



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 189, jan. 2025/jun. 2025

RDM 189

Artigos e Atualidades:

1. Direito societário e sustentabilidade: notas conceituais e o cenário regulatório brasileiro — (Sheila C. Neder Cerezetti; Gabriela de Oliveira Junqueira)
2. O histórico e a função da cláusula de rateio ou proporcionalidade em apólices de seguro — (Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa)
3. O perfil do poder de controle nas companhias brasileiras — (José Marcelo Martins Proença; Ana Carolina Barbosa Simões; Henrique Sena Rebouças Paschoal)
4. This is not financial advice – Limites da regulação da influência no mercado de capitais — (Marco Aurélio Fernandes Garcia; Natália Fioravanti Salvadori)
5. Retirada de holding: o direito de se desassociar por completo — (Fernando de Andrade Mota; Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota)
6. O voto plural nas sociedades anônimas brasileiras: impactos e desafios à luz do direito concorrencial — (Elisa Abib; Kristiane França)
7. Uso de vozes de terceiros na produção musical brasileira de mídias sintéticas – uma análise sobre suas tendências e viabilidades — (Livia Assali)
8. Eleição de conselheiros de administração nas sociedades anônimas – a questão do voto negativo (contrário) — (Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros; Bruno Robert; Eduardo Campos Netto de Souza)
9. Opções de compras de ações (stock options) como mecanismo de retenção de colaboradores no direito brasileiro — (Gustavo Sperb Martins Pinto; Patrick Menin Rebolho)
10. O abuso de poder de controle nas sociedades de economia mista: equilíbrio entre interesse público e privado — (Roger Vitorio Oliveira Sousa)

ISBN 978-65-6006-197-2



9 786560 061972 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
189

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LXIV (Nova Série)

Janeiro 2025/Julho 2025

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXIV – n. 189 – jan. 2025/jul. 2025

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. Da Costa E Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteadó

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Matheus Chebli De Abreu
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira

Michelle Baruhm Diegues

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Daniel Fermann
Luma Luz
Mariana Caroline Silva Aguiar
Rafaela Vidal Codogno
Yasmin Haddad D'Alpino

Arthur Martins Nogueira
Luiza Pereira Lessa
Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa
Pedro Henrique Nobre Dantas Brandão
Sofia Buchala

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Ana Carolina Barbosa Simões, Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota, Bruno Robert, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Eduardo Campos Netto de Souza, Elisa Abib, Fernando de Andrade Mota, Gabriela de Oliveira Junqueira, Gustavo Sperb Martins Pinto, Henrique Sena Rebouças Paschoal, José Marcelo Martins Proença, Kristiane França, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros, Lívia Assali, Marco Aurélio Fernandes Garcia, Natália Fioravanti Salvadori, Patrick Menin Rebolho, Roger Vitorio Oliveira Sousa, Sheila C. Neder Cerezetti

ISBN: 978-65-6006-197-2

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Julho de 2025

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



CV DOS AUTORES

Sheila Cristina Neder Cerezetti

Professora de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), Bacharel e Doutora pela mesma instituição. Foi Max Weber Postdoctoral Fellow no European University Institute, e bolsista da Alexander von Humboldt-Stiftung, com frequentes estadas de pesquisas pós-doutorais no Max Planck Institute for Comparative and International Private Law.

Gabriela de Oliveira Junqueira

Professora na graduação em Direito do Insper. Bacharel (2016) e Doutora (2024) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (USP). Foi pesquisadora do projeto “Finanças Verdes e a Transformação da Propriedade no Brasil” (Newton Fund Advanced Fellowships 2017 RD 03 - NAF2R2\100124), bolsista CAPES/PRINT no *Transnational Law Institute* da *Kings College London* e pesquisadora visitante no *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law*.

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

José Marcelo Martins Proença

Graduação em Direito pela Faculdade de Direito da USP (1989), mestrado (1999) e doutorado (2004) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Atualmente é Professor Doutor da Faculdade de Direito da USP e Professor dos Cursos de Compliance, Direito Societário e Concorrencial da FGV/FGVLAW.

Ana Carolina Barbosa Simões

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da USP e Coordenadora do Centro de Estudos de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da USP (CEDEM).

Henrique Sena Rebouças Paschoal

Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da USP e Coordenador do Centro de Estudos de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da USP (CEDEM).

Marco Aurélio Fernandes Garcia

Doutorando em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Europeu pela Université du Luxembourg. Mestre em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, com período sanduíche fomentado na Université du Luxembourg. Advogado em São Paulo.

Natália Fioravanti Salvadori

Advogada, com diploma sanduíche pela Universidade Presbiteriana Mackenzie e Universidade de Coimbra. Pós-graduada em Processo Civil pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Pós-graduanda em Direito Societário pelo Insper, e membra da Comissão de Direito e Economia da OAB/SP

Fernando de Andrade Mota

Bacharel, mestre e doutor em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Especialista em Direito Societário pela GV Law. Advogado em São Paulo.

Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota

Graduada, mestre e doutora pela Universidade de São Paulo (USP). Advogada em São Paulo.

Elisa Abib

Graduanda em Direito pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Estagiária nas áreas de Concorrencial e Comércio Exterior no Magalhães e Dias Advocacia. Cofundadora da Liga de Direito Econômico e Concorrencial (Ladec). Integrante do subnúcleo de Direito Concorrencial do Núcleo de Competições Internacionais (NCI), além de integrante do subnúcleo de Arbitragem Empresarial. Atuou como oradora nas equipes da UFBA no Philip C. Jessup International Law Moot Court (2023 e 2024), na IV WiCade – Women in Cade (2024) e pesquisadora no Willem C. Vis International Arbitration (32nd).

Kristiane França

Graduanda em Direito pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Estagiária nas áreas de Antitruste e Proteção de Dados no VMCA Advogados. Cofundadora da Liga de Direito Econômico e Concorrencial (Ladec). Cofundadora e integrante do subnúcleo de Direito Concorrencial do Núcleo de Competições Internacionais (NCI), além de integrante do subnúcleo de Arbitragem Empresarial. Atuou como oradora nas equipes da UFBA no Philip C. Jessup International Law Moot Court (2021 e 2022), no Willem C. Vis International Commercial Arbitration Moot (30th e 31st) e na III WiCade – Women in Cade (2023).

Lívia Assali

Advogada formada pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com atuação focada em propriedade intelectual e direito digital. Em sua trajetória acadêmica, participou e coordenou diversos grupos de estudos durante e após a graduação – com destaque para o Laboratório de Tecnologia da FDUSP (TechLab), o Núcleo de Proteção de Dados, o Grupo de Estudos de Direito e Entretenimento e o Grupo de Estudos em Direito do Entretenimento, das Artes e da Mídia –, focou seus estudos no âmbito da sua Tese de Láurea em Direitos Autorais e Inteligência Artificial e atualmente cursa pós-graduação em Direito Digital junto ao Instituto de Tecnologia do Rio de Janeiro em parceria com a Universidade Estadual do Rio de Janeiro (UERJ). Em sua trajetória profissional, também se especializou em Propriedade Intelectual e Direito Digital, tendo atuado junto a escritórios especializados.

Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros

Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo, com extensão universitária na EBS Universität für Wirtschaft und Recht. Mestre em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (USP).

Bruno Robert

Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Mestre e Doutor em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (USP). LLM na Universidade de Georgetown.

Eduardo Campos Netto de Souza

Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Gustavo Sperb Martins Pinto

Graduando em Direito na Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

Patrick Menin Rebolho

Advogado na equipe de Corporate e M&A do escritório TozziniFreire Advogados. Graduado em Direito com láurea acadêmica pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Aluno Especial em Direito Empresarial pela Universidade de São Paulo (USP). Pós-graduado em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Roger Vitorio Oliveira Sousa

Procurador do Estado do Amazonas, atuante junto da 1ª Câmara de Prevenção e Resolução Administrativa de Conflitos. Ex-analista Judiciário do Tribunal de Justiça do Estado do Maranhão. Pós-graduado em Direito Constitucional e em Direito Público pela Faculdade Descomplica (certificação pela UniAmérica). Pós-graduado em Direito e Processo do Trabalho pela Faculdade Pro Minas. Pós-graduado em Direito Falimentar e Recuperação Judicial, e em Seguridade Social, ambas pela Faculdade Focus. Pós-graduado em Direito Municipal pela Gran Faculdade. Bacharel em Direito pela Universidade Estadual do Piauí (UESPI).

SUMÁRIO

Direito societário e sustentabilidade: notas conceituais e o cenário regulatório brasileiro	17
<i>Sheila C. Neder Cerezetti (USP), Gabriela de Oliveira Junqueira (USP)</i>	
O histórico e a função da cláusula de rateio ou proporcionalidade em apólices de seguro.....	55
<i>Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa (USP)</i>	
O perfil do poder de controle nas companhias brasileiras.....	111
<i>José Marcelo Martins Proença (USP), Ana Carolina Barbosa Simões (USP), Henrique Sena Rebouças Paschoal (USP)</i>	
"This is not financial advice" – Limites da regulação da influência no mercado de capitais.....	149
<i>Marco Aurélio Fernandes Garcia (USP), Natália Fioravanti Salvadori (Universidade Presbiteriana Mackenzie)</i>	
Retirada de holding: o direito de se desassociar por completo	197
<i>Ana Carolina Yoshida Hirano de Andrade Mota (USP), Fernando de Andrade Mota (USP)</i>	
O voto plural nas sociedades anônimas brasileiras: Impactos e desafios à luz do direito concorrencial.....	215
<i>Kristiane França (UFBA), Elisa Abib (UFBA)</i>	
Uso de vozes de terceiros na produção musical brasileira de mídias sintéticas: uma análise sobre suas tendências e viabilidades	243
<i>Livia Assali (USP)</i>	

Eleição de conselheiros de administração nas sociedades anônimas:
a questão do voto negativo (contrário).....351

Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros (USP), Bruno Robert (USP), Eduardo Campos Netto de Souza (USP)

Opções de compras de ações (*stock options*) como mecanismo de
retenção de colaboradores no direito brasileiro: natureza e regime
jurídico aplicável.....439

Gustavo Sperb Martins Costa Pinto (UFRGS), Patrick Menin Rebolho (FGV)

O abuso do poder de controle nas sociedades de economia mista:
equilíbrio entre interesse público e privado.....471

Roger Vítório Oliveira Sousa (UESPI)

O PERFIL DO PODER DE CONTROLE NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS

THE PROFILE OF CONTROL IN BRAZILIAN COMPANIES

José Marcelo Martins Proença²⁴⁰ (USP)

Ana Carolina Barbosa Simões²⁴¹ (USP)

Henrique Sena Rebouças Paschoal²⁴² (USP)

RESUMO

O presente artigo descreve o processo histórico de formação do perfil do poder de controle nas companhias brasileiras e observa o

240 Graduação em Direito pela Faculdade de Direito da USP (1989), Mestrado (1999) e Doutorado (2004) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Atualmente é Professor Doutor da Faculdade de Direito da USP e Professor dos Cursos de Compliance, Direito Societário e Concorrencial da FGV/FGVLAW.

241 Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da USP e Coordenadora do Centro de Estudos de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da USP (CEDEM).

242 Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da USP e Coordenador do Centro de Estudos de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da USP (CEDEM).

O Centro de Estudos de Direito Empresarial (CEDEM) é um grupo de estudos credenciado na Comissão de Cultura e Extensão Universitária (CCEX) da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientado pelo Professor Doutor José Marcelo Martins Proença, o grupo realiza reuniões quinzenais para debater temas de direito comercial, que são alternados semestralmente. O primeiro semestre de 2024 teve como tema “O poder de controle no Brasil” e as conclusões deste artigo resultam de extensas discussões realizadas entre os membros, que contaram com a mediação do Professor e a presença dos convidados Otavio Yazbek e Anelise Duarte, especialistas no tema. O artigo foi escrito e revisado tanto pelo próprio Professor quanto pelos estudantes Ana Carolina Barbosa Simões e Henrique Sena Rebouças Paschoal, que auxiliaram na coordenação do grupo. Também contribuíram com a pesquisa os estudantes: Bruna Paim Zanini, Bruno Sanders do Valle Pinheiro, Camila Borja de Oliveira, Claudio Eduardo de Souza Silva, Elisa de Bernardin Stadoan, Fábio Rodrigues Catapani, Gabriel Tavares Silva, Guido Chiossi Kyriakakis, Isadora Morato Pimentel, Jhonatan Viana de Lima, Letícia Thiemy Venturini, Lucas Marques Mazzoni, Lucas Moraes Silvestre, Luiza Viana Pessoa Lopes, Pedro Lucas Marques Oliveira, Renata Kayayan Montagnini e Stephanie Tiene Vega Valdivia. Agradecemos, primeiramente, ao Professor, por todo o tempo dedicado ao grupo; aos ex-coordenadores Caio Brega e Julia Ruiz, pela cuidadosa organização do programa do semestre; a Giancarlo Bonizzio, Iris Rosa Morais Fossi e Rui Baracat, pelas contribuições valiosas ao longo do semestre; e a Arthur Sadami e Gabriela Pletsch, por terem gentilmente contribuído com a indicação de parte essencial da bibliografia deste artigo.

seu descompasso com a lógica jurídica de sistemas de capital difuso que inspirou a Lei das S.A.. O objetivo central é demonstrar os fatores culturais, econômicos e regulatórios que favoreceram a concentração acionária no Brasil e as consequências do desalinhamento entre a lógica adotada pela lei e a estrutura acionária das companhias brasileiras. O método utilizado consiste em revisão bibliográfica, análise de normas jurídicas e regulamentares bem como de casos concretos e de jurisprudência recente. Como resultado, verifica-se que a preferência nacional pelo controle concentrado foi viabilizada pela utilização de instrumentos jurídicos que intensificaram a separação entre propriedade e controle acionário, como a emissão de ações de classe especial. Além disso, observa-se que o uso da lógica de sistemas de capital difuso prejudica a regulação da dinâmica de poder entre acionistas minoritários e controlador. Conclui-se que, tal desalinhamento não apenas dificulta a responsabilização dos acionistas controladores, mas também favorece a adoção de práticas de governança corporativa inefetivas, por serem voltadas à redução de custos de agência próprios de sistemas de dispersão acionária. Assim, o artigo defende a adequação do ordenamento jurídico e dos mecanismos de governança corporativa à realidade brasileira, de modo a equilibrar as dinâmicas de poder e coibir abusos nas sociedades anônimas.

Palavras-chave: “poder de controle”, “controle concentrado”, “companhias brasileiras”, “abuso de poder”, “governança corporativa”, “lei das s.a.”, “enforcement”.

ABSTRACT

This article describes the historical process that shaped the profile of controlling power in Brazilian companies and observes its mismatch with the legal logic of diffuse capital systems that inspired Brazil's Corporate Law. The main objective is to demonstrate the cultural, economic, and regulatory factors that favored capital concentration in Brazil and the consequences of the misalignment between the legal model and the shareholding structure of Brazilian

companies. The method used involves a bibliographical review, analysis of legal and regulatory norms, as well as case studies and recent legal precedents. The results indicate that the national preference for concentrated control was facilitated by legal mechanisms that intensified the separation between share ownership and control, such as the issuance of special class shares. Furthermore, the logic of diffuse capital systems impairs the regulation of power dynamics between minority shareholders and the controlling shareholder. In conclusion, such misalignment not only hinders the accountability of controlling shareholders but also favors the adoption of ineffective corporate governance practices, as they are aimed at reducing agency costs typical of dispersed systems. Thus, the article advocates adjusting the legal framework and corporate governance mechanisms to the Brazilian reality in order to balance power dynamics and curb abuses in corporations.

Keywords: “controlling power”, “concentrated control”, “Brazilian companies”, “abuse of power”, “corporate governance”, “Brazilian corporate law”, “enforcement”.

SUMÁRIO

1. Introdução. **2.** Qualificação jurídica do poder de controle. **3.** Breve evolução histórica do controle no Brasil. **3.1.** Século XX: Separação entre participação econômica e direito a voto. **3.2.** Século XXI: o Novo Mercado e o Voto Plural. **3.3.** O atual perfil do controle no Brasil. **4.** Descompasso entre a lógica de sistema difuso e o perfil do controle no Brasil. **4.1.** A difícil responsabilização por abuso de poder de controle. **4.2.** Inefetividade de práticas de governança corporativa. **5.** Conclusão. **6.** Referências bibliográficas

1. INTRODUÇÃO

Historicamente, a estrutura acionária das sociedades anônimas assumiu diferentes configurações ao redor do mundo, como resultado

de especificidades culturais, econômicas e regulatórias de cada país. No Reino Unido e nos Estados Unidos, por exemplo, consolidou-se o modelo de dispersão acionária²⁴³, caracterizado pela ausência de um acionista ou grupo de acionistas que detém participação suficiente para preponderar nas deliberações assembleares, o que configura um cenário de *controle diluído*. Por outro lado, nos demais países predomina o modelo de *controle concentrado*²⁴⁴, no qual o poder decisório é centralizado na figura de um indivíduo ou grupo denominado *controlador*, que determina os rumos da companhia²⁴⁵.

No Brasil, a tendência de concentração de poder econômico — que antes evidenciava-se pela concentração fundiária e de renda como herança colonial²⁴⁶ — passou a se manifestar também como concentração de controle acionário. Esse fenômeno se intensificou ao longo do século XX, impulsionado por diversas medidas legislativas

243 Em 1932, Berle e Means descreveram o modelo de sociedade anônima com capital disperso no mercado de capitais em seu clássico “The modern corporation and private property”. A partir de análises empíricas da estrutura acionária das companhias norte-americanas, constatou-se que grande parte das sociedades eram controladas por seus administradores devido ao alto grau de dispersão acionária. Assim, os autores identificaram a separação entre propriedade das ações e poder de controle sobre a companhia (cf.: BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: The Macmillan Company, 1933).

244 O controle concentrado predomina na Europa Continental, Ásia e América Latina. Sobre a comparação dos diferentes sistemas de controle no mundo, confira: LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **Corporate Ownership Around the World**. In: Harvard University, Journal of Finance, v. 54, 1999, p. 471-518. Com relação ao Brasil, o perfil concentrado permanece predominante nas companhias listadas na B3, conforme estudo recente: MACIEL, Emily T. P.; CALLADO, Antônio A. C. **Perfil, organograma e controle acionário das empresas listadas na B3**. Instituto Paulista de Ensino e Pesquisa, Revista Científica Hermes, vol. 29, 2021.

245 O poder de controle foi objeto de estudo de Fábio Konder Comparato na obra “O poder de controle na sociedade anônima”, publicada em 1976. O autor qualificou tal fenômeno como um poder de fato “de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais”. Além disso, fortemente influenciado por Berle e Means, identificou diferentes modalidades de manifestação do controle, que serão desenvolvidas no Capítulo 2 (cf.: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 119).

246 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Monopólio Colonial e Subdesenvolvimento**. In: BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudineu de (Coord.). Direitos Humanos, Democracia e República – Homenagem a Fábio Konder Comparato. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 162-165.

que promoveram a separação entre propriedade e controle²⁴⁷, o que consolidou tanto a concentração de poder econômico na macroempresa²⁴⁸ quanto o perfil de controle concentrado no país.

A promulgação da Lei nº 6.404 de 1976 (Lei das S.A.) trouxe importantes avanços para alinhar o ordenamento jurídico à realidade brasileira. Isso se verifica, por exemplo, com a atribuição de deveres e responsabilidades ao controlador no art. 116 e com o estabelecimento do dividendo mínimo obrigatório no art. 202, como mecanismos de proteção aos acionistas minoritários. Contudo, a lei societária brasileira foi fortemente influenciada pelo modelo norte-americano²⁴⁹, que imprimiu ao diploma uma lógica própria de economias onde predomina o capital difuso.

Consequentemente, seja de forma acidental ou como resultado do jogo de interesses de elites locais²⁵⁰, formou-se um descompasso entre a estrutura acionária das companhias brasileiras e a lógica adotada pela Lei das S.A. Tal desalinhamento, como se verá adiante, não apenas *dificulta a responsabilização dos acionistas controladores*, mas também *favorece a adoção de práticas de governança corporativa inefetivas*, por serem voltadas à redução de custos de agência próprios de sistemas de dispersão acionária.

Nesse sentido, este artigo tem como objetivo descrever os fatores históricos que moldaram o perfil do poder de controle no Brasil e analisar os principais sintomas do descompasso entre a lógica de sistemas difusos e a realidade do controle concentrado no país. Além disso, o trabalho explora alternativas para adequar o ordenamento jurídico e as práticas de governança corporativa às especificidades do contexto brasileiro, a fim de promover maior equilíbrio às dinâmicas de poder nas companhias.

247 Para mais detalhes, confira a Seção 3.1. do Capítulo 3.

248 SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário - Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 56.

249 LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A. (Pressupostos, Elaboração, Aplicação)**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 265.

250 PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário – Lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 25.

Assim, para além desta Introdução, o texto foi organizado da seguinte forma: o Capítulo 2 apresenta a qualificação jurídica do poder de controle, com a delimitação de suas modalidades para se estabelecer as bases teóricas do texto. O Capítulo 3, por sua vez, traça um panorama da evolução histórica do controle no Brasil e explica como aspectos econômicos e legislativos contribuíram para a consolidação do modelo concentrado no país. No Capítulo 4, constata-se o descompasso entre a lógica importada de sistemas de capital difuso e a predominância do controle concentrado, para então analisar as consequências práticas desse desalinhamento nos âmbitos regulatório e de governança corporativa. Por fim, a Conclusão retoma os principais argumentos deste trabalho e destaca a necessidade de se ajustar o ordenamento e as práticas de governança à realidade brasileira.

2. QUALIFICAÇÃO JURÍDICA DO PODER DE CONTROLE

Antes de desenvolver os aspectos históricos que formaram o perfil do poder de controle das sociedades anônimas brasileiras, é necessário esclarecer alguns pressupostos teóricos sobre a qualificação jurídica do *poder de controle* adotada neste trabalho. Tal fenômeno consiste em um poder decisório *de fato* sobre os resultados das deliberações assembleares²⁵¹ e a descrição de suas diferentes modalidades é fundamental para a compreensão da dinâmica de governança das companhias brasileiras de capital concentrado.

Primeiramente, quanto à natureza jurídica, o controle pode ser *interno* ou *externo* à sociedade. Enquanto o primeiro consiste no poder exercido por agentes que integram os órgãos da companhia, ou seja, por acionistas ou administradores, o segundo seria aquele exercido por agentes externos à estrutura corporativa, com os quais a sociedade mantém vínculos contratuais que a colocam em situação de

251 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, p. 119.

dependência. Isso ocorre, por exemplo, em financiamentos bancários e em relações de fornecimento essenciais.

Embora parte da doutrina reconheça a influência de terceiros sobre a empresa, especialmente nos casos de imposição de *covenants* em contratos bancários²⁵², o artigo 116 da Lei das S.A. restringe o regime jurídico dos controladores aos agentes que: (i) sejam titulares de direitos de sócio; (ii) preponderem nas votações da assembleia geral de modo permanente; (iii) possam eleger a maioria dos administradores; e (iv) dirijam efetivamente as atividades da companhia. Assim, uma vez que a definição imposta pela lei não abrange os casos de controle externo²⁵³, o presente trabalho analisará apenas situações de controle interno.

No que se refere ao controle interno, ele pode ser classificado em quatro modalidades que variam em grau de separação entre propriedade acionária e poder de controle empresarial. Elas são divididas em controle: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial ou administrativo²⁵⁴. Nas modalidades de controle *totalitário* e *majoritário*, o controlador dispõe, respectivamente, da totalidade e da maioria do capital votante, o que garante a ele influência decisiva sobre as deliberações da assembleia geral, apesar da existência de uma minoria qualificada no último caso. O controle *minoritário*, por

252 Nas hipóteses em que a sociedade se encontra endividada, muitas vezes a execução do direito de crédito pelos credores pode levar a companhia à falência. Com isso, os credores passam a comandar as atividades empresariais da devedora para que os *covenants* sejam respeitados e que as chances de pagamento da dívida aumentem. (cf., nesse sentido: *Ibidem*, p. 78).

253 Esse entendimento já foi confirmado pelo judiciário brasileiro. No âmbito do REsp nº 15.247/RJ, foi analisada a possibilidade de a TV Aracatu S.A. integrar o Sistema Globo de Televisão, com base em um suposto controle externo que seria exercido pela TV Globo Ltda., fundamentado na dependência tecnológica e econômica de sua sócia. Por unanimidade, a Terceira Turma do STJ decidiu que tal interpretação não encontra respaldo nos arts. 116 e 117 da Lei das S.A. e reafirmou que o controle, na acepção legal, está vinculado a direitos societários efetivos (STJ, REsp nº 15.247/RJ, Rel. Min. Dias Trindade, Terceira Turma, j. em 10/12/1991). No entanto, não se pode ignorar que a figura do acionista controlador externo é reconhecida em outros microsistemas do direito brasileiro, como no direito da concorrência (cf., nesse sentido: CARVALHO, Angelo Gamba Prata de. **O Controle empresarial externo no direito da concorrência**. In: Revista de Defesa da Concorrência – RDC, v. 9, nº 2, 2021).

254 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, p. 67.

sua vez, caracteriza-se por uma participação inferior à maioria do capital votante, mas que garante a hegemonia do controlador graças ao elevado grau de absenteísmo nas deliberações assembleares que dependem apenas da maioria simples. Por último, no controle *gerencial* ou *administrativo*, o controlador não detém qualquer participação acionária, mas exerceria o controle por meio do cargo de administrador da companhia. Trata-se de modalidade raramente observada no Brasil²⁵⁵, tendo em vista a predominância do controle concentrado²⁵⁶, e que tampouco é abrangida pelo art. 116, devido à exigência de titularidade de direitos de sócio²⁵⁷.

Dessa forma, diante das modalidades de controle admitidas pela lei, este trabalho descreverá apenas situações de controle interno exercido por acionistas – totalitário, majoritário ou minoritário – ao analisar a realidade do poder de controle nas companhias brasileiras.

3. BREVE EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO CONTROLE NO BRASIL

Feitas as considerações sobre as diferentes concepções de controle, este capítulo apresenta uma breve evolução histórica da realidade societária brasileira ao longo dos séculos XX e XXI. Para tanto, serão esclarecidos os aspectos econômicos e as medidas legislativas que contribuíram para a intensificação do processo de concentração do controle nas sociedades anônimas brasileiras.

255 O controle exercido por administradores ocorre em situações de ampla dispersão acionária, como em grande parte das companhias norte-americanas após a “revolução gerencial”. Esse processo transformou a estruturas de funcionamento das companhias norte-americanas e deu espaço para a ascensão da classe de *managers* ou administradores, especialmente no contexto das primeiras décadas do século XX (cf., nesse sentido: MICKELTHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company: A Short History of a Revolutionary Idea**. New York: Modern Library, 2005, cap VI “The Triumph of Managerial Capitalism”).

256 Para mais detalhes, confira a Seção 3.3 do Capítulo 3.

257 COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, p. 71.

3.1 SÉCULO XX: SEPARAÇÃO ENTRE PARTICIPAÇÃO ECONÔMICA E DIREITO A VOTO

No início do século XX, o Brasil ainda se recuperava da crise especulativa do Encilhamento²⁵⁸, que marcou o início da desconfiança estrutural das elites brasileiras com relação ao uso do mercado de capitais como fonte de financiamento da atividade empresarial. Segundo Mariana Pargendler, tal desconfiança, que seria agravada por outras crises ao longo do século, serviu como forma de justificar a preferência pelo sistema concentrado e se concretizou a partir de transplantes jurídicos que promoveram esse modelo²⁵⁹.

Com o passar das décadas, o controle nas companhias brasileiras se concentrou nas mãos de poucas famílias e no Estado, que aumentaria o seu grau de intervencionismo a partir da Revolução de 1930²⁶⁰. Esse processo foi possível, em parte, graças à criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE à época, atual BNDES) em 1952, que passou a servir como fonte de financiamento para empresas selecionadas pelo governo, a taxas frequentemente subsidiadas. Com isso, o grande volume de financiamentos públicos reduziu o incentivo econômico para que as principais companhias recorressem ao mercado de capitais, o que propagou a manutenção das estruturas de controle concentrado²⁶¹.

258 O Encilhamento foi uma crise especulativa que estourou em 1892 e expôs diversas empresas fraudulentas que operavam à época no mercado de capitais brasileiro. Um dos principais fatores causadores da crise foi a reforma de 1890 da Lei das S.A. de 1882, que eliminou a responsabilidade subsidiária dos acionistas pelo capital subscrito, mas ainda não pago para compor o capital social (cf., nesse sentido: PARGENDLER, *op. cit.*, p. 94).

259 *Ibidem*, p. 97.

260 Além da compra de participação em companhias estratégicas para os interesses do governo federal, como de ferrovias e do Banco do Brasil, a Era Vargas ainda veria a constituição de algumas das maiores empresas estatais da história do país, como a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) em 1941, Companhia Vale do Rio Doce em 1942 e, já na segunda República, a Petrobras em 1953, todas com o controle concentrado no Estado brasileiro (cf., *Ibidem*, p. 174-182).

261 “Finally, the substantial funding from BNDES disincentivized these companies pulverizing their capital by going public and consequently being pressured to improve governance through the market” (BERNARDES, Matheus; SADAMI, Arthur; VÍSPICO,

Além dos aspectos econômicos, o processo de concentração dependia de instrumentos jurídicos que permitissem a intensificação da cisão entre propriedade e controle a partir da separação dos direitos econômicos e políticos dos acionistas. Isso foi viabilizado, principalmente, por meio da disseminação das ações preferenciais sem direito a voto nas sociedades anônimas brasileiras²⁶².

Essa classe de ações teve a sua emissão autorizada pelo Decreto-Lei nº 21.536 de 1932 e permitiu que investidores renunciassem ao direito de voto em troca de vantagens patrimoniais, como dividendos prioritários²⁶³. Posteriormente, com o Decreto-Lei nº 2.055 de 1940, seu uso se difundiu ainda mais pelo país, pois os acionistas foram autorizados a requerer ao governo federal a conversão de suas ações ordinárias em ações preferenciais sem direito a voto desde que fossem observados alguns requisitos²⁶⁴. No mesmo ano, o Decreto-Lei nº 2.627 de 1940, precursor da atual Lei das S.A., legitimou a prática ao incorporá-la à lei societária em seu art. 9º, parágrafo único, que estabeleceu o limite de emissão de ações preferenciais em 50% do capital social²⁶⁵.

Já na década de 1960, o governo militar aprovou uma série de incentivos fiscais com o objetivo de promover a capitalização das empresas por meio do mercado de capitais. O mais notório deles foi o Decreto-Lei nº 157 de 1967, que permitiu aos contribuintes aplicarem parte do valor de seu imposto de renda à aquisição de quotas de fundos de ações das companhias recém-abertas, os chamados “Fundos

Lucas. **Industrial Policy and Democratic Corporate Governance: Perspectives from the BNDES Case.** *European Business Law Review*, v. 35, n. 6, 2024, p. 801-824).

262 PARGENDLER, *op. cit.*, p. 100.

263 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias.** 2. ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 178.

264 A hipótese de conversão de ações ordinárias em preferenciais sem direito a voto era restrita aos acionistas que fossem detentores de pelo menos 40% da totalidade das ações emitidas por uma sociedade anônima sujeita a autorização federal. PARGENDLER, *op. cit.*, p. 102.

265 Decreto-Lei nº 2.627 de 1940. Art. 9º, parágrafo único: “[a] emissão de ações preferenciais sem direito de voto não pode ultrapassar a metade do capital da companhia”.

157”²⁶⁶. Consequentemente, inúmeras empresas foram encorajadas a abrir o capital na bolsa a partir da emissão de uma maioria de ações preferenciais sem direito a voto²⁶⁷, o que promoveu a concentração do controle e culminou na segunda maior crise especulativa da história brasileira, o “Crash de 1971”²⁶⁸.

Com a promulgação da atual Lei das S.A. em 1976, foram introduzidos avanços significativos na adequação do ordenamento jurídico à realidade nacional, como a tipificação do acionista controlador no art. 116 e a instituição do dividendo mínimo obrigatório no art. 202²⁶⁹. Contudo, algumas disposições foram na contramão do que vinha sendo adotado pelo direito estrangeiro²⁷⁰ e reforçaram a manutenção do controle concentrado. Isso se observa na elevação do limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto para 2/3 do total de ações emitidas, que apenas voltaria aos 50% com a reforma de 2001. Essas escolhas legislativas evidenciam o fenômeno da *path dependence*²⁷¹ no Brasil, ao consolidarem estruturas históricas que perpetuaram o modelo de controle concentrado.

266 VIDOR, George. **A História da CVM pelo Olhar de seus Ex-Presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, p. 19.

267 GILSON, Ronald J., HANSMAAN, Henry; PARGENDLER, Mariana. **Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, The U.S., and the EU**. *Stanford Law Review*, Vol. 63:475, 2011, p. 484.

268 VIDOR, George, *op. cit.*, p. 35.

269 PARGENDLER, *op. cit.*, p. 106.

270 A lei societária francesa de 1966 havia proibido a emissão de ações sem direito a voto, o que motivou Alfredo Lamy Filho, um dos redatores da Lei das S.A. de 1976, a sugerir que o exemplo fosse seguido na nova lei brasileira. Contudo, o esforço foi sem sucesso. (cf., nesse sentido: LAMY FILHO, Alfredo. **A Reforma da Lei de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Revista Forense, a. 66, v. 231, 1970, p. 11).

271 Como explica Eduardo Secchi Munhoz em referência ao texto de Lucian A. Bebchuk e Mark J. Roe, o fenômeno do “*path dependence*” ou “dependência do caminho” consiste na tendência de a estrutura de controle existente no passado de um país determinar a estrutura que as companhias do mesmo país apresentarão no futuro (cf., nesse sentido: BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. **A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance**. In: *Stanford Law Review*, Vol. 52:127, 1999, p. 127-170 *apud* MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta – Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado**. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro Santos (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 128).

Entretanto, mesmo com as adequações ao contexto brasileiro, a estrutura da Lei das S.A. seguiu um modelo fortemente influenciado pelo direito norte-americano²⁷², ao privilegiar o regime de responsabilidade dos administradores em detrimento daquele aplicável a controladores. Isso se verifica, por exemplo, pela imposição de deveres fiduciários de estilo estadunidense aos administradores²⁷³ e pela inexistência de ação específica para responsabilização do acionista controlador²⁷⁴.

3.2 SÉCULO XXI: O NOVO MERCADO E O VOTO PLURAL

Com a chegada do século XXI, os níveis de negociação da Bolsa de Valores brasileira (atual “B3”, então denominada BOVESPA) enfrentavam uma queda insustentável²⁷⁵. Isso era devido, em parte, ao insucesso das tentativas de se estabelecer padrões éticos de governança corporativa por meio de reformas legislativas. Nesse contexto, a B3 passou por uma drástica reforma interna de seus requisitos de listagem e criou três segmentos distintos com base em diferentes níveis de boas práticas de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Tal abordagem autorregulatória era interessante às companhias brasileiras, pois servia como uma forma de dualismo regulatório²⁷⁶. Se, por um lado, o Nível 1 atenderia aos interesses das empresas já

272 A influência do direito norte-americano no processo de elaboração da Lei das S.A. foi motivo de críticas, porém não impediu que as Comissões de Constituição e Justiça, Finanças e Economia aprovassem o projeto no senado, como evidencia o trecho do parecer do Relator da Comissão de Economia, Senador Jessé Freire de 1976: “Algumas críticas têm vindo a lume para acusá-lo servil ao modelo americano. Contudo, ao oferecerem sugestões alternativas, optam por modelos de outros países. Talvez se o projeto tivesse acolhido fórmula diversa, os críticos advogassem a necessidade de filiação ao sistema americano, dadas as extensas linhas de similitude que com ele nos identificam” (LAMY FILHO; PEDREIRA, *op. cit.*, p. 265).

273 PARGENDLER, *op. cit.*, p. 104.

274 PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 75.

275 B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Resumo das Operações, Estatísticas ano 2000**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/ptbr/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-de-derivativos/resumo-das-operacoes/estatisticas>. Acesso em 22/01/2025.

276 GILSON; HANSMAAN; PARGENDLER, *op. cit.*, p. 487-488.

consolidadas na bolsa (*blue chips*), com mudanças mais suaves na governança, por outro, o Nível 2 e o Novo Mercado promoveriam mudanças estruturais nas práticas internas das companhias e teriam como foco as empresas entrantes no mercado. Essas novas companhias se beneficiariam da técnica de *screening*, como explica Calixto Salomão Filho em referência a Joseph Stiglitz, que consiste no estímulo à promoção de qualidades distintas da mera taxa de rentabilidade ou de valorização, como a comparação de padrões de governança por parte dos investidores²⁷⁷.

Para além das novas exigências de divulgação de informações e do reforço das garantias patrimoniais dos acionistas minoritários, o Novo Mercado impôs medidas que impactariam diretamente a estrutura de controle das companhias que desejassem atingir os níveis mais altos de governança corporativa. A mais notável dessas exigências foi a proibição das ações preferenciais sem direito a voto, a partir do requisito de emissão exclusiva de ações ordinárias²⁷⁸, em linha com o princípio “*one share, one vote*”²⁷⁹.

Os resultados da implementação do Novo Mercado foram expressivos e, somados às condições econômicas favoráveis das primeiras décadas deste século²⁸⁰, contribuíram significativamente

277 STIGLITZ, J. E. **Towards a New Paradigm for Development**, 9ª ed. Raúl Prebisch Lecture, 1998, p. 12 *apud* SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, 2019, p. 90-98.

278 “Art. 8º A companhia deve ter o seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias” (B3, Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento do Novo Mercado**. 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/ED/C4/C1/2D/F99068101BBF1068AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20Versao%202023_.pdf. Acesso em 19/01/2025).

279 O princípio de governança corporativa sugere que cada acionista deve ter direito a uma quantidade de votos equivalente à quantidade de ações que detém, como ocorre nas sociedades anônimas que emitem apenas ações ordinárias (cf., nesse sentido: ADAMS, Renee; FERREIRA, Daniel. **One Share-One Vote: The Empirical Evidence**. *In: Review of Finance*, v. 12, Oxford University Press, 2008).

280 Como alto crescimento econômico, baixas taxas de juros e inflação controlada, conforme estudo do BNDES (cf., nesse sentido: CRUZ, Adriana I. G.; HOELZ, Antônio M. et. al. **A economia brasileira: conquistas dos últimos 10 anos e perspectivas para o futuro**. Biblioteca Digital do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 2012. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/961/1/A%20economia%20brasileiraconquistas%20dos%20ultimos%20dez%20anos%20_P-final_BD.pdf. Acesso em 22/01/2025).

para o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Ao final dos anos 2010, o número de companhias listadas havia multiplicado por 8, das quais 72% foram listadas no segmento do Novo Mercado²⁸¹.

Atualmente, embora sejam mais de 400 empresas listadas, o período entre 2021 e 2024 representou a maior redução do número de ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) dos últimos 20 anos²⁸². Não bastasse a escassez de IPOs, a análise das movimentações de mercado em 2024 revelou um aumento nos números de retiradas de empresas da bolsa de valores²⁸³ e de tentativas de migração de empresas listadas no Novo Mercado para segmentos inferiores²⁸⁴.

Esse cenário parece indicar que as companhias brasileiras têm preferido se afastar do modelo de classe única de ações ordinárias, em busca de contextos que permitam o uso do *dual class system* para conferir maior poder de voto aos fundadores²⁸⁵. Isso explicaria, em parte, o motivo de alguns dos maiores IPOs de companhias brasileiras terem ocorrido fora do país nos últimos anos, como foram os casos da PagSeguro e da Nubank. Ambas as empresas abriram o capital na

281 BM&F BOVESPA. **Governança Corporativa e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro**, 2009, *apud* GILSON, Ronald J., HANSMAAN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, The U.S., and the EU. *Stanford Law Review*, Vol. 63:475, 2011, p. 495.

282 Valor Econômico. **Bolsa tem o menor número de empresas listadas desde junho de 2021**. Publicado em 14/02/2024 Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/02/14/bolsa-tem-o-menor-numero-de-empresas-listadas-desde-junho-de-2021.ghtml>. Acesso em 22/01/2025.

283 Valor Econômico. **Crescem ofertas para retirada de empresas da bolsa**. Publicado em 25/11/2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/11/25/crescem-ofertas-para-retirada-de-empresas-da-bolsa.ghtml>. Acesso em 22/01/2025.

284 Valor Econômico. **Kora Saúde convoca acionistas para discutir saída do Novo Mercado da B3**. Publicado em 19/07/2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/07/19/kora-saude-convoca-acionistas-para-discutir-saida-do-novo-mercado-da-b3.ghtml>. Acesso em 22/01/2025; Valor Econômico. **B3 aprova saída voluntária da Zamp do Novo Mercado**. Publicado em <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/01/05/b3-aprova-sada-voluntria-da-zamp-do-novo-mercado.ghtml>. Acesso em 22/01/2025.

285 PARGENDLER, Mariana. **Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance Beyond Agency Costs**. *In: The Journal of Corporation Law*, v. 45, n. 4, p. 961.

Bolsa de Nova Iorque (NYSE), respectivamente, em 2018²⁸⁶ e 2021²⁸⁷ e seguiram a tendência de emitir ações de classe especial para evitar a diluição dos controladores²⁸⁸.

Na tentativa de reverter a evasão de IPOs para o exterior, a Lei nº 14.195/2021 introduziu, entre outras medidas, o artigo 110-A²⁸⁹ à Lei das S.A., que instituiu o voto plural na legislação brasileira. Tal dispositivo permite que companhias emitam ações ordinárias com poder de voto superior às demais, o que possibilita a captação pública de recursos com a manutenção do controle concentrado, como uma alternativa à emissão de ações preferenciais sem direito a voto.

Contudo, a autorização do voto plural foi acompanhada de uma série de restrições que impediram a sua ampla disseminação no mercado²⁹⁰. Primeiramente, o uso desse mecanismo foi restrito às sociedades anônimas fechadas e às abertas não listadas, o que impediu que as companhias já consolidadas na bolsa se valessem dessa prática. Além disso, a prevalência do princípio de um voto por

286 Forbes Brasil. **PagSeguro faz maior IPO de uma brasileira nos EUA**. Publicado em 24/01/2018. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2018/01/pagseguro-levanta-us-27-bi-em-ipo-nos-estados-unidos/>. Acesso em 22/01/2025.

287 Forbes Brasil. **Nubank torna-se banco mais valioso da América Latina após IPO**. Publicado em 24/01/2018. Disponível em: 09/12/2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/12/nubank-torna-se-banco-mais-valioso-da-america-latina-apos-ipo/>. Acesso em 22/01/2025.

288 FIUSA, Vanessa. **A modernização do arcabouço regulatório para distribuições públicas de valores mobiliários no Brasil**. In: Revista de Direito Societário e M&A, v. 3, 2023, p. 3.

289 Art. 110-A. É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária: I - na companhia fechada; e II - na companhia aberta, desde que a criação da classe ocorra previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários.

290 As restrições ao uso do voto plural impostas pela Lei das S.A. são: (i) limite de 10 votos por ação ordinária com voto plural; (ii) validade inicial de 7 anos, com prorrogação condicionada à aprovação pela metade dos acionistas que detêm ações ordinárias comuns; (iii) limitação às sociedades anônimas fechadas ou abertas antes da listagem em bolsa; (iv) vedação à transferência das ações com voto plural; (v) vedação à adoção do voto plural por meio de fusões ou incorporações de companhias listadas; e (vi) conversão em ordinárias comuns em caso de controle conjunto entre acionistas com e sem voto plural.

ação no segmento mais alto de listagem da B3²⁹¹ também representa um desincentivo à sua disseminação, uma vez que o voto plural passa a ser associado a níveis mais baixos de governança corporativa.

Ainda assim, a incorporação do voto plural à lei societária brasileira não apenas reflete um movimento recente de flexibilização das regras de governança, mas também evidencia a tendência pátria de propagar medidas legislativas que contribuem para a concentração do controle acionário.

3.3 O ATUAL PERFIL DO CONTROLE NO BRASIL

Embora a separação entre direitos econômicos e políticos tenha sido vedada no Novo Mercado, isso não significa que o perfil das empresas brasileiras tenha mudado completamente. Na verdade, como são poucas as empresas listadas se comparadas ao grande número de sociedades anônimas fechadas, o impacto no perfil geral do controle no Brasil parece ter sido ínfimo. Mesmo entre as empresas listadas, o que se observa no Brasil é a prevalência da busca pela capitalização no mercado, porém com a manutenção do controle concentrado.

Uma das mais recentes pesquisas realizadas acerca da composição acionária das companhias abertas brasileiras demonstrou a distribuição de acionistas controladores nas empresas listadas na B3 entre junho e setembro de 2019²⁹². Os resultados atestam um cenário de significativa concentração acionária, tendo em vista que 62,68% das empresas — ou 267 daquelas 462 analisadas — apresentaram controle

291 “A criação dessa classe especial de ações pode impactar positivamente a abertura de capital das empresas no país. Isso porque agora as companhias que buscam essa estrutura acionária poderão se listar no mercado brasileiro, sem precisar recorrer a esse tipo de oferta em outros mercados. [...] A B3 entende que a adoção do voto plural não deve interferir nas regras do Novo Mercado, onde cada ação tem direito a um voto e as regras de governança não dão poderes diferenciados ao fundador.” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **B3 se prepara para receber novas ofertas com a criação do voto plural**. Publicado em 31/08/2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/novas-ofertas-com-a-criacao-dovotoplural.htm#:~:text=A%20B%203%20entende%20que%20a,d%C3%A3o%20poderes%20diferenciados%20ao%20fundador. Acesso em 10/02/2025)

292 MACIEL; CALLADO. *op. cit.*, p. 37-53.

efetivo concentrado em até dois acionistas²⁹³ e que a participação média detida pelos maiores acionistas dessas companhias é de 53%²⁹⁴, o que representa clara predominância de controle majoritário.

Logo, evidencia-se que, mesmo com o crescimento do mercado de capitais nas últimas décadas, impulsionado pelos novos requisitos de listagem da B3, a representatividade das empresas de controle diluído no cenário empresarial brasileiro ainda é ínfima. Em outras palavras, prevalece a tendência de as companhias brasileiras manterem uma estrutura acionária de controle concentrado, mesmo após a abertura do capital na bolsa de valores.

4. DESCOMPASSO ENTRE A LÓGICA DE SISTEMA DIFUSO E O PERFIL DO CONTROLE NO BRASIL

Como visto, a realidade brasileira se caracteriza pela predominância do controle concentrado. Contudo, há uma forte influência de sistemas de capital difuso sobre o direito brasileiro, o que se verifica pelo modelo adotado na Lei das S.A. e pela tendência de padronização das práticas de governança corporativa²⁹⁵. Como será melhor explorado a seguir, tal descompasso entre a lógica jurídica importada e a estrutura das companhias brasileiras impacta diretamente a dinâmica de poderes interna à sociedade anônima, uma vez que reduz a efetividade tanto dos meios de responsabilização dos acionistas controladores por eventuais abusos, quanto das práticas de governança que visam prevenir tais condutas.

Ocorre que os principais problemas de agência²⁹⁶ enfrentados nos diferentes sistemas não são os mesmos e demandam tratamentos

293 *Ibidem*, p. 8.

294 *Ibidem*, p. 9.

295 REYES, Francisco. **Corporate Governance in Latin America: A Functional Analysis**. In: University of Miami Inter-American Law Review, Vol. 39, No. 2, 2008, p. 6.

296 Entende-se “relações de agência” como situações em que a parte representada depende das decisões tomadas pelo agente, ou representante, a fim de garantir o seu bem-estar. O “problema de agência” surge da assimetria de informações entre o agente

distintos. Enquanto nos cenários de dispersão acionária predominam os conflitos entre a administração e os acionistas, no contexto concentrado prevalecem os conflitos entre acionistas controladores e minoritários²⁹⁷. Dessa forma, no primeiro caso, o foco regulatório deve estar em garantir que os administradores sejam supervisionados adequadamente e que suas decisões estejam alinhadas aos interesses coletivos dos acionistas. Já no segundo, o desafio é coibir práticas abusivas do acionista controlador, que pode extrair benefícios privados²⁹⁸ de sua posição privilegiada em detrimento dos minoritários ou, até mesmo, da própria companhia²⁹⁹.

Desse modo, embora o ordenamento brasileiro contemple uma série de dispositivos que visam a proteger acionistas minoritários³⁰⁰ e ofereça meios distintos de responsabilização de acionistas controladores, há entraves práticos que dificultam a efetivação desses direitos. Da mesma forma, grande parte das práticas de governança

e o representado, que garante ao primeiro vantagem informacional com relação ao segundo e dificulta o alinhamento da tomada de decisões com os interesses do representado. Nas sociedades anônimas, são identificados três principais problemas de agência: o primeiro entre os acionistas e os administradores; o segundo entre os acionistas controladores e os minoritários; e o terceiro entre a própria empresa e as partes com as quais ela mantém relações, como credores, empregados, consumidores e contratados (cf., nesse sentido: ARMOUR, J.; *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 29-30).

297 REYES, Francisco. **Corporate Governance in Latin America: A Functional Analysis**. Paul M. Hebert Law Center, Louisiana State University, 2006, p. 17-18.

298 Exemplos dessas práticas abusivas incluem: a extração desproporcional de lucros por meio de transações com partes relacionadas; a exclusão forçada de minoritários, que os obriga a vender suas ações a preços baixos (“freeze out”); e a apropriação exclusiva de valor por meio da alienação do bloco de controle (cf., nesse sentido: GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. **Controlling controlling shareholders**. John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper No. 262, Stanford Law School; The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, June 2003, p. 3).

299 FERRARINI, Guido; FILIPPELLI, Marilena. **Independent Directors and Controlling Shareholders Around the World**. ECGI Working Paper Series in Law, N° 258/2014, University of Genoa, 2014, p. 10; e ENRIQUES, Luca; VOLPIN, Paolo. **Corporate Governance Reforms in Continental Europe**. In: Journal of Economic Perspectives, v. 21, American Economic Association, 2007, p. 7.

300 Como a disciplina do acionista controlador, nos arts. 116 e 117 da Lei das S.A., conforme explorado na seção 1.1, e o estabelecimento do dividendo mínimo obrigatório, no art. 202, como abordado na seção 3.1.

corporativa difundidas no Brasil foram concebidas com base em modelos de capital disperso³⁰¹ e ignoram as especificidades das relações entre controladores e minoritários. Conseqüentemente, muitos dos mecanismos importados revelam-se inadequados à realidade brasileira e falham na tentativa de mitigar os principais problemas de agência encontrados nesse contexto.

4.1 A DIFÍCIL RESPONSABILIZAÇÃO POR ABUSO DE PODER DE CONTROLE

A efetividade dos meios de responsabilização de controladores é crucial ao sistema normativo, uma vez que desempenha um papel central na dinâmica societária. Além de desincentivar condutas abusivas, ela promove maior segurança jurídica aos investidores³⁰², que podem reivindicar indenizações por meio do judiciário caso tenham sido prejudicados pelos controladores. Apesar de o ordenamento jurídico brasileiro oferecer diferentes caminhos para a reparação de danos sofridos pelos investidores ou pela própria companhia, há entraves práticos significativos que comprometem a aplicação efetiva de cada um deles³⁰³. Esses obstáculos denotam um cenário de grave ineficiência do sistema de solução de conflitos societários³⁰⁴ e permitem

301 “[...] o transplante das melhores práticas internacionais de compliance para a realidade brasileira pode ser insuficiente: ao considerar os administradores como o foco principal de riscos, os controles deixam de considerar uma diferença fundamental: a ausência dos acionistas e do conselho como instância eficaz e separada de fiscalização dos atos de gerência” (VALLE, Martim Della. **Por uma Escola Brasileira de Compliance**. In: NÓBREGA, Antonio Carlos Vasconcellos; MARÇAL, Thaís (coord.). Estudos sobre a Legislação Anticorrupção e Compliance, Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2021, p. 175).

302 PEREIRA, *op cit.*, p. 78.

303 Segundo relatório produzido pela OCDE, o Brasil enfrenta entraves consideráveis na reparação de danos decorrentes de práticas ilícitas no âmbito das sociedades anônimas e do mercado de capitais. OCDE. **Private Enforcement of Shareholder Rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil**. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/Shareholder-Rights-Brazil.pdf>

304 MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem**. In: YARSHELL, Flávio

que práticas abusivas sejam perpetuadas sem consequências reais aos controladores.

Atualmente, a legislação brasileira oferece três principais vias para a responsabilização civil de controladores por práticas abusivas. A primeira, prevista no art. 246 da Lei das S.A.³⁰⁵, permite o ajuizamento da ação social de responsabilidade destinada a ressarcir a companhia por prejuízos causados pela atuação abusiva da sociedade controladora. Já as demais vias voltam-se à reparação dos próprios acionistas prejudicados, seja por meio do art. 927 do Código Civil³⁰⁶, que permite que qualquer acionista busque indenização individual; seja pela Lei nº 7.913/1989 (Lei de Ação Civil Pública no Mercado de Capitais), cujo art. 1º, inciso II, possibilita ações coletivas para proteger os interesses difusos dos investidores e responsabilizar o controlador por danos ao mercado de capitais³⁰⁷. A seguir, cada uma dessas alternativas será analisada individualmente.

O art. 246 da Lei das S.A. determina que a sociedade controladora deve reparar os prejuízos causados à companhia caso viole os deveres estabelecidos nos arts. 116 e 117. À primeira vista, nota-se a falta de sistematicidade do dispositivo, que, em sua literalidade, restringe a ação indenizatória aos casos de sociedades controladoras³⁰⁸. Todavia, isso não impede que a ação, como remédio genérico, seja proposta

Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 84.

305 Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.

306 Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

307 Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público ou a Comissão de Valores Mobiliários, pelo respectivo órgão de representação judicial, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou para obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: [...] II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas.

308 PEREIRA, *op cit.*, p. 75.

contra qualquer acionista controlador, tendo em vista que o art. 117 estabelece o regime de responsabilidade a eles aplicável³⁰⁹.

Conforme o §1º do referido artigo, a ação de reparação pode ser proposta por acionistas que representem, pelo menos, 5% do capital social, ou por qualquer acionista que, independentemente da participação, preste caução para cobrir as custas e honorários advocatícios em caso de improcedência da ação. Ademais, como incentivo, o dispositivo prevê que, em caso de condenação, o acionista controlador deve pagar 20% de honorários advocatícios ao vencedor e um prêmio de 5% ao autor da ação, além da reparação dos danos causados à sociedade.

Contudo, é no mínimo surpreendente que, quase 50 anos após a promulgação da lei, tenha-se notícia de tão poucas condenações por abuso de poder de controle nos termos do art. 246³¹⁰. A mais recente foi o caso da Novonor (antiga Odebrecht) em face da Braskem, no âmbito de uma ação social de responsabilidade movida por dois acionistas minoritários em 2018³¹¹. No caso, a controladora foi condenada a pagar uma indenização bilionária em primeira instância, porém a sentença foi revertida pela 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) em dezembro de 2024^{312, 313}.

309 Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

310 MUNHOZ, *op cit.*, p. 84.

311 Brazil Journal. **Justiça condena Novonor a indenizar Braskem em mais de R\$ 8 bi.** 17 de maio de 2024. Disponível em: <https://braziljournal.com/justica-condena-novonor-a-indenizar-braskem-em-mais-de-r-8-bi/>. Acesso em 22/01/2025.

312 A sentença foi reformada e a demanda por abuso de poder de controle foi julgada improcedente após a 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial reconhecer, por maioria, que os ganhos pecuniários obtidos pela Braskem, como resultado dos atos ilícitos praticados pela Novonor, superavam os alegados danos sofridos. “Um outro aspecto que não pode ser ignorado, na apuração da existência de dano a ser indenizado nesta demanda, é a teleologia do art. 246, da Lei n. 6.404/1976, cuja finalidade é atender ao interesse social. Não se pode subvertê-la, para beneficiar apenas os acionistas interessados no prêmio. Este interesse é legítimo e tem uma importante função na proteção da companhia e dos acionistas não controladores, mas não pode prevalecer sobre o interesse social.” (TJSP, Apel. Civ. nº 1097498-46.2018.8.26.0100, Rel. Des. Grava Brazil, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. em 10/12/2024).

313 Valor Econômico. **TJSP afasta condenação bilionária contra a Novonor.** Publicado em 10/12/2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2024/12/10/>

Descartada a hipótese de que esta tenha sido a única ocorrência de um potencial abuso de poder de controle que justificasse a aplicação do artigo, a escassez de precedentes na história recente parece indicar que o dispositivo não tem sido devidamente aplicado. Isso se deve tanto a entraves criados pela literalidade da lei quanto a interpretações judiciais supervenientes, como se verá adiante.

O primeiro obstáculo para a aplicação do art. 246 deriva do entendimento consolidado pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ) de que, por analogia ao art. 159, referente à responsabilidade dos administradores, a ação de responsabilização contra controladores deve ser aprovada pela assembleia geral³¹⁴. Embora o dispositivo preveja alternativas em caso de inércia da assembleia³¹⁵, essa exigência gera incertezas para os minoritários. Primeiro, pois eles dependerão da inércia ou anuência da assembleia para exercerem o seu direito. Segundo, porque mesmo que consigam iniciar a ação, a própria companhia, influenciada pelo controlador, pode promover uma ação superveniente que, conforme a jurisprudência, tende a prevalecer em caso de conflito de competência³¹⁶.

Assim, o controlador pode se aproveitar desta ineficiência do sistema normativo e utilizar uma ação posterior como estratégia para mitigar as sanções que seriam impostas na ação movida pelos minoritários. Consequentemente, a ausência de incentivos e a complexidade do procedimento acabam por afastar os minoritários de moverem as ações sociais de responsabilidade, o que enfraquece a função fiscalizadora que eles poderiam exercer no mercado.

tjsp-afasta-condenao-bilionária-contra-novonor.ghtml. Acesso em 22/01/2025.

314 STJ, REsp nº 1.207.956/RS, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, Terceira Turma, j. em 12/05/1998; e STJ, REsp nº 1.214.497/RJ, Rel. Min. João Otávio de Noronha, Quarta Turma, j. em 23/09/2014.

315 Como a possibilidade de que qualquer acionista mova a ação após três meses sem deliberação ou que acionistas com pelo menos 5% do capital social possam fazê-lo caso a assembleia opte por não prosseguir com a ação, conforme art.159, §3º, da Lei das S.A.

316 STJ, CC nº 185.702/DF, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. em 04/03/2022.

Para além dessa primeira via, os meios de indenização voltados à reparação dos próprios minoritários também se mostram insuficientes e desalinhados com as necessidades práticas das relações societárias.

Por um lado, a litigância individual, baseada na regra geral da responsabilidade civil, é dificultada pelos elevados custos de ajuizamento e pela baixa expectativa de retorno. Por outro, as ações coletivas dependem do ajuizamento pelo Ministério Público ou por uma associação de investidores constituída pelo menos um ano antes da propositura, o que representa um entrave expressivo à sua utilização³¹⁷.

Diante disso, faz-se necessária a criação de procedimentos mais acessíveis e eficientes que permitam a efetiva responsabilização dos controladores por danos causados tanto à companhia quanto a minoritários e investidores do mercado de capitais. Nesse sentido, o Projeto de Lei nº 2925/2023 traz propostas relevantes, que podem contribuir para a adequação da lei societária às necessidades práticas da realidade brasileira.

Com relação à ação social de responsabilidade, o Projeto propõe que o acionista minoritário tenha o direito de iniciar a ação independentemente de uma deliberação prévia da assembleia geral, e que a companhia não possa ajuizar uma ação independente sobre o mesmo fato³¹⁸. Além disso, também são propostas a redução do quórum necessário para iniciar ações em companhias de capital aberto³¹⁹

317 Na pesquisa presente na obra de Viviane Muller Prado, foram identificados apenas dois casos de ações civis públicas e dois casos de ações coletivas movidas por associações ajuizadas em virtude de falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. (cf.: PRADO, Viviane Muller et. al. **Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores**. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (orgs.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 393).

318 Art. 246 [...] § 1º-D Na hipótese de a ação ser proposta por acionista, a companhia não poderá promover ação independente.

319 Por meio do inciso II, §1º do art. 246: “Art. 246. Observado o disposto no art. 238, o acionista controlador reparará os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos art. 116 e art. 117. / § 1º A ação para haver reparação cabe a acionistas que: [...] II - representem, no mínimo, dois inteiros e cinco décimos por cento do capital social ou cujo valor seja igual ou superior a R\$ 50.000.000,00

e o aumento do prêmio ao autor da ação para 20% sobre o valor da indenização³²⁰. Essas mudanças visam não só a reequilibrar a relação entre acionistas controladores e minoritários, mas também a ter um efeito preventivo. Ao facilitar o acesso dos minoritários à justiça e elevar o prêmio em caso de êxito, o projeto busca desestimular práticas abusivas e cria um incentivo claro para que o controlador cumpra seus deveres de forma mais rigorosa, sob pena de ser responsabilizado.

No que diz respeito aos meios de reparação de danos sofridos pelos minoritários, propõe-se a criação de uma nova modalidade de ação coletiva voltada ao mercado de capitais, a ser regida pela Lei nº 6.385/1976. Esse novo modelo prevê um grupo específico de legitimados — composto por investidores que detenham ao menos 2,5% dos valores mobiliários da mesma espécie ou possuam participação superior a 50 milhões de reais —, além de simplificações procedimentais que incentivam a participação de investidores com menor poder econômico³²¹. Ademais, o projeto sugere que investidores habilitados possam intervir como litisconsortes em ações civis coletivas propostas por outros investidores dentro do prazo de 30 dias do ajuizamento³²², com o intuito de promover ressarcimento para acionistas de menor capacidade financeira³²³.

(cinquenta milhões de reais), atualizados anualmente pelo IPCA, nas companhias abertas”.

320 Por meio do inciso §2º do art. 246: “§ 2º O acionista controlador, se condenado, além de reparar o dano e arcar com as custas e as despesas do processo, pagará prêmio de vinte por cento ao autor da ação, calculado sobre o valor total da indenização devida à companhia, do qual serão descontados os honorários de sucumbência”.

321 Por meio dos incisos I e II, §1º do art. 27-H: “§ 1º São legitimados para propositura da ação os investidores titulares de valores mobiliários que atendam a, no mínimo, um dos seguintes requisitos: I - representar percentual igual ou superior a dois inteiros e cinco décimos por cento dos valores mobiliários da mesma espécie ou classe; ou / II - possuir valor igual ou superior a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), atualizados anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA”.

322 Conforme §6º do art. 27-H: “§ 6º O investidor prejudicado que atenda aos requisitos de legitimidade previstos no § 1º poderá intervir no processo como litisconsorte, desde que o faça no prazo de trinta dias, contado da data de divulgação da propositura da ação ao mercado, nos termos do disposto no §5º”.

323 Contudo, o projeto mantém a previsão de sentença ilíquida, o que pode dificultar a indenização individual. Cada investidor, após a sentença, precisa comprovar o valor da reparação que lhe é devido, o que complica a liquidação e desestimula

Dessa forma, a análise revela que, embora o ordenamento jurídico brasileiro contenha previsões legais para responsabilização de controladores, ele se mostra insuficiente. Isso ocorre em razão dos entraves à propositura de ações sociais, individuais e coletivas, bem como à efetiva reparação de prejuízos. Nesse contexto, as alterações sugeridas no Projeto de Lei nº 2925/2023 surgem como uma tentativa de adequar a lei societária à realidade do controle no Brasil, na medida em que buscam aprimorar a tutela dos investidores minoritários por meio de mecanismos mais acessíveis e efetivos.

4.2 INEFETIVIDADE DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Da mesma forma que o descompasso entre a lógica de sistema difuso e a estrutura acionária das companhias dificulta a responsabilização de controladores, ele também propicia o uso de práticas de governança corporativa inadequadas, que não servem à prevenção de abusos no contexto concentrado. Isso porque, como ensina Mark J. Roe, as medidas internas de governança são divididas entre as dimensões *vertical* e *horizontal*. A primeira, lida com a relação entre acionistas e administradores, enquanto a segunda, entre acionistas minoritários e controladores³²⁴. Tendo em vista que, no Brasil, o maior risco de abuso se concentra na dimensão horizontal, a aplicação irrestrita de práticas verticais³²⁵ compromete a efetividade das medidas adotadas e pode resultar em programas de

o interesse econômico na ação coletiva. Além disso, a exigência de um número compatível de investidores habilitados, conforme o §14, para que a indenização seja destinada aos prejudicados — sob pena de reverter ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos —, também pode frustrar o direito de reparação dos acionistas lesados e limitar o potencial dessa proposta como mecanismo efetivo de responsabilização (cf.: PROENÇA, José Marcelo Martins; Centro de Estudos de Direito Empresarial (CEDEM). **Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais – Análise do PL 2925/2023**. In: Revista de Direito Empresarial – RDEmp, ano 21 – nº 1, Belo Horizonte: Editora Fórum, 2024, p. 133).

324 ROE, Mark J. **The Institutions of Corporate Governance**. Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper No. 488, 2004.

325 ENRIQUES; VOLPIN, *op. cit.*, p.138.

compliance “de fachada”³²⁶. Nesse sentido, para uma efetiva aplicação da governança no contexto brasileiro, é necessário compatibilizar as práticas adotadas com o perfil do controle observado.

Para tanto, existem quatro estratégias de governança voltadas à mitigação dos conflitos entre controlador e minoritários. Primeiramente, a estratégia de direitos de nomeação (*appointment rights strategy*) consiste em atribuir direitos proporcionais para a eleição de conselheiros pelos acionistas minoritários, que pode ocorrer tanto por limitações de direito de voto aos controladores — o que vai na contramão da recente autorização do uso do voto plural instituído pelo art. 110-A da Lei das S.A. —, quanto pela proibição de ações preferenciais sem direito a voto, como ocorre no Novo Mercado³²⁷. Em segundo lugar, a estratégia de direitos de decisão (*decision rights strategy*) impacta a forma como transações relevantes são decididas, principalmente por meio da atribuição de direito de veto a minoritários. Em terceiro lugar, a estratégia de conselheiros independentes (*trusteeship strategy*), que será aprofundada adiante, consiste na eleição de conselheiros desprovidos de vínculos financeiros, familiares e societários com a companhia, seus administradores e com o controlador.

Por fim, as estratégias de recompensa, restrições e direitos de afiliação (*reward, constraints and affiliation rights strategies*), constituem uma série de mecanismos que visam a equilibrar as dinâmicas de poder ao incrementar os deveres e responsabilidades dos agentes e a transparência da companhia no mercado. São exemplos dessas estratégias: (i) a implementação de um forte regime de deveres fiduciários a controladores e administradores³²⁸ e de remédios contra abusos de direito; (ii) a regulação de transações em que possam surgir

326 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Poder de controle: ética e corrupção**. In: BRANDÃO, Carlos Eduardo Lessa; FONTES FILHO, Joaquim Rubens; MURITIBA, Sérgio Nunes (Org.). Governança corporativa e integridade empresarial: dilemas e desafios. São Paulo: Saint Paul Editora, 2018. p. 181-188.

327 Para mais detalhes, confira Seção 3.2 do Capítulo 3.

328 “Desse modo, conclui-se que o principal mecanismo de redução dos efeitos negativos do modelo majoritário é a existência de um forte regime de deveres fiduciários dos controladores e administradores, o qual revela-se por uma atuação intensa dos órgãos reguladores e mecanismos eficazes para resolução de conflitos”

conflitos de interesse; (iii) a exigência de transparência por meio de divulgação obrigatória de informações aos investidores; e (iv) a divisão *pro-rata* de dividendos como forma de evitar o oportunismo do controlador³²⁹.

Dentre as estratégias citadas, um dos exemplos que evidencia a necessidade de adequação da governança ao contexto acionário é a organização do conselho de administração. Tal órgão é usualmente associado às funções de fiscalização da administração executiva e de orientação estratégica da companhia³³⁰. Contudo, a primeira torna-se menos relevante no contexto concentrado, na medida em que o controlador assume grande parte das competências antes exclusivas ao conselho, como a eleição, destituição e determinação da remuneração de administradores³³¹. Conseqüentemente, o papel do conselho é, muitas vezes, reduzido à mera ratificação das condições previamente estabelecidas entre o controlador e os diretores da companhia³³².

Nesse sentido, as medidas de governança que visam a preservar a competência fiscalizatória do conselho são mais efetivas em companhias de capital difuso se comparadas às aplicadas em companhias controladas. É o caso, por exemplo, da vedação à acumulação dos cargos de presidente do conselho (*chairman*) e de diretor-presidente (CEO) em companhias abertas, imposta pela Lei nº

(PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **A Estrutura da Governança Corporativa**, São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 584).

329 REYES, *op cit.*, p. 25-28.

330 DESENDER, Kurt A. **The Relationship Between the Ownership Structure and Board Effectiveness**. Universitat Autònoma de Barcelona, Working Paper, 2010, p. 4

331 “When ownership is diffuse, the control role of the board is going to be more important because it is difficult for the dispersed shareholders to co-ordinate their monitoring activities” (AGUILERA, Ruth V. **Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective**. In: *British Journal of Management*, 16, 2005, p. 39-53 *apud* DESENDER, Kurt A. **The Relationship Between the Ownership Structure and Board Effectiveness**. Universitat Autònoma de Barcelona, Working Paper, 2010, p. 4).

332 FERRARINI, Guido; FILIPPELLI, Marilena. **Independent Directors and Controlling Shareholders Around the World**. ECGI Working Paper Series in Law, N° 258/2014, University of Genoa, 2014, p. 32.

14.195/2021, que adicionou o §3º ao art. 138 da Lei das S.A.³³³. Embora a prevenção à concentração de poder nos órgãos administrativos seja desejável, é evidente que tal vedação está direcionada à dimensão vertical da companhia. Dessa forma, excetuados os casos em que o controlador ocupa os referidos cargos de gestão, a medida se mostra pouco efetiva para a realidade da maioria das companhias abertas brasileiras, que estão sujeitas, principalmente, a abusos do controlador.

Além disso, observa-se uma mudança fundamental na classificação e atuação dos conselheiros independentes. Se no cenário de capital difuso esses conselheiros têm um papel central na mediação entre os interesses dos acionistas e as estratégias de longo prazo da administração, nos sistemas concentrados, o seu papel deve ser adaptado para incluir a proteção dos acionistas minoritários contra potenciais abusos do controlador³³⁴. Com efeito, não basta que a independência do conselheiro seja definida pela ausência de laços familiares e financeiros com a companhia e seus administradores, mas passa a ser necessária a ausência de qualquer vínculo com o controlador³³⁵. Por isso que, no Brasil, o critério de independência deve requerer a ausência de vínculo com acionistas relevantes e com grupos controladores, visto que isso comprometeria sua função de zelar pelos interesses dos minoritários³³⁶.

333 §3º É vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia.

334 *Ibidem*, p. 33.

335 O Código das Melhores Prática de Governança Corporativa do IBGC define *conselheiro independente* como sendo aqueles “conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo, com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem ou possam influenciar, de maneira significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões, ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização” (IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 6ª ed. São Paulo: IBGC, 2023, p. 36. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br>. Acesso em 19/01/2025).

336 O Regulamento de Listagem do Novo Mercado amplia ainda mais tais exigências, ao estabelecer que a inexistência desses vínculos deve anteceder, pelo menos, 3 anos da indicação ao cargo de conselheiro (B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento do Novo Mercado**. 2023, Seção VII: Administração, Subseção II: Conselheiro Independente,

Portanto, as práticas de governança corporativa não devem seguir uma tendência de padronização, mas sim ser implementadas de forma personalizada ao contexto acionário em que estão inseridas. No Brasil, recomenda-se priorizar as estratégias que afetam a dimensão horizontal da companhia, uma vez que são direcionadas à resolução do problema de agência entre acionistas controladores e minoritários, predominante nas companhias brasileiras.

5. CONCLUSÃO

O perfil do poder de controle no Brasil reflete um processo histórico moldado por fatores culturais, econômicos e regulatórios. A desconfiança com relação ao financiamento empresarial no mercado de capitais, aliada à criação de instrumentos jurídicos que intensificaram a cisão entre propriedade e controle, consolidou o sistema concentrado durante o século XX. Apesar do avanço do mercado de capitais nas primeiras décadas deste século, o fenômeno permanece, evidenciado pela preferência das companhias em manter o controle concentrado mesmo após a abertura de capital.

Todavia, o perfil de controle concentrado contrasta com a lógica de sistemas de capital difuso, que inspirou o modelo adotado pela Lei das S.A. e que influencia as práticas de governança corporativa adotadas no país. Esse descompasso compromete tanto o ressarcimento de investidores quanto a prevenção de abusos de poder, pois dificulta a responsabilização dos controladores e favorece a adoção de práticas de governança inadequadas ao contexto brasileiro. Nesse sentido, torna-se essencial adequar o ordenamento jurídico para ampliar o acesso a mecanismos de responsabilização e promover instrumentos de governança capazes de mitigar os problemas de agência inerentes à relação entre controladores e minoritários.

art. 16 e seguintes. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/ED/C4/C1/2D/F99068101BBF1068AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20Versao%202023_.pdf. Acesso em 19/01/2025).

Por fim, longe de pretender esgotar o tema, este artigo buscou contribuir com o debate sobre a adequação do direito à realidade prática brasileira, com o intuito de promover o desenvolvimento ético e sustentável das companhias nacionais. Afinal, nas palavras de Fábio K. Comparato: *“A tarefa primordial e inevitável do jurista, nessa matéria, consiste, portanto, em procurar corrigir o descompasso entre o sistema jurídico e a realidade social, em função dos valores de justiça econômica”*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUILERA, Ruth V. **Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective.** *In:* British Journal of Management, 16, 2005.

ARMOUR, J.; et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach.** 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

ADAMS, Renee; FERREIRA, Daniel. **One Share-One Vote: The Empirical Evidence.** *In:* Review of Finance, v. 12, Oxford University Press, 2008.

BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. **A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance.** *In:* Stanford Law Review, Vol. 52:127, 1999.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property.** New York: The Macmillan Company, 1933.

CARVALHO, Angelo Gamba Prata de. **O Controle empresarial externo no direito da concorrência.** Revista de Defesa da Concorrência – RDC, v. 9, nº 2, 2021

BERNARDES, Matheus; SADAMI, Arthur; VÍSPICO, Lucas. **Industrial Policy and Democratic Corporate Governance: Perspectives from the BNDES Case.** European Business Law Review, v. 35, n. 6, 2024.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **B3 se prepara para receber novas ofertas com a criação do voto plural.** Publicado em 31/08/2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/novas-ofertas-com-a-criacao-do-votoplural.htm#:~:text=A%20B3%20entende%20que%20a,d%C3%A3o%20poderes%20diferenciados%20ao%20fundador. Acesso em 10/02/2025.

----- . **Regulamento do Novo Mercado.** 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/ED/C4/C1/2D/F99068101BBF1068AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20Versao%202023_.pdf. Acesso em 19/01/2025.

----- . **Resumo das Operações, Estatísticas ano 2000.** Disponível em: <https://www.b3.com.br/ptbr/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-de-derivativos/resumo-das-operacoes/estatisticas>. Acesso em 22/01/2025.

BM&F BOVESPA. **Governança Corporativa e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro**, 2009. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/sites/default/files/bmfbovespa>. Acesso em 22/01/2025.

Brazil Journal. **Justiça condena Novonor a indenizar Braskem em mais de R\$ 8 bi.** 17 de maio de 2024. Disponível em: <https://braziljournal.com/justica-condena-novonor-a-indenizar-braskem-em-mais-de-r-8-bi/>. Acesso em 22/01/2025.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima.** 6. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CRUZ, Adriana I. G.; HOELZ, Antônio M. et. al. **A economia brasileira: conquistas dos últimos 10 anos e perspectivas para o futuro.** Biblioteca Digital do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 2012. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/961/1/A%20economia%20brasileira-conquistas%20dos%20ultimos%20dez%20anos%20_P-final_BD.pdf. Acesso em 22/01/2025.

DESENDER, Kurt A. **The Relationship Between the Ownership Structure and Board Effectiveness.** Universitat Autònoma de Barcelona, Working Paper, 2010.

ENRIQUES, Luca; VOLPIN, Paolo. **Corporate Governance Reforms in Continental Europe**. *In*: Journal of Economic Perspectives, v. 21, American Economic Association, 2007.

FERRARINI, Guido; FILIPPELLI, Marilena. **Independent Directors and Controlling Shareholders Around the World**. ECGI Working Paper Series in Law, N° 258/2014, University of Genoa, 2014.

FIUSA, Vanessa. **A modernização do arcabouço regulatório para distribuições públicas de valores mobiliários no Brasil**. *In*: Revista de Direito Societário e M&A, v. 3, 2023.

Forbes Brasil. **PagSeguro faz maior IPO de uma brasileira nos EUA**. Publicado em: 24/01/2018. Disponível em: <https://forbes.com.br/negocios/2018/01/pageseguro-levanta-us-27-bi-em-ipo-nos-estados-unidos/>. Acesso em 22/01/2025.

-----**Nubank torna-se banco mais valioso da América Latina após IPO**. Publicado em: 24/01/2018. Disponível em: 09/12/2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/12/nubank-torna-se-banco-mais-valioso-da-america-latina-apos-ipo/>. Acesso em 22/01/2025.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. **Controlling controlling shareholders**. John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper No. 262, Stanford Law School; The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, June 2003.

GILSON, Ronald J., HANSMAAN, Henry; PARGENDLER, Mariana. **Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, The U.S., and the EU**. Stanford Law Review, Vol. 63:475, 2011.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 6ª ed. São Paulo: IBGC, 2023. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br>. Acesso em 19/01/2025.

LAMY FILHO, Alfredo. **A Reforma da Lei de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Revista Forense, a. 66, v. 231, 1970.

LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A. (Pressupostos, Elaboração, Aplicação)**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **Corporate Ownership Around the World**. In: Harvard University, Journal of Finance, v. 54, 1999.

MACIEL, Emily T. P.; CALLADO, Antônio A. C. **Perfil, organograma e controle acionário das empresas listadas na B3**. Instituto Paulista de Ensino e Pesquisa, Revista Científica Hermes, vol. 29, 2021.

MICKELTHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company: A Short History of a Revolutionary Idea**. New York: Modern Library, 2005.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem**. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

----- **Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta – Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado**. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro Santos (Coord.). Direito Societário – Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

----- **Estrutura de Governo dos Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira**. In: CASTRO, Rodrigo R. M.; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). Direito

Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

OCDE. **Private Enforcement of Shareholder Rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil.** Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/Shareholder-Rights-Brazil.pdf>

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário – Lições do Brasil.** São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. **Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance Beyond Agency Costs.** *In: The Journal of Corporation Law*, v. 45, n. 4, p. 953-974, 2020.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **A Estrutura da Governança Corporativa.** São Paulo: Quartier Latin, 2022.

PRADO, Viviane Muller et. al. **Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores.** *In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (orgs.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais.* São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PROENÇA, José Marcelo Martins; Centro de Estudos de Direito Empresarial (CEDEM). **Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais – Análise do PL 2925/2023.** *In: Revista de Direito Empresarial – RDEmp*, ano 21 – nº 1, Belo Horizonte: Editora Fórum, 2024.

REYES, Francisco. **Corporate Governance in Latin America: A Functional Analysis.** *In: University of Miami Inter-American Law Review*, Vol. 39, No. 2, 2008.

ROE, Mark J. **The Institutions of Corporate Governance**. Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper No. 488, 2004.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Monopólio colonial e subdesenvolvimento**. In: BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudineu de (Coord.). *Direitos Humanos, Democracia e República – Homenagem a Fábio Konder Comparato*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

----- . **Poder de controle: ética e corrupção**. In: BRANDÃO, Carlos Eduardo Lessa; FONTES FILHO, Joaquim Rubens; MURITIBA, Sérgio Nunes (Org.). *Governança corporativa e integridade empresarial: dilemas e desafios*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2018.

----- . **O Novo Direito Societário - Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

STIGLITZ, J. E. **Towards a New Paradigm for Development**, 9ª ed. Raúl Prebisch Lecture, 1998.

STJ, CC nº 185.702/DF, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. em 04/03/2022.

STJ, REsp nº 1.207.956/RS, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, Terceira Turma, j. em 12/05/1998.

STJ, REsp nº 1.214.497/RJ, Rel. Min. João Otávio de Noronha, Quarta Turma, j. em 23/09/2014.

STJ, REsp nº 15.247/RJ, Rel. Min. Dias Trindade, Terceira Turma, j. em 10/12/1991.

TJSP, Apel. Civ. nº 1097498-46.2018.8.26.0100, Rel. Des. Grava Brazil, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. em 10/12/2024.

VALLE, Martim Della. **Por uma Escola Brasileira de Compliance**. In: NÓBREGA, Antônio Carlos Vasconcellos; MARÇAL, Thaís (coord.). Estudos sobre a Legislação Anticorrupção e Compliance, Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2021.

Valor Econômico. **B3 aprova saída voluntária da Zamp do Novo Mercado**. Publicado em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/01/05/b3-aprova-sada-voluntria-da-zamp-do-novo-mercado.ghtml>. Acesso em 22/01/2025.

----- **Bolsa tem o menor número de empresas listadas desde junho de 2021**. Publicado em 14.02.2024 Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/02/14/bolsa-tem-o-menor-numero-de-empresas-listadas-desde-junho-de-2021.ghtml>. Acesso em 22/01/2025.

----- **Crescem ofertas para retirada de empresas da bolsa**. Publicado em: 25/11/2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/11/25/crescem-ofertas-para-retirada-de-empresas-da-bolsa.ghtml>. Acesso em 22/01/2025.

----- **Kora Saúde convoca acionistas para discutir saída do Novo Mercado da B3**. Publicado em: 19/07/2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/07/19/kora-saude-convoca-acionistas-para-discutir-saida-do-novo-mercado-da-b3.ghtml>. Acesso em 22/01/2025.

----- **TJSP afasta condenação bilionária contra a Novonor**. 10 de dezembro de 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2024/12/10/tjsp-afasta-condenao-bilionria-contra-novonor.ghtml>. Acesso em 22/01/2025.

VIDOR, George. **A História da CVM pelo Olhar de seus Ex-Presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

