

---

## A CRIAÇÃO E O EVENTUAL DESAPARECIMENTO DO ACIONISTA CONTROLADOR NA COMPANHIA ABERTA BRASILEIRA

### *THE CREATION AND EVENTUAL DISAPPEARANCE OF THE CONTROLLING SHAREHOLDER OF THE BRAZILIAN PUBLICLY TRADED CORPORATION*

**RICARDO VILLELA MAFRA ALVES DA SILVA**

Professor Adjunto de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Doutor e mestre em Direito Empresarial pela UERJ. Mestre em Direito Empresarial (*Business Law*) pela University of California, Los Angeles School of Law. Bacharel em Direito pela Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

#### RESUMO

**Objetivo:** O presente trabalho tem como objetivo analisar o processo de criação e as condições para o eventual desaparecimento do acionista controlador na companhia aberta brasileira. Embora a existência do acionista controlador seja tratada como um fato natural, o estudo do histórico das legislações societárias e das políticas públicas de desenvolvimento implementadas a partir da década de 1930 revelam que, na realidade, a concentração de capital foi estimulada por diversos incentivos e mecanismos legais. O estudo examinará as consequências da concentração de poderes na companhia aberta.

**Metodologia:** O método utilizado na pesquisa foi o dedutivo, com base em revisão bibliográfica.

**Resultado:** A concentração de capital nas companhias abertas brasileiras é resultado de políticas públicas e legislativas que buscaram criar grupos de controle nessas sociedades. A Lei nº 6.404/1976 consagrou o acionista controlador, criando um sistema de governança assimétrico e disfuncional, que dá espaço a condutas que visam à apropriação de benefícios privados. Um movimento de desconcentração de capital já foi iniciado nas companhias listadas nos segmentos especiais de listagem



---

da bolsa de valores, onde há maior proteção ao acionista minoritário, mas é necessário alterar a lei societária para limitar o poder de controle.

**Contribuição:** Demonstrou-se que a concentração de capital na companhia aberta não é um fenômeno natural e a limitação do poder de controle é necessária para corrigir as disfuncionalidades do sistema de governança criado pela Lei nº 6.404/1976.

**Palavras-chave:** companhias abertas; acionista controlador; concentração de capital; dispersão de capital; governança das companhias abertas.

## ABSTRACT

**Objective:** *This paper aims to analyze the process of creation and the conditions for the eventual disappearance of the controlling shareholder in the Brazilian publicly traded corporation. Although the existence of the controlling shareholder is treated as a natural fact, the historical study of the corporate laws and public policies of economic development implemented since the 1930's show that, in reality, the concentration of capital was stimulated by several legal incentives and mechanisms. The paper will examine the consequences of the concentration of powers in the publicly traded corporation.*

**Methodology:** *The research method was deductive, based on bibliographical analysis.*

**Results:** *The concentration of capital in the Brazilian publicly traded corporation is the result of legislative and public policies that sought to create controlling groups in the corporations. Law no. 6,404/1976 solidified the position of the controlling shareholder, creating an asymmetrical and dysfunctional system of governance, which enables the appropriation of private benefits. A movement for dispersion of capital has been initiated in the corporations listed in special listing segments of the stock exchange, where there are more effective protections to the minority shareholder, but it is necessary to change the law of corporations to limit the power of control.*

**Contributions:** *The study demonstrated that the concentration of capital in the publicly traded corporation is not a natural occurrence and that the limitation of the power of control is necessary to correct the dysfuncionalities of the governance system created by Law no. 6,404/1976.*

**Keywords:** *publicly traded corporations; controlling shareholder; capital concentration; capital dispersion; governance of publicly traded corporations.*



---

## 1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar o processo de criação e as condições para o eventual desaparecimento do acionista controlador na companhia aberta brasileira.

Embora a existência do acionista controlador seja tratada como um fato natural, o estudo do histórico das legislações societárias e das políticas públicas de desenvolvimento implementadas a partir da década de 1930 revelam que, na realidade, a concentração de capital foi estimulada por diversos incentivos e mecanismos legais.

A companhia aberta foi escolhida como o ponto focal do estudo pelo fato de ser um instrumento de captação e mobilização da poupança popular, canalizando-a para o investimento em empreendimentos empresariais. Essa função – de interesse eminentemente público – é incompatível com a concentração de poderes pelo acionista controlador estabelecida pela Lei nº 6.404/1976, o que justifica o estudo da concentração de capital e suas consequências.

Para os fins propostos, o artigo será dividido em três partes. A primeira parte buscará expor o processo de criação do acionista controlador no âmbito da legislação e das políticas econômicas. A segunda parte examinará a consagração do acionista controlador pela Lei nº 6.404/1976 e as disfuncionalidades causadas pela excessiva concentração de poderes na companhia. A terceira parte, por fim, abordará o ressurgimento das democracias societárias no mercado brasileiro, representadas pelas companhias sem controlador definido.

O método utilizado na pesquisa foi o dedutivo, com base em revisão bibliográfica.

## 2 A CRIAÇÃO DO ACIONISTA CONTROLADOR

A existência de acionistas controladores ou grupos de controle nas companhias abertas brasileiras é muitas vezes tratada como um fenômeno



---

espontâneo e inevitável, fruto de um mercado cujo desenvolvimento levou naturalmente à concentração de capital.

Não obstante essa visão, diversos indícios sugerem que a concentração acionária foi incentivada por políticas públicas conscientes, que tiveram como objetivo promover a formação de grupos de controle nas companhias.

A presente seção tem como objetivo examinar as políticas que levaram à criação e consolidação do poder de controle nas companhias abertas.

## 2.1 O FIM DAS DEMOCRACIAS SOCIETÁRIAS E A CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL COMO POLÍTICA PÚBLICA A PARTIR DA DÉCADA DE 1930

Embora a companhia aberta só tenha sido regulamentada de forma específica pelas Leis nº 6.404/1976 e nº 6.385/1976, pode-se afirmar que, do ponto de vista legislativo, a relação entre as companhias e o mercado de valores mobiliários brasileiro teve início em 1850.

Naquele ano, foi promulgado o Código Comercial, que promoveu ampla regulamentação do comércio no mercado brasileiro, incluindo as atividades conduzidas nas Praças do Comércio (que mais tarde se transformariam nas bolsas de valores), nos artigos 32 a 34, e o funcionamento das companhias (cuja constituição era anteriormente regulada pelo Decreto nº 575/1849<sup>1</sup>) a partir do artigo 287.

À época da promulgação do Código Comercial, empreendedores como o Barão de Mauá já faziam uso bem-sucedido do mercado para financiar seus negócios (CARVALHO, 2004, p. 86). Nas décadas seguintes, em meio ao novo marco normativo, o mercado se expandiu com a constituição de grande número de

---

<sup>1</sup> Não obstante o regramento relativamente tardio, tendo em vista que o Brasil havia se tornado nação independente em 1822, as sociedades anônimas e as captações de recurso no mercado já eram parte da realidade econômica brasileira quando o Código entrou em vigor. O decreto de 1849 pode ser considerado uma reação do governo imperial à constituição de sociedades anônimas que começavam a surgir no período sem um regramento específico. “O pano de fundo do Decreto de 1849 era o surto recente de constituições de bancos estaduais de emissão, que o governo imperial procurava tolher, impondo explicitamente a exigência de aprovação governamental prévia. [...] Para desespero de certos políticos, alguns empresários estavam constituindo sociedades anônimas ‘espontaneamente’ – isto é, somente com a aprovação do Executivo e, em alguns casos, sem nenhuma aprovação governamental” (PARGENDLER, 2021, p. 78).



---

sociedades anônimas<sup>2</sup>. Em 17 de janeiro de 1888, havia registro de negociação na bolsa do Rio de Janeiro de “ações de 95 companhias e 46 emissões de debêntures de diversas empresas” (CARVALHO, 2004, p. 85).

As companhias que acessavam o mercado no século XIX apresentavam perfil diferente do que se observa atualmente. Ao invés das atuais companhias de capital concentrado, com controladores definidos, as companhias possuíam capital disperso, estruturando-se como verdadeiras democracias societárias (Ibidem, p. 86).

Não se admitia a emissão de ações sem direito a voto ou com voto plural e os empreendimentos eram estruturados não por um “controlador”, mas por um fundador, figura que existe até hoje na legislação<sup>3</sup>.

A dispersão do capital era induzida já na constituição da companhia, visto que as legislações da época exigiam o concurso de pelo menos sete subscritores para que a sociedade fosse constituída<sup>4</sup>.

Até 1940, o conceito de controle acionário nem mesmo era empregado nas leis societárias<sup>5</sup>. O Código Comercial não menciona o controle societário. A Lei nº 3.150/1882, que substituiu as regras do Código com relação às sociedades anônimas, tampouco o fez. O Decreto nº 434/1891, que consolidou diversas normas esparsas sobre as sociedades anônimas, não emprega o termo “controle” ou suas variações.

A primeira menção ao controle societário nas companhias foi feita pelo Decreto nº 2.627/1940, que, em seu artigo 135, determinava: “os diretores, no seu relatório, deverão dar informações precisas sobre a situação das sociedades ‘controladas’ ou coligadas”. Não passa despercebido o fato de o termo ter sido

---

<sup>2</sup> O número de novas sociedades anônimas cresceu constantemente entre 1850 e 1882 (ano da promulgação da Lei nº 3.150/1882), sendo essa tendência interrompida apenas pela Lei nº 1.083/1860, a chamada “Lei dos Entraves”, que tinha o objetivo, dentre outros, de dificultar a constituição de novas companhias (PARGENDLER, 2021, p. 86-100).

<sup>3</sup> Vide, por exemplo, o artigo 86 da Lei nº 6.404/1976, que atribui ao fundador a competência para convocar a assembleia geral de constituição da companhia.

<sup>4</sup> Vide artigo 3º da Lei nº 3.150/1882, artigo 1º do Decreto nº 434/1891 e artigo 38, 1º, do Decreto-Lei nº 2.627/1940.

<sup>5</sup> Tratando especificamente do Decreto-Lei nº 2.627, Modesto Carvalhosa afirma: “Como reiterado, o diploma de 1940 não contemplava a figura do controlador, pessoa física ou jurídica, e muito menos o fenômeno concentracionista de controle e coligação de sociedades autônomas” (CARVALHOSA, 2011, p. 66).



---

empregado entre aspas, ressaltando a estranheza do legislador com o inédito conceito.

Apesar da novidade, a introdução da ideia de controle societário no Decreto nº 2.627/1940 não tinha o objetivo de reconhecer um fenômeno do mercado<sup>6</sup>, mas sim de permitir a ingerência do Estado – à época, de caráter profundamente autoritário – sobre os grupos societários.

Confira-se, nesse sentido, o comentário de Trajano de Miranda Valverde (1953b, p. 404-405), autor do projeto que deu origem ao Decreto, que desnuda a intenção do dispositivo:

Visa também o preceito do § 2º, notadamente com a obrigação que impõe aos diretores de no seu relatório darem precisas informações sobre a situação das sociedades controladas ou coligadas, a fornecer à Administração Pública os elementos necessários para conhecer da existência dessas coligações ou do domínio de uma sociedade sobre outras.[...] Interessa ao Estado, para coibir abusos e defender a economia nacional contra a expansão imperialista das grandes organizações internacionais, conhecer a ligação que existe, no país, entre as entidades que exploram certas indústrias-chaves.

Como se pode perceber, o controle societário foi introduzido no Decreto-Lei nº 2.627/1940 como um instrumento de supervisão estatal para permitir a identificação de conglomerados internacionais com atuação no país, especialmente no caso de exploração de certas indústrias consideradas estratégicas.

O controle societário e a figura do acionista controlador só viriam a ser expressamente regradados no âmbito da Lei nº 6.404/1976, depois de mais de 100 anos de atuação das companhias no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Diante da omissão do legislador quanto ao fenômeno do controle societário nas legislações promulgadas entre 1849 e 1976, como se pode explicar o grande número de companhias abertas de capital concentrado atualmente? Em que momento

---

<sup>6</sup> Muito embora esse fenômeno já existisse, principalmente nas companhias fechadas, como nota Ary Oswaldo Mattos Filho (2019, p. 192): “A estrutura da legislação de 1940 era voltada para a nossa realidade da época, na qual a grande maioria das companhias foi constituída como de capital fechado, com controle familiar e em sua quase totalidade com controle definido. A necessidade da existência de sete sócios e a obrigatoriedade da existência de um conselho fiscal, no mais das vezes, eram meras formalidades necessárias ao cumprimento dos comandos legais do Decreto-Lei n. 2.627/1940”.



---

as companhias de capital disperso do século XIX deram lugar às companhias de capital concentrado que passaram a dominar o mercado nos séculos XX e XXI?

Ainda que seja difícil fornecer uma resposta conclusiva às perguntas, diversos indícios sugerem que a concentração de capital nas companhias brasileiras não foi resultado espontâneo do desenvolvimento das sociedades empresárias, mas sim um fenômeno provocado por políticas públicas voltadas à criação de grupos de controle.

Essas políticas, conforme noticiou Trajano de Miranda Valverde (1953b, p. 405-406), tinham como objetivo facilitar a fiscalização estatal sobre as atividades da companhia, pois ao Estado competiria “controlar e fiscalizar as atividades econômicas que têm influência decisiva sobre os nossos destinos, quer exploradas por brasileiros, quer por estrangeiros”.

Do ponto de vista ideológico, a motivação das políticas de concentração de capital nas sociedades anônimas pode ser encontrada na obra “O Estado Nacional”, de Francisco Campos, Ministro da Justiça durante o período de 1937 a 1941.

A obra constitui uma espécie de manifesto em apoio ao autoritarismo do regime político criado a partir da decretação do Estado Novo em 1937 e dedicou toda uma seção à defesa da reforma do direito comercial (CAMPOS, 1940, p. 279).

A respeito das sociedades anônimas, Francisco Campos (1940, p. 281) defendeu que a reforma buscasse a “concentração dos poderes e das responsabilidades da gestão em uma única pessoa”, conforme se observa no seguinte trecho:

A reforma visará o saneamento da sociedade anônima, removendo os motivos do descrédito em que incorreu por toda parte esse formidável instrumento de reunião e de emprego de capitais. O saneamento das sociedades anônimas só poderá fazer-se mediante a concentração dos poderes e das responsabilidades da gestão em uma única pessoa. Outro mal das sociedades anônimas consiste na inércia e no absenteísmo dos acionistas. Torna-se necessário colocar entre a direção e a assembleia geral de acionistas um conselho de vigilância, entre cujos poderes deliberativos será talvez conveniente incluir o da escolha da administração.

A solução proposta por Campos aos problemas que ele então enxergava no regime das sociedades anônimas centrava-se em dois pontos: (i) a concentração de



---

poderes e responsabilidades de gestão nas mãos de “uma única pessoa”; e (ii) a criação de um órgão que intermediasse a relação entre a assembleia geral de acionistas e a direção da companhia.

Ambos os pontos seriam inteiramente incorporados apenas na Lei nº 6.404/1976, a primeira legislação societária a identificar expressamente a figura do acionista controlador e a prever a existência do Conselho de Administração.

A construção do acionista controlador, na lógica da ideologia defendida por Campos, era necessária para se atribuir a alguém a responsabilidade pela tomada de decisão na condução da empresa.

É possível traçar, nesse contexto, um paralelo com a crítica que o autor formulava ao processo democrático (Ibidem, p. 364-367):

O Estado passou a ser uma ordem, isto é, um sistema animado de um espírito e de uma vontade, unificado em torno de uma pessoa, que é em política a primeira categoria da realidade. O Estado tem um chefe. [...] A autoria real das decisões perdia-se no anonimato das coletividades fortuitas ou ocasionais, que se apresentavam em público como responsáveis por uma decisão que era de todos sem ser de nenhum ou de ninguém. [...] As ficções e os artifícios jurídicos, o espírito das combinações, próprios da índole especulativa, tanto no sentido político quanto no sentido econômico do liberalismo, impediam que o povo identificasse o chefe. A índole especulativa não se compadece com a ordem ou com a autoridade: a especulação não frutifica onde há vontade, decisão, responsabilidade, onde não reina o acaso e não decidem os dados, onde o espírito que rege é informado nas virtudes da equidade e da justiça, que os monstros anônimos, seja qual for o nome que se lhes dê, não podem possuir por serem atributos exclusivos da pessoa humana.

Percebe-se aqui uma ideia clara: a vontade construída por muitos, a partir de processos deliberativos, seria “anônima”, “especulativa”, desprovida de autoria e, portanto, de responsabilidade. A vontade de um “chefe”, por outro lado, seria virtuosa por ser atribuível a uma pessoa determinada, que assumiria a responsabilidade pela decisão tomada.

O objetivo declarado das modificações às normas societárias era concentrar o poder nas sociedades anônimas, alterando profundamente o seu perfil de propriedade. Buscava-se desconstruir a estrutura dispersa que as companhias abertas possuíam nas primeiras décadas de seu desenvolvimento, quando se





---

apresentavam “como democracias societárias, como autênticas *corporations*” (CARVALHO, 2014, p. 156).

Essa vontade política não bastava para iniciar o movimento em direção à concentração de capital. A efetiva concentração demandava modificações estruturais na propriedade acionária, o que por sua vez dependia de instrumentos legais e incentivos que viabilizassem a separação do capital e controle entre acionistas majoritários e minoritários.

O instrumento utilizado para esse fim foi a ação preferencial sem direito a voto, introduzida no ordenamento jurídico em conjunto com incentivos e políticas voltados à concentração de capital.

## 2.2 A CRIAÇÃO DAS CONDIÇÕES PARA A CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL

As condições sociais e econômicas para a concentração de capital no Brasil sempre existiram. A própria mentalidade brasileira – muito influenciada pelo privatismo e personalismo (COMPARATO, 2017, p. 28-33) – é receptiva à ideia de concentração de poderes.

Os meios estruturais para viabilizar a concentração de capital nas mãos de acionistas controladores, no entanto, só surgiram a partir da década de 1930.

Do ponto de vista político, o regime que chegava ao poder nesse período implementava política econômica pautada na nacionalização e estatização de determinados setores da economia, assim como na coordenação estatal dos esforços para o financiamento da industrialização brasileira (LASSANCE, 2020, p. 532-533; FONSECA, 2014, p. 263), com especial foco nos setores de base (BASTOS, 2006, p. 242).

A intervenção estatal nesses setores oscilava entre tentativas de regulamentação da atividade privada e a nacionalização de sociedades ou criação de companhias estatais para a exploração direta dos empreendimentos pelo Estado (Ibidem, p. 243-244). O principal objetivo era incentivar a industrialização do país, sendo a concentração de capital uma de suas consequências (IANONI, 2019, p. 122).



---

Do ponto de vista da legislação, por meio do Decreto nº 21.536/1932, criava-se no direito societário a ação preferencial sem direito a voto, instrumento necessário para concentrar o poder de comando nas mãos de poucos acionistas.

Um exemplo da conjugação da política de incentivo à industrialização e concentração de capital pode ser encontrado na constituição da Companhia Siderúrgica Nacional, em 1946, cujo capital foi formado, em grande parte, com recursos captados por meio de emissões de ações preferenciais sem direito a voto (BARCELLOS, 2018, p. 5).

A criação da referida companhia, assim como a de outras constituídas no mesmo período, como a Companhia Vale do Rio Doce e a Petrobras, resultou não só na concentração do capital acionário, como também de poder econômico, tendo em vista que essas companhias se tornaram monopolistas ou oligopolistas em seus respectivos mercados (IANONI, 2019, p. 123).

Portanto, a concentração de poder e mercado foi consequência das políticas econômicas de cunho desenvolvimentista, criando as condições necessárias à formação de grupos de controle nas companhias abertas. Por força de políticas públicas conscientes, o processo de concentração da base acionária das companhias brasileiras caminhou de mãos dadas com o processo de industrialização da economia.

Não se ignora que, muito antes da introdução das ações preferenciais sem direito a voto pelo Decreto nº 21.536/1932, já se discutia na doutrina brasileira a possibilidade de adoção, na companhia, de mecanismos de separação de voto e propriedade, inclusive o voto plural (LEME, 1933, p. 41-44).

Contudo, o decreto de 1932, assinado por Francisco Campos na qualidade de Ministro da Justiça, reflete exatamente a intenção que ele registraria em sua obra anos mais tarde: a indução à concentração de poder na sociedade anônima.

A introdução da ação preferencial sem voto no ordenamento brasileiro não só teve o efeito esperado de concentrar o capital das companhias, como acabou por permitir excessos. Como o Decreto nº 21.536/1932 não estabelecia qualquer limite à emissão de ações preferenciais sem direito a voto, muitas companhias passaram a emitir esse tipo de ação em número muito superior às ações ordinárias.



---

Em resposta a esse desequilíbrio, o Decreto-Lei nº 2.627/1940 estabeleceu, em seu artigo 9º, parágrafo único, que as ações preferenciais sem direito a voto não poderiam ultrapassar a metade do capital.

Ao comentar o dispositivo, Trajano de Miranda Valverde afirma que algumas companhias chegavam a ter 90% do capital composto por ações não votantes<sup>7</sup>.

Em paralelo às políticas de concentração do capital, a ação preferencial sem direito a voto era vista, do ponto de vista dogmático, como uma forma de separar diferentes classes de acionistas. De um lado estariam os acionistas investidores, detentores de ações preferenciais, sem ingerência na gestão. De outro, estariam os acionistas “diretores”, que monopolizariam a administração da sociedade (LEME, 1933, p. 127).

A separação do controle e da propriedade nas companhias, nesse contexto, seria uma forma de estimular o “acionista investidor” a aplicar seus recursos em ações<sup>8</sup>. Essa lógica é muitas vezes utilizada como um fundamento formal e abstrato para a adoção de ações não votantes pelas companhias (MATTOS FILHO, 2014, p. 525) e foi utilizada como argumento de legitimação do poder de controle no âmbito da Lei nº 6.404/1976, como se demonstrará em seguida.

Ainda que as vantagens patrimoniais das ações não votantes possam representar um incentivo para determinados investidores cuja estratégia de investimento seja passiva, fato é que a introdução e a ampla adoção das ações

---

<sup>7</sup> “O dec. nº 21.536, de 1932, não continha preceito igual. A consequência foi que algumas companhias se constituíram com capital representado por 90% de ações preferenciais, sem direito a voto, concentrando-se, assim, em insignificante minoria de acionistas a direção da sociedade. Os acionistas preferenciais, sem as garantias que o decreto-lei ora lhes dá, ficavam, em uma sociedade onde o interesse se mede pelo capital, completamente desamparados” (VALVERDE, 1953a, p. 126).

<sup>8</sup> Roberto Teixeira Costa, o primeiro Presidente da Comissão de Valores Mobiliários, por exemplo, menciona que as ações preferenciais criaram “a base do mercado de capitais”, pois colocaram em mãos distintas “o dinheiro do investidor e o privilégio de controlar a empresa, assim garantindo que os riscos maiores corriam por conta do acionista controlador (que comandava a empresa)” (DA COSTA, 2018, p. 33). Nota-se que a afirmação não faz sentido do ponto de vista econômico, pois as ações sem direito a voto, ao separarem a propriedade e o controle sobre o capital, permitem que o acionista controlador mantenha o comando da companhia mesmo quando a sua exposição financeira é menor que a da coletividade dos acionistas minoritários. Basta constatar que, nas regras atuais, em que o número de ações sem direito a voto não pode ser superior ao número de ações votantes (artigo 15, § 2º, da Lei nº 6.404/1976), em uma companhia em que o capital seja dividido entre ações votantes e não votantes, o acionista controlador é capaz de manter o controle da companhia com apenas 25,01% do capital social (que representaria, nesse caso, mais da metade das ações com direito a voto).



---

preferenciais sem direito a voto não tiveram a finalidade de beneficiar os acionistas minoritários, mas sim de concentrar o poder de controle nas companhias.

Essa finalidade, inclusive, é reconhecida por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores do projeto convertido na Lei nº 6.404/1976, que relacionam a supressão do voto à estabilização dos grupos de controle<sup>9</sup>.

Ao longo dos anos, a legislação criou uma série de incentivos à utilização das ações preferenciais sem direito a voto pelas companhias. Conforme explica Mattos Filho (2014, p. 527), as ações preferenciais foram amplamente adotadas pelo mercado “na medida em que os incentivos fiscais e financeiros oferecidos pelo governo estimularam os controladores a emitirem somente ações preferenciais para a capitalização das companhias”.

Essas emissões eram incentivadas tanto pelo lado da demanda, com estímulos fiscais aos investidores, como pela oferta, pois as companhias também eram beneficiadas com subsídios para emitir ações e colocá-las no mercado (Ibidem, p. 527-528).

O autor cita como exemplo as iniciativas lançadas para beneficiar emissões de ações por companhias sediadas em áreas da Sudene e Sudam, ou para capitalizar companhias específicas, como a Embraer (Ibidem, p. 535).

Mattos Filho menciona ainda legislações que forneceram subsídios de forma mais ampla, como a Lei nº 4.357/1964, que garantiu a pessoas físicas o direito de abater do imposto de renda o valor de suas aplicações em ações negociadas no mercado, a Lei nº 4.506/1964, que forneceu incentivos fiscais para que companhias abrissem seu capital, a Lei nº 4.728/1965, que ampliou os benefícios tributários, e o

---

<sup>9</sup> “Embora as legislações tenham inicialmente autorizado (e algumas até imposto) a limitação do número de votos do acionista, a experiência da utilização da forma de companhia demonstrou a necessidade de regular o direito de voto de modo a tornar mais fácil a um acionista, ou grupo de acionistas, constituir e manter estável o controle da companhia, sem o que os administradores não tinham condições de planejar a médio ou longo prazos as atividades sociais. O bloco de controle pode ser formado com menor porcentagem do capital social quando as ações de uma espécie ou classe conferem mais votos do que as das demais, o que é obtido mediante criação de ações de voto plural (com dois ou mais votos por ação) ou de ações sem direito de voto (que possibilitam o aumento do número total das ações sem modificar a quantidade de ações que assegura o controle)” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1995, p. 85).



---

Decreto nº 157/1967, criador dos fundos incentivados de investimento em ações (os chamados “Fundos 157”) (Ibidem, p. 535-536).

O resultado de todas essas iniciativas, segundo o autor, foi a inundação do mercado com ações preferenciais sem direito a voto<sup>10</sup>.

Por todos esses fatos, é contestável a ideia de que o surgimento e consolidação de acionistas e grupos controladores nas companhias abertas brasileiras decorreram da dinâmica própria do mercado. Ao contrário, diversos indícios sugerem que o acionista controlador é uma figura criada artificialmente por políticas públicas e iniciativas legislativas conscientes, que buscaram concentrar o direito de voto em grupos de controle.

### **3 A CONSAGRAÇÃO DO ACIONISTA CONTROLADOR PELO LEGISLADOR DE 1976 E SEUS EFEITOS NA GOVERNANÇA DA COMPANHIA**

O acionista controlador, construído a partir de políticas públicas e incentivos legais, encontrou o seu ápice na legislação atual, que o consagrou. A Lei nº 6.404/1976 não só reconheceu e identificou o acionista controlador da companhia, como garantiu a ele todos os meios para exercer o seu poder com poucos limites. A presente seção dedica-se ao estudo do tratamento conferido ao controle acionário pela lei societária atual e os seus efeitos na governança da companhia.

---

<sup>10</sup> “As ações emitidas com incentivos regionais somadas ao enorme volume de ações emitidas para serem subscritas, nos termos dos incentivos fiscais patrocinados pelo Decreto-Lei nº 157/1967, significaram a inundação do mercado secundário com ações preferenciais sem voto” (MATTOS FILHO, 2014, p. 537).



---

### 3.1 O ACIONISTA CONTROLADOR COMO “DIRIGENTE SUPREMO” DA COMPANHIA E A DISFUNCIONALIDADE DA GOVERNANÇA SOCIETÁRIA NA LEI Nº 6.404/1976

Durante a década de 1960, o mercado de valores mobiliários atraiu a atenção do regime militar então vigente, que buscou fomentar o financiamento da economia brasileira por meio da massificação e pulverização do mercado, numa tentativa de substituir o Estado como agente financiador e controlador das companhias abertas<sup>11</sup>.

No entanto, as políticas fiscais implementadas para incentivar o investimento no mercado eram em grande parte absorvidas pela oferta de ações preferenciais sem direito a voto. Criou-se, desse modo, uma coletividade de investidores desinteressados, que não possuíam voto e enxergavam o ingresso no mercado não como forma de investimento de sua poupança pessoal, mas como meio para a redução de sua carga tributária<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> “Foi dentro da catadupa inovativa na gestão econômica do Estado brasileiro que teve início a edição de um conjunto de regramentos estatais buscando criar um mercado de ações que pudesse auxiliar o governo federal na geração de fundos para financiar entre nós a grande sociedade por ações de capital privado e brasileiro. Estava no imaginário do legislador que as companhias deveriam ter seu capital social pulverizado entre um grande número de acionistas, ao invés de terem seu crescimento limitado pela capacidade financeira de seus controladores ou pelo aporte de recursos oriundos, fundamentalmente, de fundos providos pelo então BNDE, pelo Banco do Brasil ou diretamente pelo Estado, que atuava largamente como ente empreendedor na indústria e no comércio. A busca pela criação de mecanismos de aglutinação de poupança privada voluntária partia da premissa, de curto prazo, de que para combater a crescente e endêmica taxa de inflação seria necessário garrotear os fluxos monetários disponíveis. Mas, de outro lado e como plano de longo prazo, buscava a dupla Bulhões/Campos criar os mecanismos permanentes de atração de poupança privada disponível para financiar a grande empresa nacional, via o desenvolvimento do mercado acionário. [...] É nesse cenário que se dá a grande busca governamental para se criar, através de incentivos fiscais, os mesmos resultados constatados por Berle e Means na década de 1930 nos Estados Unidos, qual seja, a construção de um capitalismo de massa com a utilização de mecanismos que colocassem ao alcance popular o mundo do mercado acionário brasileiro. Entretanto, os escritos de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means são aqui referidos não por dizerem respeito à tentativa de igualar os dois mercados, mas somente porque os dois países olharam o mercado de massa como instrumento de financiamento relevante. Aí cessam as semelhanças e nascem as diferenças. Enquanto naquele país a legislação procurou colocar ordem em um mercado em crise pela exacerbação de negociações, no nosso os mecanismos legais buscados queriam colocar mais pressão na tentativa de dar substância econômica para que ele pudesse cumprir minimamente suas funções” (MATTOS FILHO, 2019, p. 194-195).

<sup>12</sup> “Dessa plethora de incentivos fiscais, entretanto, resultaram dois pontos negativos. O primeiro é que, ao lado do enorme montante de recursos dos quais o Tesouro Nacional abriu mão, o incentivo não criou verdadeiros investidores, mas pessoas que racionalmente acharam melhor investir no incerto do que pagar imposto de renda. Já do lado do empresariado, a entrada de novos acionistas não foi vista como o movimento inicial para acessar novos sócios com novos recursos para aquele que deveria ser



---

Ao invés de estimular a massificação do mercado, essas medidas contribuíram para criar um ambiente de intensa especulação que resultou, em 1971, em uma das mais graves crises do mercado brasileiro (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1995, p. 128).

A crise de 1971 evidenciou a necessidade da elaboração de uma nova lei societária, visto que o Decreto-Lei nº 2.627/1940 já não se mostrava adequado à realidade brasileira.

Além disso, pelas suas próprias características, a causa da crise de 1971 foi atribuída à atuação de especuladores profissionais que, valendo-se de informações privilegiadas e manipulação do mercado, se beneficiaram às custas de investidores menos experientes<sup>13</sup>.

Essa percepção justificou, de certa forma, a ideia de que a companhia aberta deveria ser controlada por um acionista forte, capaz de administrar o capital investido pelos acionistas minoritários.

Nesse contexto, em 1976, quando foi promulgada a atual lei societária (Lei nº 6.404/1976), o intuito de concentrar o capital nas companhias e manter a figura do acionista controlador não só permaneceu presente, como se fortaleceu.

Ao acionista controlador foi reservado o papel central na governança da companhia, sobrepondo-se a todos os outros centros de poder, como a assembleia geral (cujas deliberações são dominadas pelo acionista controlador) e os órgãos de administração (cujas decisões e atos são orientados pela manifestação de vontade do acionista controlador).

---

– e não foi – um empreendimento comum. O segundo – como consequência do primeiro, no que se refere ao empresariado, e por pressão deste – foi a enorme pressão para a emissão fundamentalmente de ações preferenciais sem voto. Ou seja, os incentivos não criaram verdadeiros sócios, muito menos vontade dos controladores em os ter, mas somente aportes de capital” (Ibidem, p. 196-197).

<sup>13</sup> “As medidas adotadas pelo Governo Federal a partir de 1965 estimularam o crescimento gradativo dos mercados de ações, mas em 1970 o clima de euforia criado pelo desenvolvimento econômico acelerado, durante a fase que ficou conhecida como ‘o milagre brasileiro’, ensejou um ‘boom’ das Bolsas de Valores que foi exacerbado – no primeiro semestre de 1971 – por generalizada febre especulativa, com elevação continuada e sem precedentes dos preços e do volume de transações até 15 de junho, quando teve início um longo período de queda das cotações e do volume dos negócios” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1995, p. 127).



---

José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho (1995, p. 185), autores intelectuais da lei, afirmam que a companhia não pode ser confundida com uma democracia, sendo necessário enxergar nela uma instituição onde duas figuras distintas coexistem: “(a) o empresário-empresendedor, que cria e expande a empresa, a ela se dedica permanente e profissionalmente, vive todos os seus problemas, e se realiza nessa atividade, e (b) o investidor de mercado que objetiva, tão-somente, a mera aplicação de capital”<sup>14</sup>.

O acionista controlador assume, na sistemática da Lei nº 6.404/1976, “a função de dirigente supremo, ainda que não ocupe cargo dos órgãos da administração”, podendo “tomar decisões sobre os negócios da companhia independentemente da reunião da Assembleia Geral” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1995, p. 66).

O papel de dirigente supremo do acionista controlador é assegurado, principalmente, de duas formas: (i) pela predominância nas decisões da assembleia geral, cujos poderes são consideravelmente amplos; e (ii) pelo domínio que exerce sobre a administração<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Vide, no mesmo sentido: “Assim, ao disciplinar a estrutura do poder na sociedade anônima, a lei concebeu uma clara separação entre o empresário-empresendedor e o conjunto de acionistas investidores. Cabe ao empresário-empresendedor o comando da empresa, podendo contar, para tanto, com os capitais oferecidos pelos investidores. Essa concepção traduziu-se, de um lado, pela definição da figura do acionista controlador e, de outro, pela atribuição a ele de deveres e responsabilidades especiais (arts. 116, 117 e 246 da Lei das S.A.)” (MUNHOZ, 2017, p. 132-133). Para Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho (2014, p. 91), essa dualidade de acionistas é inerente à sociedade anônima: “Observou-se, assim, que a grande sociedade por ações – anônima ou em comandita – ao contrário das primitivas sociedades comerciais, constituía-se quase sempre com duas espécies de participantes: um conjunto de investidores capitalistas, e um punhado de empresários, representando o núcleo de poder. Percebeu-se mais que, enquanto o investimento acionário sofria uma tendência centrífuga, no sentido da sua dispersão e mesmo da extrema pulverização, o núcleo de poder era, ao contrário, trabalhado por incoercíveis forças centrípetas, de reforço às suas prerrogativas de fato”.

<sup>15</sup> “Por aí se observa que o modelo legislativo da sociedade anônima é permeável à dominação, restando (ou podendo restar) como enunciado puramente formal o princípio segundo o qual a representação da companhia é privativa dos diretores (Lei 6.404, art. 138, § 1.º, *in fine*). A mera exclusividade legal de representação, outorgada aos diretores, confronta-se com: a) a demissibilidade *ad nutum* dos administradores, que representa uma permanente possibilidade de condicionamento coativo de sua conduta, na prática dos atos de gestão social; e b) o reconhecimento de que o acionista controlador pode (e deve) usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. O mesmo ocorre com relação ao postulado da independência dos administradores que, diante dos fatores por último assinalados, perde seu caráter absoluto, ficando evidenciado que, em última análise, e como dissemos a princípio, o interesse social pode se subordinar ao interesse dos acionistas, confundindo-se, não raro, com o interesse do próprio acionista controlador” (GUERREIRO, 1984, p. 76-77).





---

Quanto ao primeiro ponto, o artigo 116, “a”, da Lei nº 6.404/1976, estabelece a noção de controle a partir da preponderância permanente do acionista nas assembleias gerais<sup>16</sup>. Não se nega que, isoladamente, esse dispositivo não confere qualquer poder que o acionista majoritário já não teria de fato.

Contudo, a preponderância do acionista majoritário ganha relevo quando se leva em consideração o disposto no artigo 121 da lei societária, que atribui à assembleia geral poderes para decidir sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia<sup>17</sup>.

Se a assembleia geral tem poderes para definir a orientação geral dos negócios e o acionista controlador é capaz de determinar unilateralmente o resultado das deliberações, sua qualificação como “dirigente supremo” passa a fazer sentido.

Para Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho (2014, p. 119), a concentração dos poderes de direção da companhia na figura do acionista controlador foi uma escolha consciente do legislador, que optou por não diluir esse poder no corpo acionário, tal como ocorria nas legislações anteriores<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é 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; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

<sup>17</sup> “Art. 121. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”.

<sup>18</sup> “Na economia da nova sociedade anônima, o controlador se afirma como seu mais recente órgão, ou, se preferir a explicação funcional do mecanismo societário, como titular de um novo cargo social. Cargo, em sua mais vasta acepção jurídica, designa um centro de competência, envolvendo uma ou mais funções. O reconhecimento de um cargo, em qualquer tipo de organização, faz-se pela definição de funções próprias e necessárias. Ora, tais funções existem vinculadas à pessoa do controlador, pelo menos do acionista controlador. No vigente direito acionário brasileiro, elas podem resumir-se no poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais; ou, como se diz no art. 116, alínea b, da Lei nº 6.404/1976, no poder de ‘dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da companhia’ (com o reconhecimento implícito de que o acionista controlador é um dos órgãos da companhia). Trata-se de um feixe de funções indispensáveis ao funcionamento de qualquer entidade coletiva – como assinalamos anteriormente – e especialmente da sociedade anônima. Poderia, sem dúvida, o legislador manter essas prerrogativas funcionais diluídas no corpo acionário, tal como ocorria no passado. Preferiu, no entanto, desde a Lei nº 6.404/1976, localizá-las na figura do controlador” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 119).



---

Quanto ao domínio sobre a administração, o acionista controlador pode, por meio da assembleia geral, destituir administradores a qualquer tempo, sem precisar fundamentar a sua decisão<sup>19</sup>.

Além disso, no caso de grupos de controle, os parágrafos 8º e 9º do artigo 118 permitem que o grupo controlador determine o voto dos administradores eleitos por acionistas vinculados por acordo de acionistas<sup>20</sup>, contrariando o disposto no artigo 154, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

A forma pela qual a dinâmica entre a assembleia geral (cujas decisões são determinadas pelo acionista controlador) e a administração da companhia foi estruturada resulta na dominação de fato dos administradores pelo acionista controlador. Por consequência, a estrutura da companhia, tal como disposta na Lei nº 6.404/1976, leva à completa submissão da orientação social à vontade do acionista controlador, fazendo com que a independência dos administradores seja meramente formal<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Vide artigos 122, II, e 140 da Lei nº 6.404/1976.

<sup>20</sup> “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. [...] § 8º O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado. § 9º O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada”.

<sup>21</sup> É esclarecedora, nesse sentido, a opinião de José Alexandre Tavares Guerreiro: “Como os eleitores-acionistas têm poder de vida e morte sobre a administração, podendo a qualquer tempo destituir qualquer administrador em caráter discricionário, fácil é de perceber que, do ângulo sociológico, o poder de controle se projeta para além do foro assemblear, impondo-se sobre a administração como uma força coativa de caráter permanente, condicionando a gestão dos administradores-eleitos. Infiltra-se, dessa forma, o poder de controle pela própria tessitura organizacional da administração, influyendo *de facto* nos rumos da empresa, como uma *potestas* efetiva. Tal é, pelo menos, uma possibilidade propiciada pelo sistema legal, ainda que de forma não-explicita. O que se pode dizer, pois, considerando o poder de destituir, insito ao poder de controle acionário, é que a composição dos órgãos de gestão social, no modelo jurídico em exame, permite ou pode engendrar um esquema típico de dominação, com uma fragmentação apenas aparente entre a soberania da assembleia geral dos acionistas e a liberdade e independência supostas dos administradores sociais. Por assim dizer, o potencial de influência do acionista controlador (ou dos acionistas controladores), nos termos expostos, representa o meio pelo qual o poder de controle pode redundar, faticamente, em autêntica dominação sobre a companhia” (GUERREIRO, 1984, p. 75-76).



---

Não por acaso, os administradores já foram qualificados pela doutrina como meros prepostos do acionista controlador<sup>22</sup>, afastando-os, em absoluto, do papel de agentes fiduciários que deveriam ocupar<sup>23</sup>. Na lei societária brasileira, a administração confunde-se com o controle, de modo que, ao invés de agir em prol da coletividade dos acionistas, o administrador atua como simples executor da vontade do acionista controlador<sup>24</sup>.

A dominação da administração pelo acionista controlador e a interferência da assembleia geral em assuntos estritamente gerenciais são, portanto, as fontes da disfuncionalidade da governança da companhia brasileira<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Paulo Cezar Aragão (2002, p. 376) defende a subordinação do membro do Conselho de Administração ao grupo controlador, afirmando: “Na verdade, o raciocínio dos críticos da norma parte de uma premissa equivocada quase que em caráter geral. O conceito de que os conselheiros são, no Brasil, escolhidos pela sua independência - isto sim, uma regra saudável de boa governança corporativa - é a exceção no Brasil, ao contrário do que sucede em outros países. Aqui, na maioria dos casos, os conselheiros terminam sendo os próprios diretores, gerentes e empregados dos acionistas ou a eles vinculados de outras formas similares, que reduzem ou eliminam a respectiva independência. Sua indicação, desde o início, nada mais representa do que a nomeação de um preposto para representar o acionista na reunião do conselho de administração, e não a indicação de um terceiro verdadeiramente independente, que irá representar, de forma não particular, o interesse de todos os acionistas. Por isto, é completamente impertinente a lembrança de exemplos de boa governança de outros países, onde ninguém admitiria a ideia de que todos os conselheiros tivessem essa ligação próxima (melhor seria dizer, esse vínculo de subordinação) com os acionistas que os indicaram, como é a regra no Brasil”.

<sup>23</sup> Novamente, recorre-se à lição de José Alexandre Tavares Guerreiro (1984, p. 76): “Todavia, na medida em que a própria lei admite e até afirma tal possibilidade de dirigir/orientar por parte do acionista controlador, resulta claro que, por trás da administração profissional ou burocrática, atua a eminência parda dos titulares do poder acionário. Essa possibilidade confirma que, pelo menos do ponto de vista da análise sociológica, a estrutura burocrática da administração social pode ser levada a atender não o interesse da companhia, como em princípio quer a lei, mas a funcionar precisamente como meio pelo qual se dá guarida aos interesses do acionista controlador, num típico esquema de dominação no sentido weberiano”.

<sup>24</sup> Confira-se o comentário de Alfredo Lamy Filho (2007, p. 156) nesse sentido: “o exercício do controle se confunde praticamente com a administração da sociedade anônima, mas a qualidade do administrador e a do acionista controlador não estão obrigatoriamente conjugadas. Em primeiro lugar, cumpre salientar que o acionista que dispõe do controle não assume sempre seu exercício direto. Certos titulares do controle, como as pessoas jurídicas, precisam recorrer a pessoas físicas às quais credenciam para desempenharem em seus lugares os atos de administração. Por outras razões, certas pessoas físicas, acionistas controladores, se abstêm de sentar no Conselho de Administração e se contentam em dar ordens a pessoas interpostas que preenchem tais funções por sua conta”.

<sup>25</sup> “As resoluções isoladas e tópicas da assembleia geral de acionistas, em que se faz patente o poder de controle, se complementam por uma constante influência dominante do acionista controlador, senhor dos rumos da companhia, dirigente real das atividades sociais e orientador das deliberações dos órgãos de gestão. Aí está, em rápidos traços, a distorção do modelo jurídico da sociedade anônima” (GUERREIRO, 1984, p. 77).



---

Uma justificativa muitas vezes repetida para o peso e poderes conferidos ao acionista controlador pela Lei nº 6.404/1976 é que, como acionista com maior exposição de capital, ele teria mais incentivos para tomar boas decisões<sup>26</sup>.

No entanto, no caso da companhia brasileira, a justificativa parte de uma premissa equivocada, já que, no âmbito da lei societária, o acionista controlador é capaz de manter a maioria dos votos mesmo tendo parcelas minoritárias do capital, por meio de instrumentos como a ação preferencial sem direito a voto e, mais recentemente, a ação ordinária com voto plural<sup>27</sup>.

Uma explicação possível para o excessivo poder conferido ao acionista controlador é o contexto em meio ao qual a Lei nº 6.404/1976 foi promulgada. Da mesma forma como ocorreu com o Decreto-Lei nº 2.627/1940, a atual lei societária foi elaborada e promulgada em período de acentuado autoritarismo político, fortalecendo as iniciativas favoráveis à concentração de poder no âmbito das companhias<sup>28</sup>.

Desse modo, do ponto de vista da estrutura de governança conferida à companhia, é razoável afirmar que a legislação societária atual, tal como a anterior,

---

<sup>26</sup> “A moderna análise parte da teoria de que o controle exercido por uma única pessoa (ou por um único bloco de acionistas), em tese, deveria representar vantagem em relação ao modelo em que tal controle não é definido, dada a maior exposição do acionista controlador aos riscos do negócio. O acionista controlador, em princípio, possuiria, além de relevante participação societária e, portanto, maior interesse direto na rentabilidade e sobrevivência da empresa, um contato muito próximo com a gestão do seu dia a dia, e, portanto, ao conhecer melhor que qualquer outra pessoa os negócios sociais, deteria maior capacidade para ditar os rumos da atividade empresarial” (SIQUEIRA, 2017, p. 50). Da mesma forma: “Mas por que a maioria deve comandar? Parte-se, sem dúvida, do postulado de que a sociedade existe no interesse dos sócios, e como ninguém, em princípio, está investido da prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgando cada qual segundo o seu próprio interesse” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 50-51).

<sup>27</sup> Vide, a esse respeito, a decisão tomada pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo CVM nº RJ2013/5993, na qual se reconheceu que a Lei nº 6.404/1976 permite a dissociação do poder político do econômico. Nos termos do voto proferido pela diretora Ana Novaes, “mesmo considerando que as companhias detenham apenas ações com direito a voto, o divórcio entre o poder econômico e o político é uma realidade que pode ocorrer frequentemente em função das estruturas societárias” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Processo CVM nº RJ2013/5993, Colegiado, Relatora Diretora Ana Novaes, j. 31/01/2014).

<sup>28</sup> A questão é abordada por Calixto Salomão Filho: “Tal fenômeno (entrelaçamento entre o poder econômico e militar) não é estranho à história brasileira. Poder econômico e poder militar se unem a partir de 64 para garantir um longo período de dominação e, paralelamente, de retrocesso em termos sociais. Ora, a gênese da lei societária brasileira se dá no período militar. Não deve espantar, portanto, a relevância dada por esta ao reforço do poder no interior da organização societária (o poder de controle) visto como instrumento de fortalecimento da grande empresa privada nacional” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 133).



---

foi influenciada por ideologia autoritária, que enxerga a concentração de poder como forma de pacificação dos conflitos.

Os traços dessa ideologia avessa à pulverização da propriedade acionária podem ser identificados nos trabalhos de autores como Alfredo Lamy Filho. Cita-se como exemplo artigo em que o autor (2007, p. 65-66) classifica a companhia de capital disperso como “barco sem leme” e o ambiente societário sem controlador como “campo propício ao aventureirismo”, que se desenvolve à sombra da “atividade comercial legítima”:

Maiorias dispersas, acionistas omissos, poderio econômico sem dono predefinido, interesse público num crescendo proporcional à importância da empresa e à intensidade da circulação dos títulos – eis o campo propício ao aventureirismo, que sempre cresceu à sombra da atividade comercial legítima, e que cumpre separar, como trigo e joio. É então que se arma o palco das *proxy fights*, dos *takeovers*, das *tender offers*, das *o.p.a.* e *o.p.e.*, dos *voting trusts*, dos sindicatos acionários, para o assalto ao “barco sem leme” e de tantas outras ações ou expedientes, legítimos e engenhosos uns, altamente prejudiciais à vida das empresas, na maioria, e atingindo todo o processo econômico em alguns casos, e que enche a literatura moderna dos países desenvolvidos.

No mesmo texto, Lamy Filho (2007, p. 66) descreve o acionista minoritário como omissos, além de não ter compromisso de longo prazo com a companhia, vendendo a sua participação diante da menor dificuldade.

Deve-se ressaltar que, embora tenha garantido amplitude ao poder de controle, a Lei nº 6.404/1976 tratou também de limitá-lo e de impor requisitos para a sua legitimidade. A doutrina reconhece, nesse sentido, que o exercício do poder de controle só é legítimo quando leva em consideração não apenas o interesse do acionista controlador, mas também dos acionistas minoritários e o interesse público<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> “Bastam essas noções para evidenciar que o poder empresarial se traduz em termos de controle da empresa. Tal poder empresarial – que não se confunde com o direito de propriedade, pois se caracteriza como gestão de bens alheios – é exercido não apenas sobre a ‘célula econômica’ (que reúne os elementos necessários à produção) ou sobre a ‘célula social’, composta dos elementos humanos necessários à dinamização dos elementos materiais da ‘célula econômica’ (e que integram a empresa, na linguagem de Despax), mas, a rigor, sobre a vida e os bens de toda a sociedade, que existe em ‘simbiose permanente com a empresa’. Daí por que esse poder empresarial, sob pena de ameaçar a sociedade dentro da qual vive e para a qual vive, deva ser disciplinado e balizado pelo interesse público de que participa” (LAMY FILHO, 2007, p. 152-153). Vide, ainda: “Fundamento da legitimidade do poder de controle, no setor avançado da economia, ou seja, aquele que dita as leis do mercado, é o cumprimento dessa sua função social, conforme o princípio constante do art. 170, III, da Constituição de 1988. Isto significa em estrita lógica, que, onde o controle se exerça em sentido



---

No entanto, tais limitações são insuficientes se não forem acompanhadas de mudanças estruturais na organização empresarial<sup>30</sup>. Na ausência de limites estruturais ao poder de controle, a tendência do acionista controlador será de exercer o seu poder de modo a extrair benefícios particulares, criando externalidades negativas no funcionamento da companhia.

Cumprido, desse modo, examinar que tipo de externalidade a figura do acionista controlador, com os poderes que lhe foram conferidos pela Lei nº 6.404/1976, pode causar.

### 3.2 AS EXTERNALIDADES NEGATIVAS DO PODER DE CONTROLE

A companhia aberta possui quatro características que lhe são peculiares: (i) responsabilidade limitada dos seus sócios; (ii) capital formado por ações livremente transferíveis; (iii) administração centralizada na figura de um conselho de administração; e (iv) propriedade compartilhada entre seus investidores (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN; PARGENDLER, 2018, p. 38).

---

contrário a essa sua finalidade, torna-se antijurídico, por violar o mandamento constitucional. A legitimidade, ou fundamento axiológico do poder, é, no caso, elemento integrante do conteúdo literal da norma. A sanção natural, por conseguinte, é a perda do direito ao controle; não, apenas, pela nacionalização da empresa, que é remédio para os casos extremos, em que estão em jogo interesses fundamentais da nação, em seu conjunto, mas também da expropriação do controle, em proveito de outro empresário” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 478).

<sup>30</sup> “Proposta alternativa a essa, desenvolvida ao longo desses comentários, é a de preocupar-se não com a legitimidade, mas com a própria existência do poder de controle. Como visto na Introdução a estes comentários, trata-se de proposta contrária à tendência moderna, de crescente aceitação e complacência com o poder econômico. Por outro lado, existem fundamentos teleológicos para a limitação do poder, inclusive dentro da sociedade anônima. Trata-se da única forma crível de reequilíbrio social. De outro lado, como visto ao longo dos comentários, dentro ou fora da sociedade, se não dilapidado por limites estruturais, torna-se incontrolável por uma mera disciplina de condutas. Finalmente, as vantagens econômicas da diluição acionária para a empresa e o mercado de capitais estão mais do que demonstradas (cf. Nota de Texto 20). A questão passa a ser, portanto, como instrumentalizar a disciplina societária a esses objetivos. Meios existem, basta aplicá-los. É o que ocorre com o princípio geral do art. 116 da lei societária e com a disciplina do conflito de interesses que, como visto, quando bem interpretada é poderoso instrumento de limitação do poder de controle. Essa definição de limites estruturais ao poder de controle pressupõe a evolução das ideias tanto sobre os fins quanto sobre os meios de exercício do poder de controle, que carece ainda de muito mais elaboração” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 478-479).



---

Dentre essas características, são importantes para a presente discussão as duas últimas, isto é, a centralização de decisões administrativas no conselho de administração e a propriedade compartilhada dos investidores.

A centralização da administração pressupõe a existência de um órgão cujos membros, embora eleitos pelos acionistas, distinguem-se formalmente deles. Os administradores devem ter independência formal em relação aos acionistas, sem depender de sua anuência para a prática de atos, e também independência substancial, atuando na proteção do interesse de acionistas minoritários e de terceiros com interesse nos negócios da companhia (Ibidem, p. 51).

A propriedade compartilhada, por sua vez, parte da premissa de que a participação dos investidores – tanto do ponto de vista político, por meio do voto, como do ponto de vista econômico, por meio de direitos de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia – é proporcional ao seu investimento (Ibidem, p. 52).

Em função dessa dinâmica particular das companhias, diversos interesses entram em conflito.

Nesse sentido, uma característica inerente à sociedade anônima é a existência de conflitos de agência, em que determinados agentes com poderes de comando tomam decisões que podem afetar a esfera patrimonial de outros.

Nas companhias, os conflitos de agência ocorrem principalmente entre: (i) acionistas e administradores; (ii) acionistas majoritários e minoritários; e (iii) a própria companhia e as pessoas que com ela contratam (Ibidem, p. 81).

Na companhia brasileira, o conflito que se apresenta de forma mais acentuada é aquele entre acionistas majoritários e minoritários, embora, dado o peso conferido pela lei societária ao poder de controle, tal conflito também se faça presente na relação entre administradores eleitos pelo acionista controlador, que agem conforme sua vontade, e os acionistas minoritários e seus representantes eleitos para cargos de administração<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> “A dicotomia controlador-minoritário, no contexto brasileiro, acaba por, também, traduzir-se em conflito entre os proprietários (acionistas) e os gestores (administradores). Nesse sentido, por definição, o acionista controlador também será aquele com capacidade de eleger a maioria dos membros dos órgãos de administração da companhia. Embora os administradores devam sempre atuar em busca do interesse social, e não do acionista que os elegeu (art. 154, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76), fato



---

Um dos grandes desafios do direito societário é, justamente, garantir o equilíbrio desses diversos interesses, criando pesos e contrapesos para evitar que os diferentes agentes interessados ajam de modo a se beneficiar pessoalmente, em detrimento dos demais e, principalmente, da própria companhia.

Armour, Hansmann e Kraakman (2018, p. 82-85) defendem que as normas societárias devem implementar estratégias jurídicas para mitigar os custos decorrentes dos problemas de agência.

Tais estratégias seriam, em essência, as seguintes: (i) estabelecimento de regras e normas de conduta, que buscam impor comportamentos específicos aos diferentes agentes que atuam no contexto societário; (ii) determinação de termos de entrada e saída, os quais permitem que investidores selecionem as relações de agência às quais desejam se vincular, e se retirem delas se for o caso; (iii) *trusteeship* e recompensa, por meio das quais o comportamento leal e diligente é incentivado por preocupações reputacionais ou por recompensas resultantes da conduta esperada; (iv) eleição e destituição, referente ao poder dos representados de selecionar e afastar os seus agentes; e (v) iniciação e ratificação, que conferem, por um lado, o poder de tomar decisões a determinadas partes e, por outro lado, o poder de ratificar certas decisões a outras partes (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2018, p. 82-93).

Do ponto de vista formal, a Lei nº 6.404/1976 prevê algumas regras que têm correlação com as estratégias jurídicas citadas por Armour, Hansmann e Kraakman.

Por exemplo, com relação às regras e normas de conduta, os artigos 116 e 117 impõem deveres e normas de conduta aos acionistas controladores, enquanto os artigos 153 a 157 estabelecem deveres fiduciários para os administradores. Os artigos 158 e 159 preveem mecanismo de responsabilização dos administradores, enquanto o artigo 246 permite o ajuizamento de ação de responsabilidade contra o controlador.

Quanto à determinação dos termos de entrada e saída, o investidor de mercado tem acesso às informações relevantes das companhias abertas (em

---

é que, na prática, o controlador é responsável pela eleição e, conforme o caso, pela destituição de administradores. Desse modo, os conflitos societários resultantes do embate entre controlador e minoritários não se resumem a matérias de competência da Assembleia Geral, mas também transbordam para questões relativas à atuação dos órgãos de administração” (NASCIMENTO, 2022, p. 340-341).





---

decorrência das obrigações de divulgação previstas na Lei nº 6.385/1976 e nas normas da Comissão de Valores Mobiliários), ao passo que, com relação à saída, garante-se o direito de retirada aos acionistas em determinadas hipóteses (artigo 137).

Com relação à iniciação e ratificação, embora a Lei nº 6.404/1976 garanta o poder de controle ao acionista majoritário, ela também confere aos acionistas minoritários alguns direitos políticos específicos, como a possibilidade de eleger membros do conselho de administração e do conselho fiscal em votação separada (artigos 141, § 4º, e 161, § 4º, respectivamente).

Algumas das estratégias jurídicas, no entanto, possuem eficácia limitada na companhia aberta brasileira.

É o caso das estratégias de *trusteeship* e recompensa, e eleição e destituição, tendo em vista que a seleção dos administradores é ditada pelo acionista controlador. Administradores possivelmente não serão afetados por questões reputacionais ou receio de destituição no desempenho de atos que possam prejudicar acionistas minoritários, desde que tenham o respaldo do acionista controlador.

Mesmo no caso das proteções formalmente previstas na Lei nº 6.404/1976, sua eficácia na prática é limitada pela excessiva concentração de poderes na figura do acionista controlador.

Por exemplo, muito embora os administradores estejam sujeitos a normas de conduta, o acionista controlador pode proteger os administradores que eleger com certa facilidade, bastando aprovar as suas contas sem ressalvas para exonerá-los de responsabilidade (artigo 134, § 3º, da Lei nº 6.404/1976).

Mesmo a ação de responsabilidade contra o acionista controlador tem encontrado obstáculos, a exemplo de recente decisão do Superior Tribunal de Justiça, no sentido de que a aprovação, em assembleia geral, do ajuizamento de ação de responsabilidade contra o acionista controlador causa a perda do objeto de ação anteriormente ajuizada por acionistas minoritários<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA, CC 185702 / DF, Segunda Seção, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. 22/06/2022.



---

A estratégia de saída da relação de agência também tem eficácia limitada na companhia aberta, visto que o direito de retirada é sujeito a diversas condições<sup>33</sup>.

Na maioria dos casos, ao acionista minoritário que desejar se desvincular da relação de agência só restará a opção de vender as suas ações no mercado, ainda que com desconto.

O excessivo poder conferido ao acionista controlador no âmbito da Lei nº 6.404/1976, portanto, prejudica o delicado equilíbrio de interesses que deveria existir na companhia, criando um sistema de governança assimétrico e disfuncional.

As causas dessa disfuncionalidade foram objeto de análise por parte da doutrina societária.

Eduardo Secchi Munhoz (2017, p. 134-135) aponta que a amplitude do poder de controle advém de dois fatores: (i) da prerrogativa conferida ao acionista controlador de dirigir as atividades da companhia de forma geral (artigo 116, “b” da Lei nº 6.404/1976); e (ii) da possibilidade de destituição sem causa dos administradores, o que lhes retira a independência e os torna submissos à vontade do acionista controlador.

Adiciona-se a isso, como já mencionado, o fato de que a assembleia geral, cujas decisões são determinadas pela vontade do acionista controlador (artigo 116, “a”), tem “poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento” (artigo 121).

Os efeitos da concentração de poderes na figura do acionista controlador podem ser exacerbados, ainda, pelos diversos mecanismos de separação de direitos políticos e econômicos que a Lei nº 6.404/1976 fornece, como por exemplo a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito a voto e de ações ordinárias com voto plural<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> Por exemplo, o direito de retirada é aplicável a apenas algumas matérias previstas no artigo 136 e outros dispositivos esparsos da Lei nº 6.404/1976, e, em determinados casos, é afastado se as ações da companhia possuírem liquidez e dispersão, conforme artigo 137, II, da lei societária, fora outras limitações.

<sup>34</sup> Isso ocorre em função da “alavancagem” que a separação de direito de voto e direitos econômicos propicia ao poder de controle, como explica Maurício Paschoal: “Os problemas enfrentados por acionistas minoritários diante de abusos ou da ameaça de abusos de controladores não são novos. O



---

Esse cenário de muito poder concentrado em apenas uma figura distorce o funcionamento da companhia porque o acionista controlador, como agente racional, buscará se beneficiar pessoalmente do poder que possui<sup>35</sup>.

Conforme esclarece Eduardo Secchi Munhoz (2017, p. 134), é “inegável que, ainda hoje, o acionista controlador encontra amplo espaço para beneficiar-se pessoalmente, em detrimento dos demais *stakeholders*, num exemplo de patrimonialismo nas relações privadas”.

Ainda segundo o autor (Loc. cit.), o poder de controle é reforçado pelo ambiente cultural, social e econômico brasileiro, no qual prevalece a mentalidade patrimonialista, fazendo com que o cumprimento de deveres de lealdade seja suplantado por comportamentos que esmaecem os limites entre o público e o privado.

Importante destacar, ainda, que as externalidades negativas da concentração de poder no âmbito da companhia não se manifestam apenas na sua governança interna, mas também na própria atuação do empresário no mercado. Não por acaso, companhias que estiveram envolvidas em escândalos de corrupção possuíam capital concentrado, com grupo controlador definido<sup>36</sup>.

---

conflito de agência é inerente à separação entre a propriedade de ações e o controle da companhia, e é importante reconhecer que o potencial para tal conflito de agência é menor nas companhias cujo capital é dividido exclusivamente em ações com direito de voto por dois motivos: menor ‘alavancagem’ do acionista controlador e existência de apenas dois, e não três, polos de interesses. Todavia, diante da estrutura típica das companhias abertas brasileiras, ele continua existindo, na medida em que interesses de controladores e minoritários (com voto) podem divergir, e em regra a vontade do acionista controlador prevalecerá quando ele detiver mais da metade do capital votante” (PASCHOAL, 2021, p. 747).

<sup>35</sup> Como explica Calixto Salomão, “em situações de grande concentração de poder, a tendência de abuso desse (e, portanto, de descumprimento das regras de comportamento) é algo natural. Essa constatação não é nova. Trata-se do fato, hoje bem reconhecido pela teoria econômica, de que a racionalidade de atuação dos agentes econômicos os leva naturalmente ao abuso” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 79).

<sup>36</sup> “Pergunta-se: o que há de comum entre as seguintes empresas: Odebrecht e JBS? A resposta é simples. Ambas têm estruturas de poder econômico concentrado, interna e/ou externamente à empresa. Explico-me. Internamente, todas têm poder de controle bem definido e concentrado, em que poucos acionistas ou administradores ligados aos controladores comandam os destinos da companhia com pouco ou nenhum controle independente. Externamente, dominantes em seus mercados, elas têm grande poder de influência econômica. Outro ponto em comum é que ambas estiveram envolvidas em episódios recentes de corrupção” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 134-135).



---

As externalidades negativas do poder de controle podem explicar, ainda que parcialmente, a estagnação do mercado de valores mobiliários brasileiro<sup>37</sup>, cujo crescimento não tem sido estimulado nem mesmo por reformas da Lei nº 6.404/1976<sup>38</sup>.

Não obstante essa conjuntura, a prevalência das companhias de capital concentrado tem sido desafiada por um novo fenômeno: o ressurgimento, nos últimos anos, de companhias abertas sem controle definido.

#### **4 O RESSURGIMENTO DAS DEMOCRACIAS SOCIETÁRIAS E O EVENTUAL DESAPARECIMENTO DO ACIONISTA CONTROLADOR NA COMPANHIA ABERTA**

Por todo o exposto até aqui, pode-se afirmar que a distorção na governança da companhia criada pela excessiva concentração de poderes na figura do acionista controlador poderia ser corrigida de duas formas: (i) pela restrição da competência da assembleia geral, retirando dela, por exemplo, a prerrogativa de orientar as atividades da companhia, tarefa que deveria caber exclusivamente ao conselho de administração e, na sua ausência, à diretoria; e (ii) pelo reforço da independência dos administradores, tanto do ponto de vista formal, pelo rompimento dos laços de

---

<sup>37</sup> “Eram 343 companhias listadas em 2005; esse número sobre para 404 em 2007 e terminamos o ano de 2017 com 344 companhias. Ou seja, no período de doze anos a B3 acrescentou uma sociedade anônima à lista de ações lá cotadas. Entre 2005 e 2017, segundo a B3, 157 companhias realizaram ofertas primárias de ações, aí levando-se em consideração a excepcionalidade das ofertas de novas companhias realizadas em 2007. A explicação para o incremento de só uma companhia em doze anos é que, nesse período de doze anos, 92 companhias saíram – aí computadas as companhias que foram canceladas pela B3 e pela CVM, as canceladas pela própria companhia e as canceladas por incorporação em outra companhia” (MATTOS FILHO, 2019, p. 200).

<sup>38</sup> “Com o passar dos anos, importantes modificações foram feitas à Lei das Sociedades Anônimas, cresce o número de valores mobiliários adjudicados à competência da CVM, bem como sua autoridade em face dos emissores, distribuidores e investidores. Entretanto, nos simpósios e mesas redondas seguidamente discutiam-se as razões pelas quais o mercado de ações não ‘decolava’. As sugestões passavam por fatores econômicos, como a alta inflação ou a enorme taxa de juros, ambas constatações do que tendentemente afastaria o investidor do mercado da renda variável. As hipóteses perpassavam por fatores culturais. Segundo estes, o mercado seria uma característica do mundo anglo-saxão e de seus filhotes, mas não um mecanismo de aderência global etc.” (Ibidem, p. 197).



---

interesse com os acionistas, como do ponto de vista substancial, com a exigência de justificativa para a sua destituição<sup>39</sup>.

Pelo menos uma dessas medidas foi implementada parcialmente em alteração recente da Lei nº 6.404/1976. Trata-se da regra do artigo 140, § 2º, introduzida pela Lei nº 14.195/2021, que passou a exigir a participação de conselheiros independentes no conselho de administração das companhias abertas, na forma da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários<sup>40</sup>.

Essa única alteração, no entanto, não é suficiente para corrigir as externalidades negativas geradas pelo excesso de concentração de poder pelo acionista controlador.

Da mesma forma que a lei societária, desde a década de 1930, tem incentivado a concentração de poder no âmbito das companhias, cabe à própria legislação fornecer os incentivos para a sua diluição.

O mercado norte-americano fornece um bom exemplo nesse sentido. Embora atualmente a base acionária das companhias abertas norte-americanas seja, em geral, desconcentrada, o cenário nem sempre foi esse. Durante o século XIX, prevaleceram os grandes conglomerados, principalmente do setor ferroviário, quase sempre com controladores definidos<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> De modo semelhante, ao discutir as medidas necessárias para o rompimento do patrimonialismo na companhia aberta, Eduardo Secchi Munhoz afirma: “O rompimento do patrimonialismo na companhia aberta, porém, exige a efetividade dos mecanismos privados de concretização dos deveres do acionista controlador e dos administradores. Ainda que medidas estruturais fossem adotadas para reduzir o nível de concentração do poder, dadas as características das empresas brasileiras e o estágio do desenvolvimento do capitalismo no país, é forçoso reconhecer que o acionista controlador exerce, e continuará a exercer papel central. Nessa medida, vale a previsão de instrumentos fortes de controle do poder, na mesma intensidade com que tal poder se organiza e se concentra” (MUNHOZ, 2017, p. 150).

<sup>40</sup> “Art. 140. [...] § 2º Na composição do conselho de administração das companhias abertas, é obrigatória a participação de conselheiros independentes, nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários”. A questão foi regulamentada pela Resolução CVM nº 168/2022, a qual estabeleceu que o número de conselheiros independentes deve corresponder a, no mínimo, 20% do total de membros do conselho de administração da companhia aberta.

<sup>41</sup> “Tanto assim que, em 1898, as ações de emissão de companhias de estradas de ferro representavam cerca de 60% do volume negociado nas bolsas de valores dos EUA, sendo que em 1914 a proporção permanecia superior a 40%. Movimento semelhante ocorreu no Reino Unido, tendo as ferrovias causado impactos ainda mais profundos na sociedade, ao contribuir para a disseminação de uma cultura favorável à realização de investimentos privados. [...] As companhias integrantes de conglomerados recorriam às bolsas de valores norte-americanas – especialmente à NYSE – para financiar suas atividades, emitindo ações em quantidades e valores cada vez mais expressivos, o que



---

Ao longo do Século XX, no entanto, diversas leis e normas foram promulgadas nos Estados Unidos com o objetivo de desconcentrar o mercado – tanto do ponto de vista da concentração de capital, como de poder econômico – com profundos reflexos no quadro normativo do mercado financeiro (AZEVEDO, 2019, p. 716-725).

Desse modo, a desconcentração de capital no mercado norte-americano é resultado de políticas públicas movidas pela aversão à concentração do poder de controle, que tiveram como objetivo eliminar o poder econômico ou ao menos limitar os abusos por aqueles que o detinham<sup>42</sup>.

A literatura econômica reforça a relação entre a limitação de poder nas companhias e a desconcentração do capital. Quanto menor é a proteção de investidores minoritários, mais valioso será o poder de controle, em função das diversas possibilidades de apropriação de benefícios particulares que a concentração de poder propicia (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 2000, p. 13-15).

Nesse contexto, a realidade demonstra que: (i) há uma relação inversa entre o valor de mercado das companhias e a concentração acionária; e (ii) a prevalência de companhias abertas com capital concentrado no Brasil tem como uma de suas possíveis causas, justamente, a deficiência dos mecanismos de limitação e restrição da abrangência do poder de controle<sup>43</sup>.

---

impulsionou o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no período exatamente posterior ao término da Primeira Grande Guerra. Parte desses recursos, inclusive, financiava a aquisição de outras companhias, muitas vezes por meio de operações de concentração empresarial envolvendo a emissão e substituição de ações (fusões e incorporações, basicamente). Apesar da natural expansão da base acionária de ao menos uma das companhias envolvidas nessas operações (a incorporadora, por exemplo) persistia uma maior concentração do capital, inclusive em bolsa de valores. Isso porque ao empreendedor, titular da maioria das ações com direito a voto e revestido de amplos poderes – a se projetarem, inclusive, sobre as instituições políticas então existentes – era permitido empregar diversos instrumentos de autoproteção, aptos a assegurar-lhe a maximização do poder de controle exercido” (AZEVEDO, 2019, 716-717).

<sup>42</sup> “Vale dizer, esta brevíssima retrospectiva histórica da experiência norte-americana demonstra que a estrutura de controle dominante resultou não apenas de um conjunto específico de normas de regulação do mercado de valores mobiliários e proteção a investidores, mas também, de políticas públicas claramente voltadas à desconcentração do poder econômico e à limitação de abusos por parte de seu titular” (Ibidem, p. 730).

<sup>43</sup> “Como recentes estudos têm demonstrado, existe uma relação inversa entre grande concentração e valor de mercado da companhia, o que demonstra que também para a capitalização das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais a diluição acionária é fundamental. Nesse sentido, pode-se mencionar o estudo feito entre 1.301 companhias abertas de países asiáticos em desenvolvimento. No



---

No caso brasileiro, enquanto a legislação não corrige as distorções existentes na governança da companhia, o próprio mercado tem tratado de limitar o poder de controle por meio da autorregulação.

A criação dos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores teve a finalidade de fazer aquilo que a lei não fez: limitar a abrangência do poder de controle por meio de regras mais rígidas de governança corporativa<sup>44</sup>, criando as condições, dessa forma, para a diluição da base acionária das companhias abertas<sup>45</sup>.

Atualmente, é possível identificar nesses segmentos especiais de listagem, especialmente o Novo Mercado, uma tendência à dispersão de capital das companhias (GORGA, 2009, p. 502).

Conforme dados disponíveis no site da bolsa de valores<sup>46</sup>, em janeiro de 2023, as 10 (dez) companhias abertas com maior peso na composição do Índice Ibovespa e, por consequência, com maior relevância econômica na bolsa de valores eram: (i) Vale S.A.; (ii) Petróleo Brasileiro – Petrobras S.A.; (iii) Itaú Unibanco S.A. (e sua *holding*, Itausa S.A.); (iv) Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.; (v) B3 S.A. –

---

Brasil foi feito estudo utilizando a mesma metodologia do citado artigo que chegou à mesma relação inversa entre valor de mercado e grau de concentração. Finalmente, outro estudo demonstra que a dispersão do controle acionário é mais comum em países que garantem efetiva proteção a acionistas minoritários. Por outro lado, a identificação de controle concentrado parece ser mais corriqueira em ordenamentos que contam com regras frágeis de proteção aos investidores e que permitem que acionistas controladores obtenham benefícios particulares em decorrência de sua posição acionária” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 151).

<sup>44</sup> “A premissa básica que norteou a criação, em dezembro de 2000, do Novo Mercado, segmento especial de listagem da B3 destinado a empresas que se comprometessem com a adoção de padrões elevados de governança corporativa, foi que a redução da percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações. A percepção de menor risco ocorreria graças a direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a uma redução na assimetria de informações entre acionistas controladores e administradores das empresas e participantes do mercado” (FERNANDES; CULLER; PEREIRA, 2019, p. 459).

<sup>45</sup> “Na verdade, esses dados não surpreendem. A diluição de controle, como toda diluição de poder, acaba por permitir um melhor equilíbrio entre os vários interesses envolvidos pelas grandes companhias. [...] Não causa surpresa, pois, que, na realidade econômica brasileira, o aparecimento do controle gerencial incipiente venha se dando exatamente naquelas empresas interessadas em melhorar sua reputação no mercado através da melhoria de suas práticas societárias. Não por acaso, também, os casos de diluição de controle vêm se dando exatamente no Novo Mercado, em que os requisitos de transparência e ética societária são, como visto, mais rigorosos” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 151-152).

<sup>46</sup> B3 S.A. *Índice Bovespa (Ibovespa B3)*. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm). Acesso em 24/01/2023.



---

Brasil, Bolsa, Balcão; (vi) Banco Bradesco S.A.; (vii) Ambev S.A.; (viii) Banco do Brasil S.A.; (ix) WEG S.A.; e (x) Localiza Rent a Car S.A.

Dentre essas companhias, duas – Petrobras e Banco do Brasil – são sociedades de economia mista que, por definição legal, são controladas por entidade da administração pública (artigo 4º, *caput*, da Lei nº 13.303/2016). Dentre as outras 8 (oito) companhias, 4 (quatro) são companhias de capital disperso, sem controlador definido, segundo dados divulgados nos seus respectivos Formulários de Referência, disponibilizados no site da Comissão de Valores Mobiliários<sup>47</sup>.

Mesmo quando se observa um conjunto mais amplo, os dados demonstram que as companhias listadas no Novo Mercado compõem o conjunto mais relevante de companhias abertas no Brasil, tanto em termos numéricos, como principalmente em termos de valor de mercado<sup>48</sup>.

A experiência do Novo Mercado demonstra que a limitação do poder de controle traz benefícios ao funcionamento da companhia aberta e promove o aumento de seu valor de mercado. O ressurgimento das companhias abertas de capital disperso nesse segmento especial de listagem da bolsa constitui prova empírica da correlação entre a proteção do acionista minoritário e a dispersão de capital.

O ônus da correção das distorções criadas pelo excessivo poder conferido ao acionista controlador não pode, no entanto, recair exclusivamente sobre a autorregulação. É preciso que a Lei nº 6.404/1976 seja alterada para criar as condições para a limitação e, eventualmente, a eliminação da concentração acionária e do poder de controle nas companhias abertas.

Deve-se substituir o atual sistema de governança por outro mais equilibrado, que garanta a composição dos diversos interesses existentes no âmbito societário<sup>49</sup>

---

<sup>47</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Companhias*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/companhias>. Acesso em 24/01/2023.

<sup>48</sup> Nesse sentido, como resultado de constante crescimento dessas companhias ao longo dos anos, em 2018 elas representavam 52% das companhias abertas listadas na bolsa de valores, com valor de mercado significativamente superior ao das companhias abertas não listadas em segmentos especiais (FERNANDES; CULLER; PEREIRA, 2019, p. 463).

<sup>49</sup> “A diluição de controle pode vir a ser um movimento positivo para o mercado de capitais brasileiro. Trata-se de transformação dependente, em essência, de transformações históricas e estruturais na economia que, somada à elevação dos padrões éticos exigida atualmente pelo mercado, tem capacidade de transformar o mercado de capitais brasileiro, fazendo dele uma efetiva alternativa de





---

e confira protagonismo aos órgãos de administração, preservando a sua independência e natureza fiduciária.

Enquanto essa alteração estrutural não ocorrer, as companhias abertas dificilmente assumirão o papel atribuído a elas pelo legislador de 1976, isto é, de verdadeiros instrumentos de mobilização da poupança popular para o investimento em atividades produtivas<sup>50</sup>.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo analisar o processo de criação e as condições para o eventual desaparecimento do acionista controlador na companhia aberta brasileira.

Demonstrou-se, a partir da análise da bibliografia, que a concentração de capital nas companhias abertas brasileiras é fenômeno recente. Por esse motivo, nenhuma das leis societárias anteriores à Lei nº 6.404/1976 mencionavam o acionista controlador e nenhuma delas, com exceção do Decreto-Lei nº 2.627/1940, sequer empregava a expressão “controle”.

O surgimento do acionista controlador ocorreu a partir de 1930, como resultado das seguintes circunstâncias: (i) a criação, na legislação, da ação preferencial sem direito a voto, que permitiu a concentração do poder de comando em pequenos grupos de acionistas; (ii) o estabelecimento de incentivos – principalmente fiscais – para a emissão de ações preferenciais sem direito a voto pelas companhias

---

poupança para a população. Para que isso ocorra, no entanto, é necessário garantir que o sistema de controle concentrado seja substituído por um efetivo sistema societário de pesos e contrapesos, apto a garantir a recepção interna e o respeito aos vários interesses envolvidos pela sociedade” (SALOMÃO FILHO, 2019, p. 160).

<sup>50</sup> Conforme disposto na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/1976: “O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade” (BRASIL, 1976, p. 1).



---

abertas; e (iii) a implementação de políticas públicas que buscavam a concentração de poder nas companhias abertas.

A década de 1970 iniciou com uma grave crise no mercado brasileiro cuja causa foi atribuída, em grande parte, à atuação de acionistas minoritários de caráter supostamente especulador. Anos mais tarde, a Lei nº 6.404/1976 seria a primeira a reconhecer a figura do acionista controlador, garantindo a ele amplos poderes para orientar os negócios sociais e submeter os administradores à sua vontade.

A profunda concentração de poderes nas mãos do acionista controlador cria disfuncionalidades na governança da companhia, viabilizando a apropriação de benefícios particulares sobre o patrimônio social. Na lógica da Lei nº 6.404/1976, o acionista controlador é o empresário de fato e o administrador, que deveria atuar como agente fiduciário, acaba recebendo o papel de um simples preposto.

Por fim, verificou-se que, em razão de alterações promovidas pela autorregulação, que fortaleceram a proteção de acionistas minoritários, observou-se nos últimos anos uma constante desconcentração do capital das companhias abertas. Isso demonstra que, de fato, existe uma relação, já identificada pela literatura especializada, entre o aumento da proteção dos acionistas minoritários e o desaparecimento do acionista controlador.

No entanto, para que as democracias societárias se consolidem de forma definitiva, não basta que a autorregulação busque corrigir as distorções criadas pela excessiva concentração de poderes pela Lei nº 6.404/1976. É preciso que a legislação seja alterada para assegurar a distribuição de poder de forma mais equilibrada nas companhias abertas.

## REFERÊNCIAS

ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303, de 2001. In: LOBO, Jorge (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001.** Rio de Janeiro: Forense, 2002.



---

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Problemas de agência e estratégias jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier et al. (Org.). **A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional**. São Paulo: Editora Singular, 2018.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Mariana. O que é o direito societário? In: KRAAKMAN, Reinier et al. (Org.). **A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional**. São Paulo: Editora Singular, 2018.

AZEVEDO, Luís André. Estrutura de propriedade acionária da companhia listada: causas e consequências a partir da experiência norte-americana. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (Coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. 1.

B3 S.A. **Índice Bovespa** (Ibovespa B3). Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm) Acesso em 24/01/2023.

BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. A construção do Nacional-Desenvolvimentismo de Getúlio Vargas e a dinâmica de interação entre Estado e mercado nos setores de base. **Revista Economia**, Brasília, v. 7, n. 4, p. 239–275, 2006.

BRASIL. **Exposição de Motivos nº 196**, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf> Acesso em 18/06/2023.

CAMPOS, Francisco. **O Estado Nacional**. Disponível em: <http://bibliotecadigital.puc-campinas.edu.br/services/e-books/Francisco%20Campos-1.pdf> Acesso em 21/01/2023.

CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.

CARVALHO, Ney. **O encilhamento: anatomia de uma bolha brasileira**. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas, 2004.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: 4º volume, tomo II – artigos 243 a 300**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.



---

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Companhias**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/companhias> Acesso em 24/01/2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Processo CVM nº RJ2013/5993**, Colegiado, Relatora Diretora Ana Novaes, j. 31/01/2014.

COMPARATO, Fábio Konder. **A oligarquia brasileira: visão histórica**. São Paulo: Editora Contracorrente, 2017.

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

DA COSTA, Roberto Teixeira. **Valeu a pena! Mercado de capitais: passado, presente e futuro**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2018.

FERNANDES, Flavia Moura; CULLER, Lucas Matuyama; PEREIRA, Anderson Felipe Aedo. O Novo Mercado e o mercado de capitais brasileiro – uma história indissociável. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (Coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. 1.

FONSECA, Pedro Cezar Dutra. **Vargas: o capitalismo em construção – 1906-1945**. 3. ed. São Paulo: Hucitec, 2014.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, Chicago, v. 29, p. 439-554, 2009.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Sociedade anônima: poder e dominação**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 53, p. 72-80, 1984.

IANONI, Marcus. **Estado e concentração de capital no nacional-desenvolvimentismo**. Desenvolvimento em Debate, Rio de Janeiro, v.7, n.1, p.113-131, 2019.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.: pressupostos e elaboração**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Nova Iorque, v. 58, p. 3-27, 2000.



---

LASSANCE, Antonio. **Revolução nas políticas públicas:** a institucionalização das mudanças na economia, de 1930 a 1945. Estudos Históricos, Rio de Janeiro, v. 33, n. 71, p. 511-538, 2020.

LEME, Ernesto. **Das ações preferenciaes nas sociedades anonyms.** Livraria Acadêmica: São Paulo, 1933.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários.** São Paulo: FGV, 2014.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Perplexidades do mercado de valores mobiliários. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel (Coord.). **Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos:** homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. 1.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do patrimonialismo na sociedade anônima. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos.** Rio de Janeiro, Forense, 2017.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Temas de Direito Empresarial.** São Paulo: Quartier Latin, 2022.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário:** lições do Brasil. 2. ed. São Paulo: Almedina: 2021.

PASCHOAL, Maurício Negri. Uma ação, um voto: a quem cabe definir a estrutura acionária das companhias? In: PITTA, André Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). **Direito Societário e outros temas de direito empresarial aplicado.** São Paulo: Quartier Latin, 2021.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário:** eficácia e sustentabilidade. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

SIQUEIRA, Carlos Leoni R. As companhias abertas: temas a revisitar. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos.** Rio de Janeiro, Forense, 2017.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA, **CC 185702 / DF**, Segunda Seção, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. 22/06/2022

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações:** comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1953a. v. 1.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações:** comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1953b. v. 2.

