

**O ACORDO DE ACIONISTA COMO INSTRUMENTO DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA NA COMPANHIA PULVERIZADA**

*Gustavo Henrique de Faria Santos*

<http://buscatextual.cnpq.br/buscatextual/visualizacv.do?id=K4314290U5>

**Resumo:** A governança corporativa é assunto atual com crescente relevância dentre as estratégias empresariais, pois consolida boas práticas de gestão por parte das sociedades anônimas de capital aberto, agregando valor aos negócios e à própria empresa. Como consequência das boas práticas, há a realização de negócios mais seguros, com o risco inerente a exploração da atividade empresarial diminuído. Tal fator é atraente para o mercado de capitais, proporcionando o aumento do volume de capital por parte dos investidores, que visam negócios rentáveis e de maior liquidez. Devido à carência da legislação ordinária em relação às práticas de governança corporativa, códigos de adesão voluntária foram editados com a pretensão de potencializar a aplicação da governança corporativa e fomentar o mercado de capitais. Os vínculos jurídicos entre a sociedade anônima e as práticas voluntárias se dão através de alguns instrumentos da mesma natureza, tais como estatuto social, acordo de acionistas e contrato de adesão realizado com a BM&FBovespa, quando a companhia adere a um dos níveis de listagem diferenciados da bolsa para a negociação de suas ações. O presente artigo tem como objetivo discorrer sobre um dos instrumentos jurídicos utilizados na governança corporativa, o *acordo de acionistas*, notadamente no que se aplica às sociedades anônimas de capital pulverizado, analisando as implicações trazidas com a reforma da Lei nº 6.404/1976 pela Lei nº 10.303/01 juntamente com as características inerentes a esse tipo de estrutura societária, como a questão do poder de controle. Será abordado também como as *poison pills*, técnicas de defesa contra o poder de controle concentrado, se relacionam com o *acordo de acionista*.

**Palavras-chaves:** Governança Corporativa – Acordo de Acionistas – Capital Pulverizado

The shareholder agreement as a tool of corporate governance in the scattered equity company

**Abstract:** Corporate governance is a current subject with increasing relevance among business strategies, since it consolidates management practices in publicly traded corporations, adding value to the business and the company itself. As a consequence of good practices, business are done more safely, with the risk inherent to the exploitation of entrepreneurial activity decreased. Such factor is attractive to the capital markets, providing and increase of equity to investors who seek profitable business and greater liquidity. Due to the lack of ordinary legislation about corporate governance practices, voluntary codes were edited with the intention of enhancing the implementation of corporate governance and foster capital market. The legal ties between the corporation and volunteer activities occur through some similar instruments, such as bylaws, shareholders agreement and contract of adhesion performed with the BM&F Bovespa, when the company adheres to one of the differentiated levels of listing to trade its shares in the stock exchange. This article aims to discuss one of the legal instruments used in corporate governance, the shareholder agreement, particularly what applies to scattered equity corporations, analyzing the implications brought by the reform of the Law 6.404/1976 by Law 10.303/01 along with the inherent characteristics of this type of corporate structure, such as the issue of control power. Also, how poison pills,

defensive techniques against the power of concentrated control, relate to the shareholder agreement will be approached in this paper.

**Keywords:** corporate governance - shareholders agreement – scattered equity

## 1. CONCEITO E FUNDAMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

As práticas de governança corporativa se originaram nos Estados Unidos devido aos grandes escândalos durante o século XX envolvendo os administradores das *corporations* em questões como fraudes fiscais, remuneração abusiva e outras prerrogativas conseguidas por conta de informações privilegiadas do cargo de administração que ocupavam. Àquela época, os investidores, predominantemente rendeiros e especuladores, caracterizavam-se por uma postura passiva frente à fiscalização da administração das sociedades anônimas, possibilitando que os administradores conduzissem as atividades empresariais de acordo com seus interesses em detrimento dos interesses dos acionistas. O principal fator propulsor desse desencontro de diversos interesses era o tipo de estrutura do capital social das companhias americanas, notadamente de capital pulverizado que, combinado com a tradição moderadamente intervencionista, não submetia a gestão da companhia a um acionista controlador, mas a uma união de vontades. Ao longo dos anos, a discussão norte-americana sobre melhores práticas de governança corporativa acabou por gerar a *Lei Sarbanes-Oxley*, editada em 2002, com dispositivos rigorosos que positivaram uma gestão eficiente e transparente em prol dos acionistas da companhia (modelo *shareholder*), sujeitando as sociedades anônimas norte-americanas, e seus administradores, a sanções severas em caso de abuso de poder ou qualquer outro descumprimento das normas legais.

Destaca-se a atuação e contribuição de outros países como Inglaterra, Alemanha, França e Japão na discussão sobre a governança corporativa e na elaboração de seus respectivos códigos. Entretanto, a governança corporativa, apesar de se fundar em princípios parecidos, não é definida por um modelo único, cada país precisa adaptar sua aplicação às suas circunstâncias culturais, jurídicas e econômicas. Como exemplo, podemos citar os Estados Unidos e o Reino Unido com companhias que buscam recursos no mercado de capitais, enquanto outros como Alemanha e Japão, têm suas sociedades anônimas financiadas através de instituições financeiras, ou seja, há a dicotomia entre mercado de ações e de

créditos no financiamento corporativo.<sup>1</sup> Além disso, o modelo anglo-saxão, devido à estrutura societária de capital pulverizado, possui mecanismos de proteção aos acionistas minoritários e de cobrança de uma gestão administrativa de alta qualidade, priorizando o interesse dos acionistas (*shareholders*), enquanto o modelo nipo-germânico não dispensa essa mesma proteção aos seus acionistas, com atendimento do interesse das diversas partes envolvidas na continuidade da empresa, *v.g.*, fornecedores e empregados (*stakeholders*).

Há variações de práticas de governança corporativa nos diferentes códigos editados pelo mundo, no entanto, as mudanças no macroambiente, principalmente da transição do século XX para o XXI, resultou no processo de desfronteirização de mercados reais e financeiros e na conseqüente constituição de blocos econômicos, fazendo com que os princípios da governança corporativa se difundissem. Para Andrade e Rosseti, “o nacionalismo, o protecionismo e os objetivos de autossuficiência foram substituídos pela inserção global negociada, pela gestão de mercados interconectados e pela quebra de velhas hegemonias nacionais”<sup>2</sup>. Assim, os princípios gerais da governança corporativa podem ser sintetizados em *Disclosure*, transparência nas estratégias da empresa, com divulgação das informações relevantes; *Fairness*, equidade no tratamento entre os acionistas minoritários e majoritários, minimizando o conflito de interesses, tradicionalmente definido como “Conflito de agência”; *Compliance*, conformidade legal com a lei, estatutos e outros instrumentos jurídicos e *Accountability*, prestação responsável de contas fundamentadas nas melhores práticas contábeis e de auditoria.

Na tentativa de visualizar como a governança corporativa é tratada no Brasil, é necessário observarmos uma das definições emitidas pelos órgãos responsáveis, sendo um deles o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC, que define a governança corporativa como um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade

---

<sup>1</sup> RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p.46

<sup>2</sup> ANDRADE, Adriana. ROSSETI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 96.

de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade<sup>3</sup>.

Na legislação pátria, a governança corporativa está fundamentada no art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976, a Lei das SA. O dispositivo aduz:

O acionista controlador deve usar seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Nesse dispositivo fica evidente a característica principal da governança corporativa brasileira, que é a de atender aos interesses de todas as partes envolvidas na exploração da atividade empresarial, característica do modelo de governança corporativa voltada para os *stakeholders*. No entanto, a estrutura de capital concentrado nas companhias brasileiras faz com que os acionistas majoritários detenham o poder de controle dessas sociedades, usando de vantagens e prerrogativas decorrentes de sua posição acionária para conseguir privilégios pessoais nos negócios. Essas práticas prejudicam os acionistas minoritários que não tem seus direitos resguardados pelos acionistas controladores, resultando em expropriações e em outras fraudes historicamente observadas.

A Lei nº 10.303/01 trouxe modificações importantes na Lei das SA, introduzindo novos dispositivos que reforçam a proteção dispensada aos acionistas minoritários. No entanto, essas proteções legais foram insuficientes para garantir a efetividade das práticas de governança corporativa e seus princípios. Tendo em vista tal situação, em 06 de maio de 2000, o IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, editou o “Código das melhores práticas de governança corporativa” a fim de suprir a carência sobre o assunto na legislação brasileira. Posteriormente, em 2002, a CVM, Comissão de Valores Mobiliários, elaborou as “Recomendações da CVM sobre governança corporativa” também com o mesmo intuito.

A BM&FBovespa, Bolsa de Valores de São Paulo, por intermédio da Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 2829 de 29 de março de 2001, lançou os níveis diferenciados de governança corporativa e o Novo Mercado, segmentos de listagem

---

<sup>3</sup> IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. Ed. São Paulo: 2009.

destinados à negociação de ações de empresas que se comprometem a adotar determinadas práticas de governança corporativa<sup>4</sup>.

Apesar dos códigos editados pelos órgãos competentes e dos níveis diferenciados elaborados pela Bolsa de Valores de São Paulo, há a predominância da voluntariedade de adesão a tais práticas, ou seja, esses regulamentos, *a priori*, não tem força cogente. Porém, a partir do instante em que a sociedade anônima opta por aderir às recomendações propostas ou por negociar suas ações nos segmentos diferenciados da Bovespa, surge a vinculação jurídica da companhia e/ou acionistas (dependendo da natureza do instrumento jurídico utilizado) às práticas de governança corporativa adotadas. Os meios de vinculação efetivos são o estatuto social das sociedades anônimas, o acordo de acionistas nas companhias abertas (desde que averbados nos livros de registro na sede) e o contrato de adesão aos regulamentos de listagem da BM&FBovespa (desde que aprovada a adesão em assembleia e procedidas as devidas alterações estatutárias)<sup>5</sup>

O acordo de acionistas, objeto principal de estudo nesse artigo, se tornou um documento eficaz para a governança corporativa principalmente após a alteração feita pela Lei nº 10.303/01 que incluiu a questão do poder de controle da sociedade anônima de capital aberto, uma vez que o acordo de acionistas só poderá inferir sobre o disposto expressamente na lei, no caso, o *caput* do art. 118 da Lei nº 6.404/76, a Lei das SA.

## **2. O PODER DE CONTROLE NAS COMPANHIAS ABERTAS**

Uma das principais discussões na governança corporativa está relacionada ao poder de controle das sociedades anônimas, não apenas em relação a quem o detém, mas também sobre o processo de aquisição, alienação e constituição desse poder, que é responsável por eleger a administração da companhia. Nas sociedades anônimas de sistema dualista, com a presença dos órgãos societários do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva, os detentores do poder de controle elegem os membros do conselho que, por sua vez, elegerão os administradores. No sistema unitário, o controlador elege diretamente a Diretoria. Vale ressaltar que nas companhias abertas e nas de capital autorizado (instituições financeiras,

---

<sup>4</sup> RIBEIRO, Milton Nassau, op. cit., p.59.

<sup>5</sup> HENTZ, Luiz Antônio Soares. *Fontes Obrigacionais e Vínculos Jurídicos na Governança Corporativa*. 33f. Pesquisa realizada junto a Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo. Franca, 2013.

seguradoras e fundos de investimento), a presença do Conselho de Administração é obrigatória, como está previsto no Art. 138, §2º da Lei n. 6.404/76.

Ao analisarmos o tipo de estrutura do capital social das sociedades anônimas abertas no Brasil, observamos que o poder de controle é exercido, na maioria dos casos, pela figura do acionista controlador, devido ao alto grau de concentração do capital social sob o comando de um acionista, ou grupo de acionistas sob o controle comum ou vinculado pelo o acordo de acionistas. Na economia norte-americana a figura do acionista controlador é inexistente, sendo o poder de controle exercido praticamente apenas pela administração das companhias, devido ao alto grau de pulverização do capital social dessas empresas, característica marcante de mercados de capitais desenvolvidos.

A definição de acionista controlador está prevista no *caput* do art. 116 da Lei 6.404/76 que fala que o acionista controlador pode ser “pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum”. O acionista controlador deverá ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Observa-se que a lei brasileira insere um aspecto subjetivo para a definição da figura do acionista controlador ao acrescentar no dispositivo a expressão *de modo permanente*, ou seja, não basta a titularidade de direitos de sócios e a maioria de votos deliberativos na assembleia geral, essas condições deverão permanecer ao longo do tempo. Modesto Carvalhosa<sup>6</sup> assente com esse elemento subjetivo ao dizer que “há um terceiro requisito que, embora complementar dos outros dois, é fundamental para que se identifique o controle. Trata-se da efetividade na condução dos negócios sociais e, conseqüentemente, no funcionamento dos órgãos da companhia”. A bolsa de valores brasileira, entretanto, utiliza como critério para a presença de acionista controlador no quadro societário, o acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos, ou sob controle comum, com 50% ou mais do capital social, não levando em consideração o critério subjetivo atribuído pela lei.

Assim, quando o poder de controle está com acionistas que detém menos de 50% do capital social votante, fala-se em controle minoritário e em dispersão do capital. Para os casos

---

<sup>6</sup>Apud PELLINI, Patrícia. *Controle minoritário: capital difuso*. In Governança Corporativa: estrutura de controles societários. São Paulo: Saint Paul, 2009. p.57-75, p. 44.

de controle minoritário, faz-se necessária a interpretação administrativa ou jurisprudencial para a caracterização da referida permanência prevista no art. 116 da Lei das SA. A Resolução n. 401/1976 do Conselho Monetário Nacional constitui exemplo de interpretação administrativa a respeito:

Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas que não é titular de ações que assegurem a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe assegurem a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia.

Lembra-nos Modesto Carvalhosa<sup>7</sup> ser diverso o conceito de acionista majoritário usado na prática societária anterior e o de acionista controlador utilizado após a reforma da Lei 10.303/01, no caso das companhias pulverizadas. “Isso porque o caráter majoritário é sempre aleatório, podendo alterar-se a cada assembleia, não havendo, em princípio, identificação alguma desses acionistas quanto a deveres, direitos ou responsabilidades”.

Em relação, ainda, à caracterização do acionista controlador, Comparato<sup>8</sup> explica que o controle é o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. “Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica”. O autor afirma, ainda, que devido ao desenvolvimento do mercado de capitais e à grande dispersão acionária, as sociedades passaram a contar com controle minoritário ou gerencial e, em certos países de capitalismo mais desenvolvido, o legislador já incorporou esse fenômeno à previsão normativa.

Calixto Salomão<sup>9</sup> contempla a discussão com a seguinte opinião:

Muito discutida a existência no referido artigo de dois requisitos para a qualificação do controle: em primeiro lugar, a existência de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a maioria de votos na Assembleia Geral. Apesar de o primeiro requisito aparentemente indicar no sentido da exigência de controle majoritário, o segundo claramente é aplicável só a casos de controle minoritário. Em caso de controle majoritário, é irrelevante o uso efetivo do poder: o acionista terá *status* de controlador e as responsabilidades dele decorrentes, seja por ação ou por omissão.

Tendo em vista o exposto, conclui-se que o poder de controle é aquele utilizado efetivamente para dirigir as atividades sociais da companhia e orientar o funcionamento de

<sup>7</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011. 5. Ed. v.2, p. 523.

<sup>8</sup> COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 92.

<sup>9</sup> COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., p. 67.

seus órgãos, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. O poder de controle, dependendo do tipo de estrutura do capital social, poderá ser de três tipos: *Controle majoritário*, quando o controle é exercido por acionista, ou grupo de acionistas, vinculados por acordo de votos, ou sob controle comum, ou que atuem representando um interesse comum, detentores de mais de 50% do capital social votante na companhia; *Controle minoritário*, quando exercido por acionista ou grupo de acionistas, representando um interesse comum, detentores de participação acionária inferior a 50% mais uma ação do capital votante da companhia e, por fim, o *Controle gerencial*, quando exercido pela administração da companhia devido ao grau de pulverização do capital entre inúmeros acionistas.

### **3. PROCESSO DE PULVERIZAÇÃO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS**

O mercado de capitais é um meio de captação de recursos para a alavancagem dos projetos de desenvolvimento e expansão das companhias a custos reduzidos de capital, em comparação com os ônus do mercado financeiro, como o levantamento de dinheiro frente às grandes instituições financeiras. As práticas de governança corporativa contribuem para o fortalecimento do mercado de capitais, permitindo que as empresas aumentem a transparência de suas informações e a confiabilidade da sua gestão, fazendo com que alcancem uma maior participação dos investidores, inclusive pessoas físicas, disseminando socialmente a partilha dos lucros empresariais.

Observa-se que na realidade brasileira o mercado bursátil é incipiente, em comparação com os mercados de capitais de países desenvolvidos. Isso significa que, apesar do alto volume de capital negociado na nossa bolsa de valores, a maioria das empresas brasileiras ainda recorre a outros tipos de captação de investimentos para a realização das suas atividades e de seu objeto social. As razões que ainda dificultam o fortalecimento do mercado de capitais estão ligadas à história do processo de industrialização brasileira e à própria legislação pátria que, apesar das edições da Lei nº 6.404/76 e da Lei nº 10.303/01, ainda é carente de regulamentação que garanta efetivamente a proteção a investidores de menor participação, os acionistas minoritários - situação incompatível com o anseio por um mercado de capitais fortalecido, que deve ser assegurado por normas que garantam proteção aos investidores a fim de evitar fraudes e abuso de poder.

Sobre o processo de industrialização brasileira, vemos que as sociedades anônimas no nosso país, do século XIX até 1960, eram em grande parte companhias de cunho exclusivamente familiar ou estatal. O poder de controle característico em empresas dessa natureza era detido por um único acionista ou grupo de acionistas, adotando como premissa a existência de minoritários meramente especuladores e desinteressados na gestão da companhia. A condução das atividades sociais, então, era de competência exclusiva desses acionistas controladores, tanto pela postura passiva dos demais acionistas em relação às atividades da empresa, como pela falta de legislação vigente que garantissem os direitos dos minoritários.

Com a promulgação da Lei nº 6.404/76 a situação se modificou, a partir da introdução de dispositivos que previam os direitos dos demais acionistas não controladores e de deveres e responsabilidade dos acionistas controladores tanto em relação aos demais acionistas como ao interesse da própria sociedade, cumprindo a sua função social e buscando a realização do seu objeto. Entretanto, permaneciam mecanismos de proteção à alienação do poder de controle como a emissão de ações preferenciais com voto restrito ou sem direito a voto, a fim de manter o acionista controlador na mesma posição acionária mesmo que emitidas novas ações para prospecção de capital de investimento.

Estratégias de proteção ao capital concentrado, que assegurava o poder de controle da companhia, permitiam que as famílias continuassem dirigindo as atividades empresariais e que, nas empresas estatais, o Estado permanecesse com sua atuação efetiva dentro da sociedade anônima mista. Exemplo disso foi que durante a década de 1990, devido à transferência de empresas estatais para a iniciativa privada, o art. 254 da Lei das SA, que garantia o *tag along*<sup>10</sup> para os acionistas minoritários, foi revogado pela Lei nº 9.457/97. Apesar de posteriormente a Lei nº 10.303/01 ter reintegrado o dispositivo na Lei das SA, na forma de art. 254-A, fica evidente a questão complexa em torno do poder de controle das companhias e como isso dificultou o processo de pulverização do capital social, por criar mecanismos que mantinham o capital concentrado em um acionista ou grupo de acionistas controladores.

---

<sup>10</sup> O *tag along right* consiste na oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos acionistas que não integram o bloco majoritário objeto da alienação, assegurando a esses minoritários preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto na aquisição do controle.

Esses fatores supracitados foram determinantes para a caracterização da estrutura de capital concentrado no Brasil, desinteressantes para o fomento do mercado de capitais, que tem como objetivo a expansão da negociação de papéis e o aumento do *free float*, que é a porcentagem que cada companhia disponibiliza de ações para negociação livre na bolsa de valores.

Portanto, apesar da utilização do mercado de capitais ser uma alternativa para a captação de recursos, uma vez que os encargos cobrados pelo sistema financeiro são muito altos, são poucas as companhias que de fato dispersaram suas ações resultando na ausência de controle majoritário. Assim, o conceito de capital pulverizado nas companhias brasileiras é recente, sendo que até 2005, inexistiam sociedades anônimas brasileiras com essa estrutura de capital social. A maioria delas era mantida sob um modelo de gestão que garantia a concentração de ações sob a propriedade do acionista controlador.

Em, 2001, a reforma da Lei das SA pela Lei nº 10.303/01, veio, mesmo que timidamente, responder a um novo movimento de renovação, coerente com as mudanças econômicas enfrentadas pelo Brasil. A composição da estrutura societária das companhias brasileiras contava com a crescente presença de investidores institucionais, principalmente fundos de pensão e fundos mútuos que, ao lado das pessoas físicas ou pequenas empresas - as quais tradicionalmente compunham o quadro societário das sociedades anônimas-, passaram a deter expressivas participações no capital das sociedades abertas, no seu capital votante e preferencial. O novo diploma, então, introduziu algumas inovações no sentido de maior transparência das empresas, fortalecendo a posição dos minoritários e contribuindo para o processo de pulverização do capital social. Em síntese, as mudanças ocorridas foram: a) a alteração da proporção entre ações ordinárias e ações preferenciais, de um terço/dois terços para meio a meio; b) nova disciplina do direito de recesso, para as ações com tratamento específico aos titulares de ações com pouca ou nenhuma liquidez; c) a participação dos acionistas minoritários (representantes de 15% do total das ações com direito a voto) e preferenciais (com voto restrito ou sem direito a voto, representantes de 10% do capital social) na composição do conselho de administração; d) a garantia de transparência nas deliberações de matérias importantes da vida societária.

Além dessas mudanças na legislação, com o intuito de fortalecer ainda mais a negociação das ações das empresas, a Bolsa de Valores de São Paulo criou em 2000 o sistema

de listagens, convidando as companhias abertas a aderirem a um dos segmentos denominados de Níveis diferenciados de Governança Corporativa. Essa iniciativa, juntamente com os códigos voluntários de governança corporativa e as modificações da Lei 10.303/01, incentiva a OPA, a Oferta Pública de Ações e o IPO, sigla dada à abertura de capital por parte das companhias. Para Luiza Rangel de Moraes<sup>11</sup>,

“a abertura de capital ganha importância especialmente no caso de empresas familiares, porque permite profissionalizar a gestão e perpetuar os negócios, além de proporcionar uma alternativa para a saída de sócios ou herdeiros, sem que isso prejudique a continuidade da empresa ou sua situação financeira.”

As sociedades anônimas que aderem às melhores práticas de governança corporativa, seja através das recomendações previstas nos códigos voluntários editados ou através da participação nos segmentos diferenciados de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, criam a obrigatoriedade pública de terem tais práticas cumpridas pelos proprietários e gestores na condução da empresa. Portanto, as práticas de governança corporativa exigidas para adesão a qualquer dos segmentos deve vincular tanto administradores como acionistas controladores. A adoção dessas práticas pode ser realizada através de elaboração de contratos, estatutos das próprias sociedades anônimas, acordo de acionistas e eventualmente outros meios jurídicos. De qualquer maneira, esses vínculos não são passíveis de modificação por parte de acionistas que estão ou venham a exercer o poder de controle da companhia.

#### **4. O ACORDO DE ACIONISTAS**

O acordo de acionistas é um dos instrumentos jurídicos que vinculam os acionistas controladores e os administradores das companhias a práticas de governança corporativa, pois nele podem estar previstas várias questões envolvendo as decisões a serem tomadas perante os órgãos societários (Conselho de Administração e Diretoria Executiva) e estratégias que afetarão a estrutura do capital social da companhia. Além disso, em empresas de capital pulverizado, são meio eficientes de proteção do poder de controle contra eventuais ofertas hostis<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> MORAES, Luiza Rangel de. *A pulverização do controle de companhias abertas*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, v.32, 2006. pp. 49-84.

<sup>12</sup> Ocorre a oferta hostil (*take-over*) quando uma empresa oferece comprar as ações presentes no bloco de controle de outra empresa, sem intermédio e conhecimento por parte da administração da companhia alvo de alienação do controle, ou seja, o oferecimento é feito diretamente aos acionistas integrantes do bloco de controle.

Barbi Filho<sup>13</sup> conceitua o acordo de acionistas como “um contrato entre acionistas de uma mesma companhia, distinto de seus atos constitutivos, e que tem como objeto o exercício dos direitos decorrentes da titularidade das ações”. Esse tipo de acordo está previsto no art. 118 e §§ da Lei nº 6.404/76 e somente pode dispor sobre o relatado expressamente em lei. Nesse sentido, o doutrinador Modesto Carvalhosa<sup>14</sup> reporta-se ao *caput* do art. 118 para afirmar que “os acordos de acionistas somente podem versar sobre as matérias que a lei expressamente determinar para terem plena eficácia perante a sociedade, e, assim, vinculá-la à sua execução na esfera jurídica em que opera, ou seja, no seio da própria companhia”.

A Lei das SA prevê quatro assuntos a serem estipulados em acordos entre acionistas: i) compra e venda de suas ações; ii) preferência para adquiri-las; iii) exercício do direito a voto em conjunto dos participantes do acordo em algumas matérias iv) exercício do poder de controle. Esse último item que não constava na antiga Lei das SA, foi introduzido pela reforma efetuada pela Lei nº 10.303/01, possibilitando a utilização do acordo de acionista como instrumento para constituir poder de controle nas companhias pulverizadas, ao reunir um número superior a 50% das ações votantes do capital social. Antes dessa reforma, o acordo versava apenas sobre questões de estratégias e comunicação entre acionistas majoritários (controladores) e minoritários (não controladores).

Em pesquisa realizada em 2008, Érika Gorga<sup>15</sup> examinou os acordos de acionistas nas empresas listadas nos segmentos diferenciados da Bovespa. Observou-se que do total das 156 listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado no último quadrimestre de 2007, 84 não tinham um acionista controlador com mais de 50% do capital votante. Desse subtotal, 42 empresas tinham acordos de acionistas válidos e disponíveis na CVM. Nesse mesmo estudo, atentando especificamente para as companhias de capital difuso, a frequência de assuntos tratados nesses acordos, em consonância com o previsto no *caput* do art. 118 da Lei das SA, era: 100% sobre a preferência para adquirir ações; 86%, exercício do direito a voto; 43%, compra e venda de ações, e 29% de exercício do poder de controle.

O acordo de acionista se configura em nova forma de concentrar o controle da companhia através do estabelecimento de um instrumento contratual, e não pela detenção de

---

<sup>13</sup> BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993, p. 24.

<sup>14</sup> CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 663.

<sup>15</sup> GORGA, Érika. *A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais*. Revista de Administração, v. 39, n. 4, pp. 309-326, 2004.

fato sobre a propriedade. Esta, em empresas pulverizadas, é dispersa, entretanto, volta a se concentrar a partir do acordo firmado entre os acionistas ou grupo de acionistas. Atualmente esse tipo de acordo pode funcionar como meio para estabelecer a constituição e o exercício do poder de controle, entretanto, duas décadas atrás, tratava apenas de questões estratégicas que alinhavam o controlador com o minoritário.

A efetividade do acordo de acionistas para o exercício do poder de controle depende da vinculação dos órgãos da companhia às suas disposições e às manifestações de vontade emanadas por seu intermédio. Para ser oponível em relação a terceiros, deverão ser averbados nos livros de registro e nos certificados das ações se emitidos (art. 118, §1º). O parágrafo §8º prevê que o acordo de acionista vincula não apenas os acionistas convenientes em assembleia geral ou especial como também os administradores indicados pelos acionistas convenientes, frente às deliberações ocorridas nos órgãos societários em que participam, pois, *in verbis*, “o presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivados”. Por conseguinte, os diretores executivos estarão vinculados a esse acordo, caso não haja na companhia um Conselho de Administração constituído, o que não ocorre no caso das companhias pulverizadas, pois a obrigatoriedade da presença do Conselho de Administração, nesses casos, está prevista no art. 138, §2º da Lei das SA.

Sobre a duração do acordo de acionistas, ressalta-se que o termo ou condição que subordina a vigência do acordo se equipara a prazo, ou seja, embora não haja um prazo determinado, há um prazo de duração determinável, devido à ocorrência de um acontecimento previsto, como alteração das participações acionárias das partes abaixo de determinado percentual ou perda do poder de controle, por exemplo. Pode ser citada, nesse sentido, a decisão do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, que diz: “Caracterização do acordo como ajuste com prazo, quando seu termo final, embora não expressado em data certa, está vinculado a evento futuro, ou condição suspensiva, qual seja, o desaparecimento do controle acionário dos convenientes”<sup>16</sup>.

A eficácia do acordo de acionistas se encontra principalmente em seu arquivamento na sede da companhia em que os convenientes são acionistas, como previsto no §1º do art. 118. Feito isso, em reunião dos órgãos societários, estes deverão proceder, em relação ao voto dos

---

<sup>16</sup> El na AC 34167, j. 13-11-1985

convenientes, em conformidade com as cláusulas do acordo, com as matérias discutidas no mesmo acordo e com diretrizes estabelecidas para o exercício do voto.

A coercibilidade do acordo de acionistas está prevista nos §§3º e 8º do art. 118. O §3º se refere à demanda de suprimento judicial, através de pedido de execução específica das obrigações assumidas na convenção, caso não venham a ser cumpridas. Já o §8º impõe que o voto contrário ao estabelecido não será computado como válido, dentro das deliberações dos órgãos societários.

Uma novidade introduzida pela reforma de 2001 foi a introdução do §9º no art. 118 que discorre sobre a autotutela dentro do acordo de acionistas. Sobre o assunto Carvalhosa e Eizirik<sup>17</sup> comentam:

[o novo parágrafo] permite a autoexecução específica do acordo por iniciativa do próprio acionista conveniente que se considerar prejudicado com a ausência ou com a abstenção de voto de outro acionista também conveniente, na assembleia geral ou especial ou então na ausência ou omissão dos administradores eleitos pelo acordo, cabendo, no caso, aos conselheiros ou diretores também eleitos pelo acordo presentes a reunião do órgão votar pelo ausente ou abstinente, na estrita conformidade com a direção do voto majoritariamente estabelecido na *reunião prévia* realizada pelos convenientes.

Além disso, o §3º do art. 109 da lei das SA, prevê que no estatuto social da companhia, poderá contar cláusula que garante a possibilidade de arbitragem para resolver dissidências entre os acionistas e a companhias ou entre os acionistas majoritários e acionistas minoritários. Portanto, existem três tipos de tutelas previstas para a resolução de conflitos no acordo de acionistas: 1) por via judicial, §3º do art. 118. 2) pela autotutela, §9º do art. 118. 3) por arbitragem, §3º do art. 109, desde que se trate de voto de acionista conveniente e não de voto de administrador eleito pelo acordo.

A introdução da expressão *poder de controle* no *caput* do art. 118, introduzida pela lei reformuladora da Lei das SA, instituiu a possibilidade do acordo de acionistas versar especificamente sobre acordo de voto em bloco para o exercício do controle comum (*pooling agreement*). Nesses casos, os acionistas convenientes deverão deliberar majoritariamente, em *reunião prévia*, a direção dos votos que serão dados pelas ações do bloco de controle nas assembleias gerais ou especiais, ou, então, a direção dos votos que serão atribuídos às matérias decididas na mesma *reunião prévia*, pelos administradores representantes do acordo nas reuniões dos órgãos de administração da sociedade em que participam. Ainda que tenha

---

<sup>17</sup>CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 214.

havido posições minoritárias contrárias ao acordado dentro da *reunião prévia*, os votos de todas as ações integrantes do acordo deverão ser computados em conformidade com o estabelecido. Outra possibilidade é de ser acatado o estabelecido apenas pela vontade de um acionista conveniente, desde que os demais autorizem. Então, a direção dos votos do acordo de acionistas poderá ser guiada pelo deliberado majoritariamente dentro da *reunião prévia* ou coadunar com o exposto pela vontade de apenas um acionista nessa mesma reunião.

Essa modalidade de convenção, *acordo de voto em bloco*, pode ser definida como acordo de acionista que visa o exercício do poder de controle comum durante a duração do prazo estabelecido. O *acordo de voto em bloco* é instrumento convencional do exercício do controle comum da sociedade, de tal maneira que se torna meio eficiente para o exercício do *poder-dever de controle*, que é imprescindível para a consecução do interesse social.

Vale ser ressaltada a questão do *tag along* em caso de alienação do poder de controle através do acordo de acionista. As transferências de posições acionárias dentro do acordo de acionistas, ou entre as pessoas que constituem o bloco de controle, mesmo sem acordo de acionista, não caracterizam alienação de controle acionário, pois não houve o surgimento de um novo acionista controlador, não sendo necessário, portanto, a efetuação do *tag along*. Contudo, se surge a figura de um novo acionista que ingressa no acordo exercendo o poder de controle, configura-se a alienação do controle da companhia, tornando-se obrigatório o *tag along*.

A função do *pooling agreement* é evitar possíveis dissidências entre os acionistas no seio da assembleia geral, prejudicando a consecução do interesse social da companhia, que está sob a responsabilidade dos acionistas. Portanto, qualquer obstrução no exercício do *poder-dever de controle comum* acarreta irreversíveis danos à companhia e graves responsabilidades aos seus titulares. O § 2º do art. 118 isenta de qualquer dúvida que esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (art. 115) ou do poder de controle (art. 116 e 117). Podemos relacionar esse ponto à governança corporativa, pois qualquer obstrução do conveniente em relação ao convencionalizado no *acordo de voto em bloco* é caracterizada como desvio e abuso de poder, ferindo os princípios da lealdade, boa-fé e diligência - a governança corporativa visa justamente o atendimento de normas e uso de instrumentos jurídicos para uma melhor gestão

e condução da empresa a fim de atingir a sua função social e o objeto motivador da sua constituição.

Sobre as eventuais dissidências internas ao acordo de acionista, comentam Carvalhosa e Eizirik<sup>18</sup>,

As graves responsabilidades desse poder-dever de controle demandam, com efeito, que o seu exercício pelos detentores do bloco de ações-controle seja uniformemente direcionado, não podendo ser fragmentado e, assim, prejudicado pela eventual dissidência de alguns dos seus participantes.

Esses eventuais conflitos, por conseguinte, não poderão prevalecer nas deliberações em que estejam presentes os votos dos acionistas convenientes, assim como não prevalecerá nos votos dos conselheiros e diretores eleitos por conta do acordo de acionistas. O poder-dever de controle deverá ser harmônico, uniforme, sendo passíveis de responsabilização aqueles que conturbarem o convencionado, estando, inclusive, sujeitos a juízo comum ou a arbitragem para arguir seu conflito em face dos demais acionistas convenientes.

Muito se discute se o acordo de voto em bloco está em conformidade com o interesse social da companhia, por representar o interesse de acionistas específicos ou, ainda, se a vinculação dos administradores da companhia pulverizada aos acionistas que o elegeram através do acordo de acionistas também não fere a consecução do interesse social da empresa, que deverá permanecer acima de todas as demais questões. Em relação ao primeiro caso, Ascarelli<sup>19</sup> afirma que não há interesse social que possa ser considerado superior ao interesse comum dos acionistas, pois:

as companhias constituem não apenas a comunhão dos interesses, mas pelo fato de serem voluntárias, também a comunhão dos fins. E é através da constituição contratual de um conjunto de objetivos que se constitui a comunhão de interesses da sociedade(...). O interesse social é entendido como o interesse comum dos sócios e com estes identificados.

Comete equívoco quem considera a *reunião prévia*, realizada para deliberar sobre o direcionamento dos votos dos acionistas convenientes nas assembleias gerais ou especiais, um afronte ao interesse social da companhia, pois não há a dicotomia entre interesse social e interesse comum do sócio. Ambos integram o mesmo interesse que é o *interesse social*, já que é na esfera da sociedade que esse interesse coletivo dos sócios será reproduzido.

---

<sup>18</sup> CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson, op. cit., p. 220.

<sup>19</sup> ASCARELLI, Tulio *apud* CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 535.

Sobre a vinculação dos administradores, eleitos por conta do *acordo de voto em bloco*, às matérias previstas nesse acordo, não há inobservância em relação ao art. 154, §1º da Lei das SA que prevê a independência dos administradores em relação àqueles que o elegeram, a fim de lograr nos interesses da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. Não existe tal descumprimento do artigo supracitado justamente porque o interesse comum dos sócios é o interesse social da companhia. O acordo de acionistas é que deverá estar em conformidade com o interesse social da empresa, portanto, os administradores, ao atenderem aos direcionamentos apontados na *reunião prévia*, nas deliberações dentro dos órgãos em que são integrantes, estarão atendendo o interesse social da empresa que é o mesmo dos acionistas convenientes.

Como dito anteriormente, o acordo de acionista pode ser usado como instrumento jurídico protegendo o poder de controle das companhias pulverizadas em casos de oferta hostil. Isso evita com que o controle da companhia seja adquirido por outro acionista, pessoa física ou jurídica, ou grupo de acionistas, de maneira a prejudicar o interesse dos demais investidores que não estão no grupo controlador da sociedade anônima. No entanto, há outras técnicas de defesa contra ofertas hostis, chamadas de *poison pills*, que, no caso de companhias pulverizadas, também são muito utilizadas para evitar que o capital pulverizado se torne concentrado novamente através de sucessivas aquisições por parte dos acionistas, formando um novo bloco de controle. As *poison pills* se caracterizam por impor aos potenciais compradores do controle a obrigatoriedade de vultuosos dispêndios, principalmente por meio de cláusulas que preveem o pagamento de prêmios sobre o preço de mercado de ações ou a obrigatoriedade de oferta pública de ação aos demais acionistas da empresa quando a concentração do capital social em suas mãos se iguala ou excede a um determinado percentual estabelecido pelo estatuto social da companhia. Integram essa categoria processos como a compra de outra companhia ou a alta distribuição de dividendos, atribuindo a essas questões um grau de onerosidade superior ao aceitável pelo potencial adquirente do poder de controle.

Pode-se citar o novo estatuto da empresa Perdigão como exemplo de aplicação da *poison pills*. Para prevenir a tomada súbita de controle, o estatuto dessa companhia prevê que os investidores informem a esta quando a sua participação acionária atingir 5% do capital em circulação e, a partir desse patamar, que enviem novos comunicados a cada 1% adicional. A sanção para o descumprimento do dispositivo é a proibição de voto nas assembleias gerais ou

especiais. Outro exemplo é encontrado no estatuto da Embraer o qual exige que qualquer participação acionária que iguale ou supere 35% do capital total seja aprovada pela União Federal, detentora do poder de veto concedido pela ação de classe especial conhecida como *golden share*. Em caso de autorização pelo governo federal, o prêmio exigido para tal oferta deve trazer um acréscimo de 50% sobre o valor das ações, segundo critérios específicos constados no estatuto da empresa.

Quando no estatuto social de uma companhia pulverizada consta a presença de *poison pills* para evitar o processo de concentração do capital social, seja limitando o direito de voto quando a concentração acionária se iguala ou se torna superior a um percentual definido pelo estatuto ou atribuindo dispêndios demasiadamente onerosos para o caso de alienação do poder de controle, os acordos de acionistas não serão eficazes como instrumento para efetivação do poder de controle através da reunião de ações. Portanto, nesses casos, o acordo de acionistas será eficiente somente para expressar as outras questões previstas na lei que são compra e venda de ações, preferência para adquiri-las e exercício de direito a voto, uma vez que a concentração de ações para exercer o poder de controle vai de encontro com o instituto das *poison pills*.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Vimos que o mercado de capitais é uma fonte de obtenção de investimentos para as empresas a custos menores, pois o capital disponível no mercado bursátil tem encargos menos onerosos do que o oferecido pelo mercado financeiro, principalmente em relação às grandes instituições financeiras que empregam altas taxas de juros para o empréstimo do capital. O mercado de capitais brasileiro ainda está em desenvolvimento e carece de mecanismos que garantam a proteção dos investidores, com atribuição de maior garantia aos direitos dos investidores de menor potencial financeiro, pessoas físicas ou pequenas empresas, que se tornam acionistas minoritários dentro das sociedades anônimas. Através dessas manobras que promovem melhores condições para investimento, o mercado se torna mais atrativo para os investidores que, por sua vez, aumentam o volume de capital disponível para alavancagem das atividades empresariais. A tendência para um mercado de capitais desenvolvido é a presença

de empresas com capital social pulverizado, que garante maior fluidez das ações e uma gestão de maior qualidade, que promoverá retornos financeiros ainda mais elevados.

Nesse cenário, as melhores práticas de governança corporativa se tornam essenciais para o fomento do mercado de capitais, uma vez que estabelecem regulamentos e estratégias de gestão, a serem utilizadas pelo acionista controlador (art. 116 LSA), sempre respeitando os direitos dos acionistas minoritários e o interesse social da empresa e das partes envolvidas na exploração da atividade econômica (art. 166, parágrafo único). A Governança corporativa, através dos códigos voluntários da CVM e do IBGC e dos segmentos diferenciados de listagem da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), recomendam práticas de governança mais rigorosas do que os dispositivos previstos na legislação ordinária (Lei nº 6.404/76 e Lei nº 10.303/01). O alto nível de gestão e de condução das atividades empresariais acabam por diminuir o risco inerente a exploração da atividade empresarial, tornando os negócios mais seguros, devido a transparência das decisões e prestação de contas mais responsáveis.

Apesar da voluntariedade para a adesão às melhores práticas de governança corporativa, a vinculação da sociedade anônima, do acionista controlador e dos administradores, se dá através da alteração do estatuto social da companhia, do contrato de adesão firmado com a Bolsa de Valores de São Paulo e do acordo de acionistas. Na companhia de capital pulverizado, o acordo de acionista se torna um instrumento jurídico de grande efetividade por tratar de questões que, além de versarem sobre matérias como poder de controle da companhia, protegem o capital social contra eventuais ofertas hostis por parte de compradores interessados no poder de controle.

As modificações da Lei 10.303/01 trouxeram mais eficácia para o acordo de acionistas como a vinculação dos administradores eleitos pelo acordo de voto em bloco às diretrizes estabelecidas na convenção, ao deliberarem nos órgãos societários em que fazem parte, e como o regime de autotutela das convenientes prejudicados (e administradores vinculados) pela ausência ou abstinência de votos de outros convenientes, na ocasião das assembleias ou órgãos societários, a fim de garantir a cumprimento do que foi convencionado no acordo. O poder de controle pode ser limitado em sociedades de capital pulverizado pelas *poison pills*, contudo, no tocante às demais matérias previstas para a execução do acordo de acionistas, este

instrumento é eficiente para assegurar que boas práticas de governança corporativa sejam cumpridas pela companhia pulverizada.

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2012.

BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993, p. 24.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. Ed. v.2. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio. 2002. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 03/03/2013.

GORGA, Érika. *A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais*. Revista de Administração, v. 39, n. 4, pp. 309-326, 2004.

HENTZ, Luiz Antônio Soares. *Fontes Obrigacionais e Vínculos Jurídicos na Governança Corporativa*. 33f. Pesquisa realizada junto a Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo. Franca, 2013.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. ed. São Paulo, IBGC, 2009. 73p.

MORAES, Luiza Rangel de. *A pulverização do controle de companhias abertas*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, v.32, 2006. pp. 49-84.

PELLINI, Patrícia. *Controle minoritário: capital difuso*. In *Governança Corporativa: estrutura de controles societários*. São Paulo: Saint Paul, 2009. p.57-75.

RIBEIRO, Milton Nassau. *Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa*. S. Paulo: Quartier Latin, 2007, 190p.