógica que não lhe é própria. Esta potencial indiferença se agrava sobremaneira quando se trata da regulação da conduta de agentes (controladores e administradores) cuja atuação sempre esteve alheia a interferências, em função da proteção que lhe confere a chamada *business judgment rule*.⁶⁰

De qualquer sorte, a alternativa, em seus aspectos positivos e negativos, é merecedora de alguma atenção, principalmente porque uma agência reguladora com âmbito de competência mais abrangente, no sentido acima descrito, poderia constituir um centro de gravidade em torno do qual se agregariam não só os interesses dispersos

de acionistas não controladores, mas também interesses extrasocietários (interesses da coletividade na qual se insere a empresa), os quais, como se verá, apresentam grandes dificuldades de *enforcement*, mesmo no plano meramente analítico.

2.5.2 O modelo da *institutional voice*

2.5.2.1 Descrição do modelo — Partindo da mesma premissa aqui adotada, de que a passividade dos acionistas não controladores decorre, ao menos sob o ponto de vista econômico, de uma situação de concentração de custos de monitoramento (ou atuação judicial) em um único acionista ou grupo de acionistas e dispersão dos benefícios daí decorrentes entre todos os acionistas (ou até mesmo, entre todos os *stakeholders* da empresa), Bernard Black, Prof. da Columbia Law School, propôs, em recente trabalho,⁶¹ um modelo de *governance*, que denominou *institutional voice*, com vistas exatamente a superar a descrita situação de passividade decorrente da dispersão acionária.

O citado modelo baseia-se em uma pressuposição de que os chamados investidores institucionais, desde que adequadamente incentivados⁶² a deter participações

61. Cf. ob. cit.

62. Aponta o autor, como fator de inibição à adoção do modelo, o desestímulo causado pela legislação norte-americana, crítica, em certa medida, extensível ao caso brasileiro, à conservação, por parte de investidores institucionais, de participações consideráveis nas companhias abertas. Sumariando tais “barreiras legais”, aduz o autor: “Banks, insurers and mutual funds face legal limits on their ability to hold large percentage stakes: banks and insurers are limited in their ability to own equity at all; banks are kept small by interstate banking restrictions; pension funds are encouraged by law to take diversification to ridiculous extremes. Active 5% shareholders must file a disclosure form under section 13(d) of the Securities Exchange Act. A 10% shareholder is subject to shortswing profit forfeiture under Exchange Act section 16(b). An influential shareholder may be considered a control person with severe consequences under security, bankruptcy and other laws” (cit., p. 163). Dentre as críticas apresentadas, há de

59. Gunter Teubner, “Juridificação — Noção, características, limites, solução”, in *Revista Direito e Economia* 14/17.

60. Cf., a respeito da questão da *business judgment rule*, Clark, cit., p. 123.

consideráveis nas companhias em que se propõem a investir, estariam aptos a “superar os incentivos à passividade”,⁶³ tornando-se acionistas influentes que exerceriam relevante papel de monitoramento da administração dessas companhias.

Para exercer o papel acima descrito, sustenta o mencionado autor que os investidores institucionais deveriam deter parcelas próximas a 5% do capital da companhia, sem que tal participação supere em muito a casa dos 10%.

O modelo proposto ocuparia, portanto, uma posição intermediária entre a situação de completa pulverização, em um extremo, e a situação de *institutional control* (controle exercido pelo próprio investidor institucional), em outro, de modo que “a half-dozen institutions can collectively influence major corporate actions (...), but any one institution can't do much on its own”.⁶⁴

Trata-se de um modelo, portanto, de divisão de poder tanto entre controladores e investidores institucionais, como entre investidores institucionais entre si.

ser assimilada por nosso legislador aquela atinente ao estímulo (entre nós, obrigatoriedade) de excessiva diversificação em determinados fundos. No Brasil, a questão apresenta-se de forma mais preocupante, uma vez que as normas concernentes à diversificação do portfólio dos fundos em nada parecem se basear em critérios atuariais (os únicos que justificariam exigências de tal ordem), mas em conveniência política de direcionar os recursos destes fundos à aquisição de certos títulos, em especial títulos da dívida pública. É verdade que a diversificação de portfólio (leia-se: diluição de risco de perda de capital) é requisito de segurança aos investimentos de fundos. Todavia, é injustificável a exigência de uma “hiperdiversificação”, uma vez que, segundo aponta o mencionado autor, “about 95% of the risk reduction benefits of diversification are captured if an investor owns 20 stoks; about 99% of the benefits are captured if the investor owns 100 stoks. The institutions don't need to hyperdiversify — to hold a thousand or more ‘names’ in their portfolios — as many do today” (Black, cit., p. 160).

63. Diz o mencionado Prof.: “According to the new ‘political’ theory, institutional investors could overcome the incentives for passivity (...). They could become influential shareholders and monitor corporate managers” (Black, cit., p. 160).

64. Idem, p. 162.

2.5.2.2 *Adequação ao caso brasileiro*
— A adequação do modelo acima descrito ao caso brasileiro passa pela análise de duas questões.

A primeira refere-se a um questionamento elementar: o perfil acionário das companhias abertas brasileiras, por sua nítida tendência à concentração, permite que acionistas minoritários, individualmente, detenham participações próximas à apontada por Black como ideal para a caracterização daquilo que denomina *influential shareholders*. Por que, então, acionistas minoritários nestas condições não estariam aptos a exercer tal papel no lugar dos investidores institucionais? O que justificaria a necessidade de atuação deste tipo de investidores?

A resposta é, da mesma forma, elementar.

Um investidor individual, seja ele pessoa natural ou jurídica, que detenha participação de 5% no capital de uma companhia aberta (e que, portanto, dificilmente, deterá participação semelhante em mais companhias) continuará tendo de arcar com a concentração de custos de monitoramento desta companhia, enquanto os benefícios desta prática dispersar-se-ão entre todos os demais *stakeholders*.

Um investidor institucional, por sua vez, tem condições de deter participações consideráveis em diversas companhias, o que lhe confere condições de criar verdadeira economia de escala na atividade de monitoramento, na medida em que a estrutura de fiscalização e análise de resultados necessária a este monitoramento será utilizada para exercê-lo em diversas companhias ao mesmo tempo. Ainda, portanto, que permaneça a dispersão de benefícios do monitoramento, os custos do mesmo, ainda que concentrados, renderão melhores resultados, quantitativa e qualitativamente.

A segunda questão diria respeito a um já apontado aspecto da cultura empresarial brasileira: Por que razão o controlador de uma companhia aberta, que, normalmente,

não dá voz aos acionistas minoritários, detenham eles 5%, 10% ou 20% do capital da empresa, sujeitar-se-ia à ingerência de um investidor institucional?

A resposta parece, mais uma vez, óbvia. A companhia aberta possui grande parte dos títulos representativos de seu capital dispersa no mercado de valores mobiliários (mesmo que a dispersão se limite às ações não votantes). Se um investidor institucional adquire parte razoável do capital disperso de determinada companhia, passará a ser, automaticamente, uma referência ao mercado em relação àquela companhia. Caso se descontente, então, com a orientação imprimida pela administração e retire seus investimentos daquela companhia, o investidor em questão dará um sinal qualitativo negativo ao mercado em relação a ela, provocando provavelmente uma situação de saídas simultâneas, acarretando, destarte, excesso de oferta das ações da referida sociedade e conseqüente queda no valor de mercado destas ações, perda de valor que se estenderia, inclusive, às ações que compõem o bloco de controle. Por esta razão, i.e., pelo fato de mudanças de posição dos investidores institucionais constituírem sinais qualitativos ao mercado, o controlador da companhia, para resguardo de seus próprios interesses, dará voz a esse investidor na condução da empresa.

Além das duas questões suscitadas, uma terceira poderia ser levantada: que segurança teriam os demais investidores da empresa de que o investidor institucional, no exercício de seu papel de *influential shareholder*, atuaria no sentido de manter a orientação dada à empresa no rumo na maximização dos resultados no emprego do capital?

A resposta seria, em princípio, simples: A garantia estaria no fato de que os interesses representados pelos investidores institucionais são, usualmente, *long term interests*,⁶⁵ tendendo, portanto, tais inves-

tidores a não buscarem resultados positivos decorrentes de oscilações do valor de mercado de suas participações, mas resultados de efetivo acréscimo de valor a estas participações.

Todavia, o simplismo desta resposta ignora que há potenciais problemas de *agency* também no âmbito interno da administração dos próprios fundos dos investidores institucionais. Tal problema é, em certa medida, solucionável com a vinculação da remuneração dos administradores de fundo aos ganhos de capital de seu portfólio.

O modelo parece, pois, de todo adequado ao caso brasileiro, ainda que tenha sido forjado com vista a padrões de dispersão acionária diversos do padrão vigente em nossa estrutura empresarial.

Entretanto, a incipiência de nosso mercado de capitais ainda é um fator de inibição à atuação, tal qual descrita acima, de grandes investidores institucionais em nosso país, cujas características ainda exercem mais atratividade sobre capitais internacionais voláteis do que sobre investimentos a longo prazo.

Assim, a instituição de um modelo de adequada gestão empresarial no Brasil, vale dizer, um modelo com menor índice de refrações decisórias, passa, necessariamente, por medidas de política econômica que visem ao desenvolvimento de nosso mercado de capitais.

long-term strategic vision como requisito essencial à administração da companhia para que o investimento se efetive. O conhecido CalPERS (*California Public Employees' Retirement System*), maior fundo de pensão do mundo, que gera ativos no valor de mais de US\$ 100 bilhões sugere, em seus *global principles for corporate governance*: "Corporate directors and management should have a long-term strategic vision which at its core emphasizes sustained shareholder value. Although different shareholders utilize different investment strategies and tactics, with differing investment horizons, investors should encourage corporate management to resist short-term behavior by supporting management at critical junctures and rewarding companies that successfully produce long-term superior returns".

65. Grandes investidores institucionais, ao elaborarem seus *codes of best practices* para as companhias que buscam seus investimentos, elencam a

Os modelos teóricos que analisam o desenvolvimento de mercado de capitais ainda constituem matéria bastante controvertida entre os economistas. Desde a superação do modelo traçado por Modigliani e Miller, em 1958, que propunham uma simplista relação direta entre o grau de desenvolvimento do mercado de capitais e o PIB do país que abrigava tal mercado (relação que ignorava, entre outras coisas, a bifurcação no retorno da renda ao processo produtivo, que se dá tanto via mercado de capitais, como via mercado financeiro, conceito elementar da teoria do fluxo circular de renda), os economistas apontam as mais diversas variáveis como determinantes do desenvolvimento de um mercado de capitais.

Merece menção o recentíssimo trabalho de Burki e Perry,⁶⁶ que identificaram, através de estudos estatísticos abrangendo diversos países em diversos graus de desenvolvimento, como variáveis determinantes do desenvolvimento dos mercados de capitais nos países analisados, fatores como eficiência dos mecanismos jurídicos vigentes à proteção de direitos de credores, eficiência do poder judiciário, nível de corrupção, padrões contábeis vigentes, eficiência da estrutura legal de proteção aos acionistas minoritários, entre outros.

Note-se, portanto, que, segundo o modelo de Burki e Perry, a existência de mecanismos efetivos de tutela dos interesses de acionistas minoritários é pressuposto do desenvolvimento do mercado de capitais, enquanto que, segundo a transposição do modelo de Black ao caso brasileiro, o desenvolvimento do mercado de capitais é condição essencial para a atuação dos investidores institucionais no sentido da implementação do modelo da *institutional voice*, que parece ser o mais adequado à tutela dos interesses dos acionistas não controladores.

66. Shahid Javed Burki e Guillermo E. Perry, *Beyond the Washington Consensus — Institutions Matter*, 1999.

A relação, pois, entre desenvolvimento do mercado de capitais e o desenvolvimento do mecanismo de tutela dos acionistas minoritários é uma relação de *causa e efeito recíproca* e, como tal, deverá ser encarada pelo legislador e pelos responsáveis pelo planejamento de nossa política econômica.

Analisadas as questões referentes às distorções decisório-empresariais no plano intrasocietário (nas diversas formas de configuração da situação de controle, com especial ênfase à situação típica do perfil acionário brasileiro, qual seja, a situação de controle majoritário estável com concomitante dispersão de ações preferenciais), passamos ao estudo das possíveis distorções no plano extrasocietário, vale dizer, das refrações decisórias que tendem a afastar a orientação da atividade da empresa dos interesses da coletividade na qual se insere.

3. Refrações decisórias no plano extrasocietário. O princípio da função social da propriedade e sua aplicabilidade no plano empresarial

3.1 Algumas considerações preliminares

Como se disse acima, a conduta decisória do controlador de uma empresa, qualquer que seja a forma de configuração da situação de controle, deve orientar-se não apenas no sentido de sua adstrição aos interesses dos proprietários do capital alheios ao controle (plano intrasocietário), mas, também e primordialmente, aos interesses da coletividade na qual se insere a empresa (plano extrasocietário), por força da consagração, tanto no plano constitucional como no plano ordinário, do princípio da função social da propriedade.⁶⁷

67. Não se admite aqui que todos os interesses extrasocietários que gravitam em torno de uma companhia remetam ou devam remeter ao princípio da função social da propriedade. Entretanto, em virtude da indeterminação do aludido princípio, parece-nos lícito, ainda que algo atecnicamente, abarcar todos os interesses a que nos referimos sob sua rubrica.

O aludido princípio, e aqui requeremos vênia para apontar algumas necessárias obviedades, é encarado com elegante indiferença por parte dos juristas, porque, afinal, o legislador não se preocupou em conferir contornos de maior precisão ao princípio, e, por parte dos empresários, em virtude do caráter dominial que orienta, até hoje, a cultura empresarial latina, no âmbito da qual prevalece a insistência na admisão da intangibilidade da relação de pertinência controlador/empresa.

Entretanto, não nos é lícito ignorar um princípio constitucional vigente, que, ademais, é fruto da evolução histórica do instituto da propriedade privada dos bens de produção, que, em seu aspecto funcional,⁶⁸ deixou de justificar-se simplesmente “como modo de proteger o indivíduo e sua família contra as necessidades materiais, ou seja, como forma de prover à sua subsistência”,⁶⁹ passando a justificar-se, na acepção pós-liberal, como instrumento de consecução do desenvolvimento econômico e social.

Ignorar o princípio é, desta forma, comprometer a própria evolução representada pela superação do modelo liberal de Estado.

3.2 O conteúdo do princípio e o problema de sua indeterminação

O problema da aludida indeterminação do princípio da função social da proprie-

dade apresenta-se desde o delineamento de seus contornos teóricos mais elementares.

Em primeiro lugar, como lembra Comparato, “quando se fala em função social da propriedade não se indicam as restrições ao uso e gozo dos bens próprios”.⁷⁰ Tais restrições, concernentes aos limites negativos do direito de propriedade, decorrem do secular princípio *neminem laedere* e em nada dizem respeito à revisão do conceito de propriedade operada pela consagração de sua função social.

Assim, é inadmissível, a não ser no plano retórico, a justificação de medidas restritivas pelo princípio da função social da propriedade, como ocorreu por ocasião da adoção, na cidade de São Paulo, do rodízio de automóveis.

O princípio ora analisado não vem, com efeito, somar-se ou sobrepor-se às limitações naturais ao instituto da propriedade privada, mas, sim, operar verdadeira reformulação desse instituto, afastando-o de sua concepção de direito subjetivo e atribuindo-lhe uma conotação de poder-dever,⁷¹ i.e., situação jurídica ativa cujo exercício deve atender a interesses que não são (ou não são exclusivamente) os de seu titular, mas, sim, a interesses aos quais, previamente, o legislador vincula o exercício desse poder.⁷²

Destarte, o feixe de prerrogativas atribuídas ao titular da propriedade,⁷³ assim

70. Idem, p. 32.

71. Ibidem.

72. Assim ocorre, por exemplo, com pátrio poder, com o poder do curador sobre o curatelado etc.

73. Não se trata aqui de qualquer espécie de propriedade, mas tão-somente da propriedade dos bens de produção, uma vez que os bens de consumo não se vocacionam à função social, na medida em que sua utilização e as decisões acerca desta utilização têm reflexos apenas na esfera de interesses de seu titular e não na esfera de interesses da coletividade. Apenas os bens de produção, cuja propriedade confere a seu titular o poder de influenciar na determinação do fluxo qualitativo e quantitativo de bens e serviços a serem oferecidos à sociedade, gozam de relevância sócio-econômica apta a justificar a socialização de sua função.

68. O desenvolvimento da chamada análise funcional do direito, extraordinária contribuição de Karl Renner à ciência jurídica, através de sua clássica monografia *Die soziale Funktion der Rechtsinstitute*, chamou a atenção dos juristas, já no início deste século, para a óbvia constatação de que a análise dos institutos jurídicos não pode prescindir da apreensão de sua finalidade (função) no plano sócio-econômico, vale dizer, do fundo teleológico em que se baseia a sua existência. Prescindir de tal abordagem significa, no limite, condenar direito e realidade a uma inadmissível situação de impermeabilidade, que constitui o primeiro passo para a ineficiência das normas jurídicas que visam a regular esta realidade.

69. Fábio Konder Comparato, “Função social da propriedade dos bens de produção”, in *Direito Empresarial — Estudos e Pareceres*, p. 30.

como o feixe de prerrogativas atribuídas ao titular do pátrio poder, por exemplo, não pode, licitamente, ser utilizado no interesse exclusivo de seu titular, mas deve atender, primordialmente, aos interesses aos quais o ordenamento jurídico vincula o exercício destas prerrogativas. No caso da propriedade privada, a adoção do princípio da função social vincula o exercício de suas prerrogativas aos interesses da coletividade.

A noção de poder-dever é, portanto, essencialmente positiva. Não basta ao titular do pátrio poder agir no sentido de não lesar as pessoas sujeitas ao seu poder, devendo, sim, agir, ao exercer suas prerrogativas, no interesse destas pessoas. Da mesma forma, não basta ao titular do direito de propriedade agir de forma a não lesar os interesses da coletividade, devendo, sim, agir em atendimento aos interesses desta coletividade.

No plano da propriedade produtiva organizada sob forma de sociedade anônima, os deveres atribuídos ao proprietário transferem-se (se não em virtude da própria natureza das coisas, ao menos em virtude do disposto no art. 116, parágrafo único da Lei das S/A) ao controlador da empresa e a seus braços operacionais, os administradores (art. 154).

Estes, os contornos teóricos do princípio da função social da propriedade, cuja identificação, contudo, não resolve o problema de seu alcance, vale dizer, do conteúdo dos deveres (positivos) dele decorrentes.

A indeterminação do conteúdo destes deveres não é privilégio do ordenamento brasileiro. A própria Constituição de Weimar, pioneira na positivação do estudado princípio, consagrou-o de forma genérica, sem precisar seu alcance, fórmula mantida, ademais, pela Constituição alemã de 1949.⁷⁴

74. Diz o texto alemão: "Eigentum verpflichtet. Sein Gebrauch soll zugleich dem Wohle der Allgemeinheit dienen".

Embora o direito brasileiro, e esse mérito deve ser reconhecido, tenha fugido a essa indeterminação no que tange à propriedade imobiliária, vez que, em dois dispositivos de nossa Constituição,⁷⁵ a função social desta propriedade é encarada a partir de uma perspectiva ativa e determinada, impondo-se uma adequada utilização destes bens em proveito dos interesses da coletividade e cominando-se sanções ao descumprimento do preceito, sanções estas cuja aplicação, como bem observa Comparato, constitui "autêntico dever imposto ao Estado, sob pena de inconstitucionalidade por omissão administrativa",⁷⁶ o princípio, no plano empresarial é, entre nós, adotado de forma vaga e indefinida.

Tal indeterminação, antes de constituir um demérito técnico do legislador, constitui um demérito político.

A vinculação das decisões empresariais aos interesses da coletividade pressupõe, evidentemente, a exata definição normativa desses interesses, tarefa imposta ao Estado pelo art. 174 da Constituição.⁷⁷

Entretanto, em uma patente situação de inconstitucionalidade por omissão, as leis que deveriam abrigar o planejamento econômico, i.e., as diretrizes que deveriam orientar a atividade econômica no sentido do desenvolvimento nacional, reduziram-se, entre nós, a "um programa de boas in-

75. Os arts. 182 e 186, fixam, respectivamente, os requisitos necessários ao cumprimento da função social da propriedade imobiliária urbana e rural, cominando sanções para o descumprimento destes requisitos, a saber, o parcelamento ou edificação compulsórios, a imposição de imposto territorial progressivo no tempo e desapropriação com pagamento mediante títulos da dívida pública (no caso da propriedade urbana) e a desapropriação para fins de reforma agrária (no caso da propriedade rural).

76. Fábio Konder Comparato, "Estado, empresa e função social", in *RT* 732/43, out. 1996.

77. Reza o mencionado dispositivo: "Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado".

tenções para fins de autopropaganda governamental”.⁷⁸

Persistindo a omissão na tarefa que incumbe ao Estado no sentido de planificar a atividade econômica, não há, tecnicamente, deveres jurídicos positivos imponíveis ao controlador empresarial no sentido de adstrição de suas decisões ao interesse da coletividade. Há, apenas, os deveres negativos, que, como se disse, são meras decorrências do princípio *neminem laedere*, cuja inobservância é coibida pelo simples recurso ao art. 159 da lei civil.

E, se é incontornável a conclusão de que não há deveres positivos imponíveis ao controlador empresarial por força do princípio da função social da propriedade, não há de se falar, ao menos enquanto persistir a omissão política no que tange ao planejamento econômico, da criação de mecanismos de correção de refrações decisórias extrasocietárias, uma vez que sequer há referências para a identificação destas refrações.

3.3 Mecanismos indutivos à observância do princípio da função social da propriedade

Inobstante a impossibilidade de identificação normativa daquilo que seja o interesse da coletividade no que tange ao direcionamento das decisões empresariais (impossibilidade que, como visto, inviabiliza a definição do conteúdo de deveres jurídicos positivos imponíveis aos controladores empresariais por força do princípio da função social da propriedade), existem noções difusas do que seja tal interesse.

Evidentemente, a observância disso que a sensibilidade comum identifica como interesse da coletividade não pode ser exigida por mecanismos coercitivos, por tudo quanto observado no item anterior e por necessária reverência ao princípio da legalidade.

Entretanto, existem mecanismos indutivos, normativos e extranormativos, que vêm se prestando a suprir a omissão do legislador no que tange à precisão do princípio da função social da propriedade, mecanismos que vêm se prestando a estimular os empresários a adotar condutas que, se não atendem por completo às exigências do interesse coletivo, ao menos prestam-se a reduzir a distância entre este interesse e os interesses ligados meramente à maximização dos resultados no emprego do capital.

No plano normativo, identifica-se mecanismos como o dos incentivos fiscais a investimentos em regiões menos desenvolvidas ou com maior índice de desemprego, a financiamentos de atividades culturais e desportivas e a outras condutas tidas, genericamente, como de interesse da coletividade.

Tais mecanismos apresentam uma lógica indutiva bastante simples e eficiente, uma vez que tendem a fazer coincidir os interesses hedonistas do capital (redução da carga tributária que onera a atividade) com os interesses da coletividade (patrocínio a atividades artísticas, por exemplo).

No plano extranormativo, identifica-se mecanismos mercadológicos de sanção a empresas que não atendam a determinados padrões de conduta. Veja-se, por exemplo, a recente situação de boicote do mercado consumidor norte-americano a uma grande empresa de calçados que utilizava, na fabricação de seus produtos, mão-de-obra infantil em determinado país da Ásia. A preferência dos consumidores a produtos de empresas que utilizam embalagens recicláveis ou que ostentem um selo comprobatório de ajuda a determinada fundação ou um selo que indique a observância de padrões internacionais de qualidade também são exemplos dos aduzidos mecanismos indutivos extranormativos.

A apontada eficiência sancionatória dos consumidores pressupõe, todavia, a existência de mercados concorrenciais, cuja preservação é, também, tarefa que incumbe ao Estado.

78. Comparato, *Função Social*, cit., p. 36.

Assim, seja por um eficiente manejo da extrafiscalidade de alguns tributos, seja pela preservação de estruturas concorrenciais no mercado, o Estado pode criar condições indutivas, embora não coercitivas, eficientes para a observância à função social da empresa, o que, todavia, não o exime de sua obrigação constitucional de planejamento da atividade econômica.

4. Conclusões.

Da necessidade de construção de um direito empresarial público

A análise da questão do balizamento do poder de controle empresarial na sociedade anônima, tanto no que diz respeito à sua adstrição aos interesses dos acionistas não controladores (plano intrasocietário), como no que diz respeito à sua vinculação aos interesses da coletividade (plano extrasocietário), deve superar sua tradicional tangencialidade.

Os interesses em jogo no âmbito de uma companhia, nos dois planos retro apontados, não podem ser equacionados a partir da ingenuidade analítica que os reduza à tradicional polarização minoritários *versus* controlador ou a partir de uma postura conformada acerca da indeterminação do princípio da função social da propriedade e dos interesses que abriga.

A malha normativa incidente sobre a atividade empresarial não deve visar à maximização de interesses isolados, sob pena de condenar sua própria efetividade a um movimento pendular, que ora enfatizará a proteção de um grupo de interesses, ora a de outro.

A lógica de composição destes interesses, tanto intra como extrasocietários, não deve nem partir de uma prévia polarização ou contraposição dos mesmos. Ao contrário, tanto quanto possível, os interesses devem ser internalizados aos centros de poder das companhias (o que se pode obter através da adoção de institutos como o da co-gestão laboral, apenas para citar o exemplo do interesse dos trabalha-

dores da companhia) e devem compor a lógica decisória destes centros. Tal internalização conferiria à lei societária papel subsidiário, tendente apenas à manutenção da normalidade desta lógica decisória e à tutela dos interesses naturalmente não internalizáveis e dos interesses cuja internalização comprometeria a higidez decisória da sociedade (v.g., o interesse dos credores, que, por sua própria vetorização, implicaria em inevitável situação de refração decisória).

Ao Estado caberia, ademais, o primordial papel de manutenção de estruturas concorrenciais nos mercados de bens e serviços e de implementação de políticas econômicas visando ao desenvolvimento do mercado de capitais, de modo a viabilizar a atuação, no âmbito dos mesmos, dos chamados investidores institucionais, agentes, como se disse, aptos a exercer papel fundamental na preservação de uma orientação desejável à atividade empresarial. A implementação de políticas públicas que atribuam maior *eficiência punitiva* ao mercado consumidor e ao mercado de capitais induziria, com efeito, os controladores das companhias a adotarem condutas com menor índice de refração, tanto no plano intrasocietário, como no plano extrasocietário.⁷⁹

O que importa, por fim, ressaltar é que o direito empresarial, em sua tradicional concepção privatista, atingiu o limite de sua efetividade. A ampliação desta fronteira dependerá, pois, de um movimento de crescente publicização⁸⁰ deste ramo do direito, através do aumento de sua permeabilidade a outros setores da ciência jurídica, notadamente o direito econômico. Planejamento econômico, implementação de políticas públicas, preservação de estruturas concor-

79. Não se sustenta aqui nenhuma versão atualizada da tese da auto-suficiência regulatória do mercado. O que se sustenta é uma visão de atuação conjunta que vise a soma da eficiência indutiva das leis que naturalmente regem a lógica econômica do mercado com a eficiência coercitiva das normas jurídicas.

80. Cf., a esse respeito, Calixto Salomão Filho, "Direito empresarial público", in *RDM* 112/10 e ss., out.-dez. 1998.

renciais e balizamento do poder de controle empresarial são, hoje, fatores ligados por indissociável relação de interdependência lógico-econômica, devendo ser encarados, pelo legislador e pelo jurista, precisamente a partir dessa relação.

Bibliografia

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, São Paulo, Saraiva, 1969.

BERLE, Adolf e MEANS, Gardiner C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, trad. Dinah de Abreu Azevedo, São Paulo, Abril Cultural, 1984.

BLACK, Bernard. "Institutional investors and corporate governance: the case for institutional voice", in *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, New York, Oxford University Press, 1997.

BURKI, Shahid Javed e PERRY, Guillermo E. *Beyond the Washington Consensus — Institutions Matter*, Washington, World Bank Latin American and Caribbean Studies, 1999.

CHAMPAUD, Claude. *Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions*, Paris, Sirey, 1962.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*, Boston, Little, Brown and Company.

COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 1983.

———. "Função social da propriedade dos bens de produção", in *Direito Empresarial — Estudos e Pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1995, pp. 27 e ss.

———. "Grupo societário fundado em controle contratual e abuso do poder do controlador", in *Direito Empresarial — Estudos e Pareceres*, São Paulo, Saraiva, 1995, pp. 270 e ss.

———. "Estado, empresa e função social", in *RT 732/43*, out. 1996.

COOTER, Robert D. *Models of morality in law and economics: self-control and self-improvement for the "bad man" of Holmes*, in John M. Olin Working Papers, UC Berkeley Program in Law, Economics & Institutions, Califórnia, 1998.

CUNHA PEREIRA, Guilherme Döring. *Alienação do Poder de Controle Acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995.

EIZIRIK, Nelson. "O mito do controle gerencial — Alguns dados empíricos", in *RDM 66/103 e ss.*, abr.-jun. 1987.

GALBRAITH, John Kenneth. *O Novo Estado Industrial*, trad. Leônidas Gontijo de Carvalho, São Paulo, Nova Cultural, 1985.

KOSE JOHN. *Corporate Governance — A Packet of Readings*, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Seminar on Corporate Governance, 1997.

ORCESI DA COSTA, Carlos Celso. "Controle externo nas companhias", in *RDM 44/70 e ss.*, out.-dez. 1981.

PAILLUSSEAU, Jean. *La Société Anonyme — Technique d'Organisation de l'Entreprise*, Paris, Sirey, 1967.

PARETO, Vilfredo. *Manual de Economia Política*, v. I, trad. João Guilherme Vargas Netto, São Paulo, Abril Cultural, 1984.

PASTERIS, Carlo. *Il Controllo nelle Società Collegate e le Partecipazioni Reciproche*, Milano, Giuffrè, 1957.

SALOMÃO FILHO, Calixto. "Direito empresarial público", in *RDM 112/10 e ss.*, out.-dez. 1998.

SZTAJN, Rachel. "Notas de análise econômica: contratos e responsabilidade civil", in *RDM 111/9 e ss.*, jul.-set. 1998.

TEUBNER, Gunter. "Juridificação — Noção, características, limites, solução", trad. José Engracia Antunes, *Revista Direito e Economia 14*, Coimbra, 1988.