

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 33

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2023

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bon (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) – Coordenadores. Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Doutora, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMEROS: Angelo Prata de Carvalho (Doutor, UNB, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Fabrício de Souza Oliveira (Doutor, UFJF, Brasil), Fernanda Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Gerson Branco (Doutor, UFRS, Brasil), Henrique Cunha Barbosa (Doutor, INSPER, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Maíra Fajardo Linhares Pereira (Doutora, UFJF, Brasil), Marcelo Lauer Leite (Doutor, UFERSA, Brasil), Rafael Vieira de Andrade de Sá (Mestre, FGV-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Rodrigo da Guia Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Sérgio Marcos Carvalho de Ávila Negri (Doutor, UFJF, Brasil), Thalita Almeida (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Uinie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil) e Victor Willcox de Souza Rancaño Rosa (Doutor, UERJ, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 33 (julho/dezembro 2023)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

O ACIONISTA DE REFERÊNCIA E SUA QUALIFICAÇÃO JURÍDICA PARA FINS DA LEI Nº 6.404/1976: REFLEXÕES INICIAIS¹

THE SHAREHOLDER OF REFERENCE AND ITS QUALIFICATION FOR THE PURPOSES OF LAW 6,404/1976: INITIAL THOUGHTS

*Ricardo Villela Mafra Alves da Silva**

Resumo: O presente trabalho tem como objetivo examinar a qualificação jurídica do acionista de referência, figura presente em notícias e em documentos de divulgação das companhias, mas ausente na Lei nº 6.404/1976. O problema central investigado refere-se ao correto enquadramento do acionista de referência em uma das três qualificações de acionista existentes na legislação societária: (i) o controlador; (ii) o detentor de participação relevante; e (iii) o minoritário. Para esse fim, o estudo busca, em primeiro lugar, traçar as características gerais do acionista que se convencionou denominar como “de referência” e analisar as categorias de acionista existentes na Lei nº 6.404/1976. Em seguida, o artigo se debruça sobre as funções exercidas pelas diferentes qualificações da lei. Conclui-se, ao fim, que a qualificação do acionista de referência deve ser feita a partir de um viés funcional.

Palavras-chave: Acionista de referência. Qualificação do acionista. Funções da qualificação do acionista. Acionista Controlador. Acionista detentor de participação relevante. Acionista minoritário.

¹ Artigo recebido em: 17.08.2023 e aprovado em: 21.11.2023.

* 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 - UFRJ. E-mail: rmafra@vieirarezende.com.br.

Abstract: This paper aims to examine the legal qualification of the shareholder of reference, a category of shareholder that is absent in Law no. 6,404/1976, but is often mentioned in the press and disclosure documents of public corporations. The central issue to be investigated refers to the correct definition of the shareholder of reference in one of the three categories of shareholder that exist in the corporate law: (i) the controlling shareholder; (ii) the shareholder with relevant participation; and (iii) the minority shareholder. To that end, the study analyzes the general characteristics of the shareholder of reference and the categories of shareholder set forth in Law no. 6,404/1976. Afterwards, it addresses the functions of the different qualifications set forth in the law. The conclusion is that the qualification of the shareholder of reference must be performed through a functional perspective.

Keywords: Shareholder of reference. Qualification of the shareholder. Functions of the qualification of the shareholder. Controlling shareholder. Shareholder with relevant participation. Minority shareholder.

Sumário: Introdução. 1. As características gerais do chamado “acionista de referência”. 2. As qualificações possíveis: o acionista controlador, o acionista com participação relevante e o acionista minoritário. 2.1. Acionista controlador. 2.2 Acionista com participação relevante. 2.3. Acionista minoritário. 3. A qualificação jurídica do acionista de referência sob uma perspectiva funcional. 3.1. As funções da qualificação do acionista no contexto da companhia de capital disperso. 3.2. Uma proposta de qualificação funcional do acionista de referência. Conclusão.

Introdução.

O presente trabalho tem como objetivo examinar a qualificação jurídica do acionista de referência, figura presente em notícias e em do-

cumentos de divulgação das companhias, mas ausente na Lei nº 6.404/1976. O problema central a ser investigado diz respeito ao correto enquadramento do acionista de referência em uma das três qualificações de acionista existentes na legislação societária: (i) o controlador; (ii) o detentor de participação relevante; e (iii) o minoritário.

Para esse fim, o estudo foi dividido em três seções. Na primeira, buscou-se traçar as características gerais do acionista que se convencionou denominar como “de referência”. Para isso, analisou-se as menções feitas ao acionista de referência em notícias e documentos divulgados por companhias abertas, com o intuito de destacar os seus principais atributos.

A segunda seção dedicou-se ao estudo das categorias de acionista existentes na Lei nº 6.404/1976, destacando-se os elementos definidores do acionista controlador, detentor de participação relevante e minoritário.

Por fim, a terceira seção voltou-se à qualificação do acionista de referência a partir de uma perspectiva funcional. Para isso, indagou-se inicialmente a função da qualificação jurídica do acionista – debruçando-se, principalmente, sobre os efeitos decorrentes dessa qualificação – para em seguida propor a mais adequada para o acionista de referência.

Deve-se ressaltar que o assunto abordado no presente artigo é complexo e envolve discussões que não são passíveis de serem esgotadas em um único trabalho acadêmico. Portanto, as conclusões ora apresentadas devem ser encaradas como preliminares, sujeitas a aprofundamentos por pesquisas subsequentes.

O método adotado no trabalho foi o dedutivo, a partir de revisão bibliográfica.

1. As características gerais do chamado “acionista de referência”.

Como primeiro passo da tarefa de qualificar juridicamente o acionista de referência, é preciso conhecer as suas características.

Trata-se de figura não definida na legislação, surgida a partir da prática do mercado.

Um breve apanhado de notícias recentes revela uma série de menções a acionistas de referência de companhias abertas nos mais diversos contextos, como em negociações com credores,² em movimentos societários para a alteração da composição do conselho de administração³ e até mesmo em processos de privatização,⁴ apenas para citar alguns exemplos.

O acionista de referência, embora não previsto na Lei nº 6.404/1976, tem assumido protagonismo na dinâmica de diversas companhias abertas, especialmente aquelas de capital disperso, razão pela qual o seu estudo não só é justificado, como necessário.

Apesar dessa importância crescente, no entanto, não há na lei ou na doutrina uma descrição detalhada do que seria o acionista de referência. Portanto, para caracterizá-lo, é preciso buscar outras fontes.

Para os fins do presente estudo, optou-se por examinar as menções ao acionista de referência em documentos disponibilizados pelas companhias ao mercado. Na ausência de fontes mais sólidas do ponto de vista acadêmico, os materiais divulgados pelas companhias mostram-se como referenciais mais adequados, na medida em que

2 PIPELINE. *Americanas*: as reuniões de Sicupira com bancos. Acionista de referência e conselheiro da Americanas teve as primeiras conversas com credores. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/as-reunioes-de-sicupira-com-bancos.ghtml>. Acesso em: 10 ago. 2023.

3 O GLOBO. *Light*: Nelson Tanure propõe nova composição para o Conselho em meio a mudanças no comando da companhia. Empresário tem apoio dos dois outros acionistas de referência, 2023. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/negocios/noticia/2023/06/light-nelson-tanure-propoe-nova-composicao-para-o-conselho-em-meio-a-mudancas-no-comando-da-companhia.ghtml>. Acesso em: 10 ago. 2023.

4 VALOR ECONÔMICO. *Privatização da Sabesp prevê acionista de referência*, 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2023/08/01/privatizacao-da-sabesp-preve-acionista-de-referencia.ghtml>. Acesso em: 10 ago. de 2023.

refletem a visão do próprio mercado sobre o novo fenômeno que se apresenta.

Para isso, realizou-se pesquisa por meio de mecanismos de busca no site da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) a partir da expressão “acionista de referência”.

A pesquisa apresentou trinta resultados, identificando-se menções a acionistas de referência em documentos diversos, como em atas de assembleia geral e reunião de conselho de administração, documentos da administração, fatos relevantes, apresentações ao mercado e documentos da própria CVM.

Percebe-se que, embora o número de resultados encontrados não tenha sido significativo, o conceito tem sido efetivamente utilizado por agentes do mercado e pelo próprio regulador.

Desses resultados, selecionou-se oito documentos nos quais foi possível verificar algum tipo de descrição do acionista designado como “de referência”. Os resultados dessa busca encontram-se dispostos no Apêndice I ao presente trabalho. Não se trata de levantamento exaustivo ou sistemático, mas sim de caráter meramente exploratório, com o objetivo de evidenciar os principais atributos dessa categoria de acionista.

A partir da busca, foi possível verificar que as menções a “acionista de referência” – nos documentos que se propuseram a descrevê-lo – diziam respeito, em geral, a acionista que: (i) não possui a maioria do capital votante, mas detém participação relevante; (ii) possui o poder de influenciar a gestão dos negócios sociais e efetivamente exerce tal poder; (iii) é o principal acionista com direito a voto da companhia, em termos de participação societária, nas companhias com capital disperso; e (iv) possui estratégia de investimento na companhia de longo prazo.

Portanto, como definição preliminar do conceito de acionista de referência, pode-se afirmar que ele se caracteriza como o acionista que, na ausência de um acionista controlador majoritário, é capaz de

intervir na orientação dos negócios sociais e efetivamente participa na tomada de decisões estratégicas e administrativas da companhia, por meio do exercício de direitos de sócio advindos de participação relevante, mas não majoritária, no capital votante.

2. As qualificações possíveis: o acionista controlador, o acionista com participação relevante e o acionista minoritário.

Para a correta qualificação jurídica do acionista de referência, não basta descrevê-lo. É preciso enquadrá-lo em uma das figuras jurídicas previstas na Lei nº 6.404/1976. Nesse contexto, a lei estabelece três tipos de acionista: (i) o acionista controlador; (ii) o acionista com participação relevante; e (iii) o acionista minoritário.

Cada uma dessas categorias será estudada e definida a partir dos dispositivos legais aplicáveis e de sua interpretação pela doutrina.

2.1. Acionista controlador.

A Lei nº 6.404/1976 emprega duas definições de acionista controlador. A principal está disposta no artigo 116, *caput*, que define acionista controlador como a pessoa ou o grupo vinculado por acordo ou controle comum que, cumulativamente: (i) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem a preponderância nas deliberações assembleares e a capacidade de eleger a maioria dos administradores de forma permanente; e (ii) utilize efetivamente seu poder para dirigir as atividades da companhia e orientar o funcionamento de seus órgãos.⁵

5 “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

A outra definição é fornecida pelo artigo 243, § 2º, da Lei nº 6.404/1976, o qual determina que se considera sociedade controladora aquela que, “diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

As duas definições possuem em comum a exigência de que o acionista controlador possua direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a preponderância nas assembleias gerais e o poder de eleger a maioria dos administradores. A expressão “direitos de sócio” abrange não só o direito de voto decorrente da titularidade de ações votantes, mas também do usufruto de ações.⁶ O requisito da permanência, por sua vez, tem sido interpretado como a preponderância do acionista em pelo menos três assembleias consecutivas, com base na atualmente revogada Resolução nº 401/1976 do Conselho Monetário Nacional.⁷

Interessante notar que a referida resolução utilizava o critério da preponderância em três assembleias seguidas para definir a figura do acionista controlador nas companhias em que o controle “é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social”.⁸

Desse modo, dada a ausência de uma participação mínima para a caracterização do controle acionário, torna-se possível vislum-

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”.

6 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Órgãos sociais. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 592.

7 *Ibidem*. p. 593; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada* – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1. p. 669.

8 Item IV da Resolução nº 401/1976 do Conselho Monetário Nacional.

brar, ao menos em tese, a existência de um acionista controlador minoritário, contanto que se demonstre a titularidade de direitos de sócio que lhe garantam a preponderância nas assembleias e o poder de eleger a maioria dos administradores de forma permanente.⁹

Para Fabio Konder Comparato, a exigência da preponderância permanente nas decisões das assembleias gerais e nas eleições do conselho de administração serve, justamente, para qualificar o controle minoritário.¹⁰

Em sentido contrário, no entanto, a CVM já decidiu que a prevalência do acionista minoritário nas assembleias se dá por “questões fáticas”, não sendo suficiente para a caracterização do controle.¹¹

A diferença entre as definições de acionista controlador dispostas no artigo 116, *caput*, e do artigo 243, § 2º, da Lei nº 6.404/1976, refere-se ao requisito do efetivo uso do poder para dirigir as ativida-

9 “O legislador optou por não exigir a propriedade de percentual mínimo de ações votantes para caracterizar a figura do acionista controlador. Assim, deve ser examinada cada situação em particular para que possa ser detectado quem é o titular do controle acionário” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada – Arts. 1º a 120...* Op. cit. p. 668).

10 COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005. p. 87.

11 Vide, nesse sentido, o seguinte trecho do voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo nº RJ 2005/4069: “Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissivo nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea ‘a’ do art. 116, embora preencha o da alínea ‘b’. Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115)” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo nº RJ 2005/4069. Relator: Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Cidade, 11 abri. 2006).

des da companhia, presente na primeira definição,¹² mas ausente na segunda.

Segundo Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores intelectuais da lei societária, a distinção justifica-se porque, no caso de controle detido por pessoa jurídica, o seu efetivo exercício pode ser presumido, “já que a sociedade existe para realizar o seu objeto”.¹³

A distinção pode ser explicada ainda pelas funções que as duas exercem na lei societária. A definição do artigo 116, *caput*, estabelece o polo de imputação de determinados deveres e responsabilidades decorrentes da efetiva orientação dos negócios sociais.¹⁴ A definição do artigo 243, § 2º, por sua vez, serve como referência para a

12 “A expressão ‘efetivamente’ utilizada pelo legislador demonstra que a definição de acionista controlador adotada pela lei está relacionada ao uso do poder de controle. Trata-se de uma definição centrada na realidade material, visto que apenas pode ser considerado como controlador aquele que, além de deter a maioria dos votos nas assembleias gerais e eleger a maioria dos administradores, utiliza essa maioria para comandar a sociedade” (FUCCI, Ana Luisa; GUERREIRO, Claudio; HANSZMANN, Felipe. Breve comparação entre a responsabilidade do acionista controlador no Brasil e na Inglaterra. *In: Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin: 2021. p. 148).

13 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Op. Cit.*, p. 607. Em sentido contrário, Nelson Eizirik sustenta que a definição de sociedade controladora disposta no artigo 243, § 2º, da lei societária, deve ser interpretada à luz do artigo 116, *caput*, exigindo-se, desse modo, o uso efetivo do poder de controle (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada – Arts. 189 a 300*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. p. 340-341).

14 “O artigo 116 da LSA reconhece a existência do acionista controlador como cargo da estrutura da companhia e prescreve a seu ocupante, ainda que não exerça cargo administrativo, comportamento que compreende, segundo a enumeração das modalidades de abuso do poder de controle constante do § 1º do artigo 117, os seguintes deveres [...]” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Op. Cit.*, p. 607). No mesmo sentido, trabalho anterior dos mesmos autores: “Assim, reconheceu, com status específico, a figura do controlador, isto é, a pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, que detém o poder majoritário nas assembleias gerais e usa esse poder para geri-las, diretamente ou por intermédio de administradores que elegem. Esse acionista, ou grupo de acionistas – do qual depende, em grande parte, a sorte da empresa – responde pelos atos praticados com abuso de poder” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos e elaboração*. Rio de Janeiro: Renovar, 1995. p. 187).

imposição de determinadas obrigações quanto à contabilização dos investimentos em companhias controladas.

A partir desse breve apanhado, verifica-se que o acionista controlador é aquele que preenche os requisitos do artigo 116, *caput*, ou do artigo 243, § 2º, conforme o caso, ambos da Lei nº 6.404/1976, admitindo-se, em tese, a depender das circunstâncias fáticas, a existência de um acionista controlador minoritário.

2.2. Acionista com participação relevante.

O conceito de acionista com participação relevante não existe de forma expressa na Lei nº 6.404/1976, mas pode ser extraído de duas fontes: (i) do artigo 116-A; e (ii) das regras que se fundamentam na coligação societária.

Com relação ao artigo 116-A, impõe-se ao acionista controlador e aos acionistas que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal o dever de informar à CVM e ao mercado as modificações em sua posição acionária.

Esse dispositivo foi introduzido pela Lei nº 10.303/2001 e teve como objetivo conferir mais transparência ao mercado de valores mobiliários, positivando regras de divulgação que já existiam na regulação e autorregulação.¹⁵ Além disso, a regra exerce papel na prevenção da negociação mediante o uso da informação privilegiada, razão pela qual os acionistas que elegem administradores, e não apenas controladores, foram indicados como pessoas obrigadas pelo dever de informar.¹⁶

Quanto à coligação societária, o conceito traduz “uma situa-

15 CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 207-209.

16 EIZIRIK, Nelson., *Op. Cit.*, p. 345.

ção intermediária entre (i) a simples participação de uma sociedade no capital social de outra e (ii) a titularidade do poder de controle”.¹⁷

A coligação é utilizada para: (i) qualificar item específico do dever de informar do administrador (artigo 157, § 1º, “c”, da Lei nº 6.404/1976); (ii) impor determinados requisitos de divulgação no relatório anual da administração (artigo 243 da Lei nº 6.404/1976) e em notas explicativas das demonstrações financeiras (artigo 247 da Lei nº 6.404/1976); (iii) proibir práticas dos administradores que visem a favorecer afiliadas da companhia (artigo 245 da Lei nº 6.404/1976); e (iv) estabelecer critério específico para avaliação (método de equivalência patrimonial) de participações em sociedades que se qualifiquem como sociedade coligada (artigo 248 da Lei nº 6.404/1976).

Na redação original da Lei nº 6.404/1976, a coligação era aferida de duas formas distintas: (i) para os fins do artigo 243 (prestação de informações sobre coligadas no relatório da administração), o critério era objetivo, sendo a coligação caracterizada pela participação de 10% (dez por cento) ou mais no capital social de uma companhia em outra, sem controlá-la;¹⁸ e (ii) para fins de avaliação do investimento, considerava-se coligada de uma companhia a sociedade na qual houvesse influência sobre a administração, ou em que a companhia participasse com 20% (vinte por cento) ou mais do capital social.

Com as alterações promovidas pela Lei nº 11.941/2009, que tiveram como um de seus objetivos aproximar a Lei nº 6.404/1976 das normas contábeis,¹⁹ a definição de sociedade coligada passou a obe-

17 VIO, Daniel de Avila. *Grupos societários*: ensaio sobre os grupos de subordinação, de direito e de fato, no direito societário brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 208.

18 Vide redação original deste dispositivo: “São coligadas as sociedades quando uma participa, com 10% (dez por cento) ou mais, do capital da outra, sem controlá-la”.

19 “Por seu turno, a Lei 11.941/2009, conversão da Medida Provisória 449/2008, que tem por objetivo alterar a legislação tributária federal com vistas à adequação da mesma às novas regras contábeis vigentes, também foi editada com a finalidade de contribuir para a harmonização entre as regras contábeis nacionais àquelas adotadas em nível internacional, objetivo que se encontra claramente registrado na Exposição de Motivos da Medida Provisória 449/2008”

decer a um critério único: são coligadas “as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa” (artigo 243, § 1º, da Lei nº 6.404/1976), presumindo-se influência significativa “quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la” (artigo 243, § 5º, da Lei nº 6.404/1976).

Atualmente, portanto, a coligação é definida a partir de um conceito aberto, havendo presunção da existência de coligação no caso de a investidora deter 20% ou mais do capital votante, sem controlá-la. A configuração de uma investida como sociedade coligada, portanto, passa a depender de um exame da estrutura interna de poder desta sociedade.²⁰

Embora o conceito de influência significativa seja aberto, a Lei nº 11.941/2009 estabeleceu contornos para a sua definição por meio da adição do § 4º ao artigo 243 da Lei nº 6.404/1976. Este dispositivo determina que haverá “influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la”.

Na medida em que a Lei nº 6.404/1976 não define como a influência significativa deve se exercida, presume-se que ela não dependa de forma jurídica específica ou da existência de determinados direitos. A existência de influência significativa é questão casuística, que deve ser examinada à luz do caso concreto.

O acionista com participação relevante, desse modo, é aquele que, embora não detenha o controle societário, é capaz de eleger ad-

(GUERREIRO, Cláudio José Gonçalves; ROSARIO, Luiza Damasio Ribeiro do. A alteração da lei das S.A. e o conceito de sociedade coligada. In: ROCHA, Sergio André (Coord.). *Direito Tributário, Societário e a Reforma da Lei das S/A – Alterações das Leis nº 11.638/07 e 11.941/09*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 110-111).

20 FRANÇA, Erasmo Valladão A. de N.; ADAMEK, Marcelo Vieira von. O novo conceito de sociedade coligada na lei acionária brasileira. In: ESTEVEZ, André Fernandes; JOBIM, Marcio Felix. *Estudos de direito empresarial: Homenagem aos 50 anos de docência do Professor Peter Walter Ashton*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 369-370.

ministradores e exercer influência significativa nas decisões estratégicas da companhia, presumindo-se tal influência no caso de participação igual ou superior a 20% no capital votante.

2.3. Acionista minoritário.

O acionista minoritário não é definido de forma detalhada pela Lei nº 6.404/1976, embora ele seja mencionado em diversos dispositivos.²¹

As menções ao acionista minoritário buscam, em alguns casos, contrapô-lo ao acionista controlador, como ocorre no artigo 109, § 3º, que permite ao estatuto social estabelecer que as divergências entre acionistas controladores e minoritários serão solucionadas por arbitragem.²²

Outros dispositivos buscam proteger o acionista minoritário de atos do acionista controlador, como o artigo 117, § 1º, “a” e “c”.²³ Há ainda os dispositivos que estabelecem proteções ao acionista minoritário contra decisões tomadas pela maioria, como no caso do artigo 202, § 1º,²⁴ e 215, § 2º.²⁵

21 Cita-se como exemplos os artigos 109, § 3º, 117, § 1º, “a” e “c”, 161, § 4º, “a”, 202, § 1º, 215, § 2º, 254-A, § 4º, e 276, *caput*, §1º e 2º, todos da Lei nº 6.404/1976.

22 “Art. 109. [...] § 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”.

23 “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; [...] c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia”.

24 “Art. 202. [...] § 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro

Identifica-se, ainda, regras que mencionam o acionista minoritário para lhe garantir direitos políticos ou econômicos especiais, como no caso do artigo 161, § 4º, “a”,²⁶ e 254-A, § 4º,²⁷ respectivamente.

Por fim, o artigo 276 estabelece proteções aos acionistas minoritários no contexto de grupo de sociedades, fornecendo uma definição tímida do termo no § 1º, considerando como acionista minoritário todos os sócios da filiada, com exceção da sociedade de comando e demais filiadas do grupo.²⁸ Por ser uma definição específica, aplicável apenas no contexto de companhias pertencentes a grupos de direito, ela não serve para qualificar o acionista minoritário de forma geral.

Diante da ausência de definição de acionista minoritário na Lei nº 6.404/1976, a doutrina tratou de qualificá-lo como o acionista

ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria”.

25 “Art. 215. [...] § 2º Provado pelo acionista dissidente (artigo 216, § 2º) que as condições especiais de partilha visaram a favorecer a maioria, em detrimento da parcela que lhe tocara, se inexistissem tais condições, será a partilha suspensa, se não consumada, ou, se já consumada, os acionistas majoritários indenizarão os minoritários pelos prejuízos apurados”.

26 “Art. 161. [...] § 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas: a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto”.

27 “Art. 254-A. [...] § 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle”.

28 “Art. 276. A combinação de recursos e esforços, a subordinação dos interesses de uma sociedade aos de outra, ou do grupo, e a participação em custos, receitas ou resultados de atividades ou empreendimentos somente poderão ser opostos aos sócios minoritários das sociedades filiadas nos termos da convenção do grupo. § 1º Consideram-se minoritários, para os efeitos deste artigo, todos os sócios da filiada, com exceção da sociedade de comando e das demais filiadas do grupo. § 2º A distribuição de custos, receitas e resultados e as compensações entre sociedades, previstas na convenção do grupo, deverão ser determinadas e registradas no balanço de cada exercício social das sociedades interessadas”.

não-controlador que, independentemente de sua participação societária (que pode eventualmente abranger a maior parte do capital social),²⁹ contrapõe-se ao controlador, de tal modo que a caracterização do acionista como minoritário está relacionada à sua posição jurídica subjetiva frente aos demais sócios.³⁰

A partir dessa definição, admite-se a existência de um acionista minoritário mesmo na ausência de um acionista controlador majoritário, bastando, para esse fim, que o acionista esteja sujeito ao comando exercido por outros.³¹

Portanto, o acionista minoritário mencionado em diversos dispositivos da Lei nº 6.404/1976 é aquele que se sujeita ao comando de outro acionista ou grupo de acionistas, que pode se apresentar como controlador ou de participação relevante. No contexto dessa definição, para identificar um grupo de acionistas como “minoritário”, bastaria que fosse possível identificar outro como “não minoritário” (podendo este último ser controlador ou detentor de participação relevante).³²

29 “Hoje, na sociedade moderna, nem todos os acionistas têm direito a voto, e o conceito de ‘maioria’ se refere ao maior volume das ações com voto. Como a imensa maioria dos acionistas detém ações sem voto – podendo no caso da lei brasileira esse número atingir 2/3 [atualmente, metade] do capital social somente em ações preferenciais –, bem de ver que a maioria absoluta da sociedade não tem acesso, sequer, às disputas de controle” (REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 179).

30 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário (abuso das posições subjetivas minoritárias)*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2010. p. 44.

31 Loc. cit. No mesmo sentido, traçando a distinção entre acionista controlador e minoritário a partir de uma relação de comando, confira-se: “A diversidade de funções entre a maioria e minoria resulta, em verdade, das intenções dos prestadores de capital, entre os quais distinguem aqueles que visam a instituir, comandar e dirigir a empresa, orientando-a para fins pré-ordenados segundo um planejamento próprio, e aqueles que, confiando no empreendimento, nele aplicam suas poupanças, sob a forma de investimentos mobiliários, animados pela expectativa de lucratividade regular, que lhes remunere e aumente o capital empregado, com segurança e liquidez variáveis” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Jurídica José Buschatsky, 1979. p. 293).

32 Uma constatação importante, decorrente da qualificação do acionista minoritário a partir de

Dentro desse quadro teórico, fica claro que, na ausência de controle, o acionista de referência não pode ser qualificado como acionista minoritário. Ao contrário, na presença de um acionista de referência, os demais poderão ser, ao menos em tese, qualificados como acionistas minoritários, dada a sua posição subjetiva frente a esse sócio com maior influência na governança da companhia.

Resta a dúvida, no entanto, se o acionista de referência deve ser qualificado como acionista controlador ou acionista com participação relevante. A resposta a essa questão depende da compreensão acerca das funções que essas qualificações exercem no sistema de pesos e contrapesos criado pela lei societária.

3. A qualificação jurídica do acionista de referência sob uma perspectiva funcional.

A qualificação jurídica do acionista de referência não pode ser feita sem levar-se em consideração a função exercida pela qualificação dos acionistas no contexto do sistema de direitos e deveres estabelecidos pela legislação societária.

A presente seção buscará demonstrar que a qualificação do acionista como controlador, detentor de participação relevante ou minoritário exerce funções específicas na Lei nº 6.404/1976, ora estabelecendo proteções ao acionista minoritário, ora estabelecendo deveres ou certas prerrogativas ao acionista controlador ou detentor de participação relevante.

3.1. As funções da qualificação do acionista no contexto da companhia de capital disperso.

sua posição subjetiva de sujeição, é que o acionista detentor de participação relevante pode, diante do acionista controlador, qualificar-se também como acionista minoritário para os fins da Lei nº 6.404/1976.

Em um dos mais completos estudos sobre a dispersão acionária nas companhias brasileiras, Erik Oioli sustenta que, embora a Lei nº 6.404/1976 tenha sido estruturada em torno da figura do acionista controlador, a dispersão do capital altera o foco das relações de agência para a contraposição entre acionistas e administradores, exigindo nova perspectiva sobre os direitos dos acionistas.³³

Na companhia de capital disperso, a necessidade de monitoramento deixa de recair sobre a conduta do acionista controlador, passando a incidir sobre a administração da companhia.³⁴

Ao sistematizar os direitos dos acionistas, Erik Oioli os divide em três grupos: (i) direitos patrimoniais; (ii) direitos de fiscalização *lato sensu*; e (iii) direitos de saída. Os direitos patrimoniais dizem respeito a direitos econômicos, como o recebimento de dividendos, participação na liquidação do ativo, direito de preferência na subscrição de ações e valores mobiliários, dentre outros. Os direitos de fiscalização *lato sensu*, por outro lado, abrangem os mecanismos de fiscalização à disposição dos acionistas para que eles protejam os seus direitos patrimoniais, como o direito ao voto, à participação nas assembleias, à fiscalização da administração e impugnação de suas decisões e à informação. Por fim, os direitos de saída são aqueles que permitem aos acionistas vender ou liquidar a sua participação societária em algumas situações, como no caso do direito de retirada.³⁵

Tomando-se essas premissas, pode-se afirmar que, no sistema disposto na Lei nº 6.404/1976, a qualificação do acionista – seja ele o controlador, detentor de participação relevante ou minoritário – tem como função geral estabelecer, para cada um deles, um conjunto de direitos e deveres. Tais direitos e deveres se traduzem em instrumen-

33 OIOLI, Erik Frederico. *A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2013. p. 98-102.

34 *Ibidem*. p. 101.

35 *Ibidem*. p. 125-126.

tos de proteção do acionista minoritário, que pode exercê-los para evitar a dilapidação ou expropriação de seus direitos patrimoniais.

Tal como ocorre com os direitos dos acionistas, as funções da qualificação do acionista na lei societária podem ser divididas em grupos, a depender da sua finalidade. Para fins do presente estudo, propõe-se a divisão em três grupos.

O primeiro grupo inclui os mecanismos afeitos à função protetiva da qualificação do acionista, que incidem exclusivamente sobre a figura do acionista controlador. Trata-se, aqui, de dispositivos que utilizam o conceito de acionista controlador para estabelecer regras protetivas aos demais acionistas. Incluem-se nessa categoria os artigos 116, parágrafo único, e 117 da Lei nº 6.404/1976, que estabelecem vedações e normas de conduta ao acionista controlador, e os artigos 4º, §§ 4º e 6º, e 254-A, da lei societária, que fornecem mecanismos de liquidez para os acionistas minoritários.³⁶

O segundo grupo abrange as regras relativas à função de garantia de participação na administração, que buscam assegurar o direito do acionista minoritário de eleger administradores e fiscalizar a sua atuação. Destacam-se, nesse sentido, o direito de eleger membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal em votação separada, sem a presença do controlador (artigos 141, § 4º, e 161, § 4º, respectivamente, da lei societária).³⁷ Tais direitos giram em torno da definição de acionista controlador e de acionista minoritário.

36 O artigo 137 da Lei nº 6.404/1976, embora forneça um direito de liquidez ao acionista, foi deixado de fora em função de não depender, para fins de sua aplicação, da qualificação de um determinado acionista ou grupo de acionistas. O mesmo pode ser dito em relação aos demais dispositivos da lei que definem hipóteses de exercício do direito de retirada, como os artigos 110-A, § 2º (criação de classe de ação ordinária com voto plural), 136-A (inserção de cláusula compromissória no estatuto), 221 (transformação da sociedade), 223, § 4º (reorganização societária envolvendo companhia aberta em que a sociedade resultante não seja companhia aberta e não abra seu capital em 120 dias), 256, § 2º (aprovação de aquisição de controle de sociedade empresária por valor relevante) e 264, § 3º (quanto ao recebimento do valor do reembolso nas reorganizações societárias entre companhia controlada e controladora).

37 O direito de exigir a adoção do voto múltiplo (artigo 141 da Lei nº 6.404/1976) não foi

Por fim, o terceiro grupo abarca a função de transparência. Cuida-se, nesse caso, de regras que, a partir da qualificação do acionista, criam meios de dar visibilidade a determinadas informações, como no caso da contabilização de participações de controle e coligação (artigo 243 da Lei nº 6.404/1976) e da compra e venda de participações relevantes (artigo 116-A). Essas regras aplicam-se a partir da definição de acionista controlador e de acionista com participação relevante.

Com base na classificação proposta acima, a questão sobre a qualificação do acionista de referência no sistema estabelecido pela Lei nº 6.404/1976 deve ser endereçada a partir de uma reformulação de seus termos: qual seria a função pretendida da qualificação desse acionista como controlador ou detentor de participação relevante?

Como se viu, dentro do quadro teórico proposto por Erik Oio-li, pode-se afirmar que, originalmente, a função primordial da qualificação do acionista como controlador seria a ativação de mecanismos de proteção do acionista minoritário, decorrentes principalmente de direitos de fiscalização e saída. No caso da qualificação do acionista detentor de participação relevante, as funções protetiva e fiscalizatória esvaziam-se, restando apenas a ativação de alguns instrumentos de transparência.

Há que se perguntar, portanto, se na ausência de um acionista majoritário, mas diante de um acionista de referência, o acionista minoritário precisa, para a preservação dos direitos patrimoniais que lhe cabem, acionar os meios que lhe foram conferidos pela lei como proteção contra a expropriação pelo controlador.

3.2. Uma proposta de qualificação funcional do acionista de referência.

Com base em tudo o que foi exposto até o momento, pode-se

incluído nesse grupo, pois o seu exercício independe da presença de um acionista controlador ou detentor de participação relevante.

afirmar que o acionista de referência deve ser qualificado, a princípio, como acionista detentor de participação relevante, na medida em que ele agrega todas as características dessa categoria, principalmente a influência significativa.

No entanto, nada impede que o acionista de referência seja qualificado como acionista controlador nas hipóteses em que, diante das circunstâncias do caso concreto, seja necessário acionar algum dos mecanismos de proteção e de participação fornecidos pela Lei nº 6.404/1976 ao acionista minoritário para evitar a dilapidação de seus direitos patrimoniais.

A qualificação do acionista de referência, nesse contexto, deve ser realizada à luz das funções atribuídas pela Lei nº 6.404/1976. Tem-se, assim, uma qualificação fluída, que se amolda às circunstâncias do caso concreto para assegurar o correto funcionamento do sistema de pesos e contrapesos da legislação societária.³⁸

Cumprido, então, examinar o impacto de cada uma das funções sobre a qualificação do acionista de referência.

Quanto à função protetiva, parte da doutrina entende que, seja para fins dos artigos 116 e 117, seja para fins do artigo 254-A, o acionista não-majoritário pode ser considerado controlador.³⁹ Por serem idênticos os fundamentos, a mesma conclusão poderia ser estendida à garantia de liquidez presente no artigo 4º, §§ 4º e 6º, da Lei nº 6.404/1976.

Desse modo, ainda que não seja consenso na doutrina e juris-

38 Um exemplo dessa qualificação fluída pode ser encontrado no artigo 37, § 1º, do Regulamento do Novo Mercado da B3, no qual controle é definido, para fins da oferta pública no caso de sua alienação, da seguinte forma: “entende-se por controle e seus termos correlatos o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida”.

39 Por todos, vide TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares., *Op. Cit.*, p. 296.

prudência que o acionista não majoritário possa ser responsabilizado como acionista controlador, ou que a venda de suas ações esteja sujeita à obrigatoriedade da realização de uma oferta pública de aquisição, reputa-se teoricamente possível que o acionista de referência seja considerado como controlador nessas hipóteses, desde que demonstrada, concretamente, a sua preponderância permanente nas decisões das assembleias gerais e eleições dos administradores.⁴⁰

Em relação à função de garantia de participação na administração, a questão se torna mais desafiadora.

No conselho de administração, o acionista minoritário (da companhia aberta) possui dois mecanismos à sua disposição: (i) exigência de eleição pelo sistema do voto múltiplo, nos termos do artigo 141, *caput*, da lei societária; e (ii) eleição de membros do conselho de administração em votação em separado nas companhias abertas, nos termos do artigo 141, § 4º, da mesma lei.

A adoção do voto múltiplo pode ser requerida por qualquer acionista ou grupo de acionistas que detenha ações que representem ao menos 10% do capital social votante. O exercício de tal direito, portanto, independe da qualificação do acionista ou da existência de um acionista controlador. O direito de eleição de membros do conselho de administração em votação em separado, por outro lado, pressupõe a existência de um acionista controlador.⁴¹

A CVM já se manifestou, por meio da sua Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), que a eleição em votação em sepa-

40 “Sendo o controle minoritário um controle de fato, sua caracterização ou não carrega consigo uma grande carga de insegurança jurídica. Isto tem levado autores a verdadeiros malabarismos hermenêuticos para construção de interpretações convincentes acerca da não aplicação do artigo 254-A às transferências de controle diluído. [...] A despeito das discussões acima, entende-se que a redação do artigo 254-A não autoriza conclusão outra que não a sua aplicabilidade às operações envolvendo a alienação de controle diluído” (OIOLI, Erik Frederico, *Op. Cit.* p. 295-296).

41 O artigo 141, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 determina que a eleição deve ser realizada em votação separada, “excluído o acionista controlador”.

rado de membros do conselho de administração não deve ocorrer em companhias sem acionista controlador.⁴²

Viu-se, contudo, que o acionista não majoritário pode, em determinadas circunstâncias, ser qualificado como acionista controlador, caso demonstrada a sua preponderância permanente nas decisões da assembleia geral e na eleição dos administradores. Portanto, nada impede que o acionista de referência seja qualificado como acionista controlador para fins do artigo 141, § 4º, da Lei nº 6.404/1976.

Quanto à eleição em separado de membros do conselho fiscal, o artigo 161, § 4º, “a”, da Lei nº 6.404/1976, enumera os seguintes grupos que poderiam exercer esse direito: (i) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito; e (ii) os acionistas minoritários, desde que representem 10% ou mais das ações com direito a voto.⁴³

Ao se deparar com a questão, a CVM se manifestou, por meio da SEP, que a ausência de um acionista controlador afasta o direito de representação dos acionistas minoritários no conselho fiscal, pois, segundo a decisão, a qualificação do acionista como minoritário depende da existência de um controlador.⁴⁴

42 “Em companhias sem controlador não ocorre o processo de votação em separado, prevista no art. 141, §4º, da Lei nº 6.404/1976; assim, o voto múltiplo permite que acionistas que não formem acordos com outros acionistas tenham chances de eleger conselheiros na proporção da sua participação acionária” (Parágrafo 53 do Relatório nº 69/2018-CVM/SEP/GEA-2, no Processo Administrativo nº 19957.003630/2018-01).

43 “Art. 161. § 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas: a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto”.

44 “Ademais, parece-nos não encontrar respaldo na legislação a tese apresentada no sentido de que poderia haver uma eleição em separado de acionistas ordinários minoritários, mesmo sem que se configurasse a existência de um acionista controlador. Embora realmente não haja na Lei das Sociedades Anônimas uma definição clara de acionista minoritário, ao contrário da

A decisão, no entanto, não parece ser a mais adequada. Como se viu anteriormente, parte relevante da doutrina entende que a qualificação do acionista como minoritário não é pautada em fatores objetivos, como a existência de um acionista controlador, mas sim na sua posição subjetiva de sujeição ao comando de outros acionistas.

Nesse contexto, a presença de um acionista de referência – ainda que ele não seja considerado, para fins da lei societária, como acionista controlador – já justificaria a ativação do direito à eleição em votação em separado de membro do conselho fiscal pelos acionistas minoritários que atendam ao critério do artigo 161, § 4º, “a”, da Lei nº 6.404/1976.

Essa conclusão é respaldada pela redação do artigo 161, § 4º, “b”, da Lei nº 6.404/1976, que garante “aos *demais acionistas* com direito a voto” – e não necessariamente ao acionista controlador, que pode não existir no caso – o direito de eleger a maioria dos membros do conselho fiscal.⁴⁵

Ressalta-se que a constatação exposta acima é relevante, especialmente, em função das conclusões de Erik Oioli, no sentido de que, na ausência de um acionista controlador, o conselho fiscal assu-

definição de acionista controlador, que se encontra do art. 116, não me parece que a Lei identifique acionista minoritário como aqueles que, nas palavras do Requerente, ‘são contrapostos à maioria e não ao acionista controlador’. Se essa fosse a melhor interpretação para o que a Lei chama de acionista minoritário no caso de companhias sem controle definido, em cada deliberação se formaria um novo grupo identificado como ‘minoritários’, já que a oposição à maioria poderia recair sobre qualquer acionista, dependendo de seu voto em determinada deliberação” (Parágrafos 40 a 42 do Relatório nº 41/2022-CVM/SEP/GEA-3, no Processo Administrativo nº 19957.003175/2022-11).

45 “Art. 161. § 4º b) ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea a, mais um”. Nota-se ainda que a redação do artigo 161, § 4º, “a”, da Lei nº 6.404/1976, utiliza a expressão “votação em separado”, sem mencionar o acionista controlador, diferentemente do artigo 141, § 4º, da mesma lei, que utiliza a mesma expressão, complementada por outra: “excluído o acionista controlador”. Logo, em nenhum momento o artigo 161, § 4º, exige ou pressupõe a existência de um acionista controlador.

me papel central na mitigação dos conflitos de agência que podem surgir no âmbito de uma companhia sem controle definido.⁴⁶

Por fim, com relação à função de transparência, viu-se que a obrigação de divulgação do artigo 116-A da Lei nº 6.404/1976 aplica-se de forma idêntica ao acionista controlador e ao acionista detentor de participação relevante, de modo que, para fins dessa regra, a qualificação do acionista de referência não é particularmente importante.

Quanto à regra do artigo 243 da lei societária, viu-se que o § 2º do dispositivo emprega, essencialmente, a mesma definição de acionista controlador do artigo 116, *caput*, com exceção do requisito de efetivo uso do poder. Portanto, também nesse caso o acionista de referência pode, em tese, ser qualificado como acionista controlador, desde que seja demonstrada a sua preponderância permanente nas decisões da assembleia geral e na eleição da maioria dos administradores.

Conclusão.

O presente trabalho teve como objetivo examinar a qualificação jurídica do acionista de referência à luz da Lei nº 6.404/1976. O problema central investigado referiu-se ao correto enquadramento do acionista de referência em uma das três qualificações de acionista existentes na legislação societária: (i) o controlador; (ii) o detentor de participação relevante; e (iii) o minoritário.

Como primeiro passo da análise, buscou-se traçar as principais características do acionista de referência a partir de documentos de divulgação das companhias abertas, constatando-se que esse acio-

46 “Ainda, na ausência da figura do poder de controle e diante do potencial de expropriação de valores da companhia pelos administradores, o Conselho Fiscal, dentro de suas limitações, pode e deve (cf. artigos 163, IV, 165 c/c 154 e 165, § 1º, da LSA) ser um importante protetor do interesse social” (OIOLI, Erik Frederico., *Op. Cit.* p. 352).

nista era geralmente descrito como aquele que: (i) não possui a maioria do capital votante, mas detém participação relevante; (ii) possui o poder de influenciar na gestão dos negócios sociais e efetivamente exerce tal poder; (iii) é o principal acionista com direito a voto da companhia, em termos de participação societária, nas companhias com capital disperso; e (iv) possui estratégia de investimento na companhia de longo prazo.

Em seguida, o estudo voltou-se para as categorias expressamente previstas na Lei nº 6.404/1976. Demonstrou-se que o acionista controlador é aquele que, por meio dos seus direitos de sócio, é capaz de preponderar de forma permanente nas deliberações assembleares e na eleição da maioria dos administradores. Não obstante posições contrárias, parte relevante da doutrina entende que mesmo o acionista não majoritário (detentor de menos da metade do capital social votante) poderia ser qualificado como controlador, caso demonstrada a sua preponderância permanente frente aos demais acionistas.

O acionista detentor de participação relevante, por sua vez, é aquele referido no artigo 116-A e qualificado no artigo 243, §§ 1º, 4º e 5º, da Lei nº 6.404/1976, que tem como característica essencial a capacidade de influenciar na administração da companhia, mesmo sem ter o controle societário, elegendo alguns de seus membros.

Por fim, o acionista minoritário, embora não definido pela lei societária, é qualificado pela doutrina a partir de sua posição subjetiva de sujeição ao comando de outro acionista ou grupo de acionistas. Portanto, para a caracterização de um acionista como minoritário, não é necessário que exista um controlador, bastando que se comprove a presença de acionista ou grupo de acionistas capaz de sujeitar os demais ao seu comando.

Com base nas definições formuladas, examinou-se a função exercida, no sistema da Lei nº 6.404/1976, por cada uma das categorias de acionista qualificadas na lei. Verificou-se que a lei define o acionista ora para ativar determinadas proteções aos acionistas mino-

ritários, ora para atribuir ao acionista um conjunto de prerrogativas e deveres.

Propôs-se a divisão dessas funções em três grupos: (i) função protetiva, que impõe deveres de conduta e vedações ao acionista controlador (artigos 116 e 117 da Lei nº 6.404/1976), assim como cria para os demais acionistas certas garantias de liquidez (artigos 4º, § 4º, e 254-A); (ii) função de garantia de participação na administração, que assegura ao acionista minoritário o direito de eleger membros do conselho de administração (artigo 141, § 4º) e do conselho fiscal (artigo 161, § 4º) em votação em separado; e (iii) função de transparência, que estabelece deveres de informação (artigo 116-A) e de transparência contábil (artigo 243).

Concluiu-se, ao fim, que a qualificação do acionista de referência deve ser feita a partir de um viés funcional. Desse modo, o acionista de referência deve ser qualificado, a princípio, como acionista detentor de participação relevante, na medida em que ele agrega todas as características dessa categoria, principalmente a influência significativa.

Nada impede, no entanto, que o acionista de referência seja qualificado como acionista controlador nas hipóteses em que, diante das circunstâncias do caso concreto, seja necessário acionar algum dos mecanismos de proteção e de participação fornecidos pela Lei nº 6.404/1976 ao acionista minoritário para evitar a dilapidação de seus direitos patrimoniais.

Logo, para fins de imposição de normas de conduta ao acionista de referência, garantia de liquidez aos acionistas minoritários e direito de participação da minoria na administração, o acionista de referência pode, desde que demonstrada a sua preponderância permanente nas deliberações assembleares e eleições de administradores, ser qualificado como acionista controlador.

A única ressalva a ser feita diz respeito ao direito do acionista minoritário de eleger um membro do conselho fiscal (artigo 141, § 4º,

“a”, da Lei nº 6.404/1976), cujo exercício independe da existência de um acionista controlador, bastando a presença de acionistas – controladores ou não – capazes de sujeitar os minoritários ao seu comando.

Apêndice I

Documento	Trechos relevantes com menção ao acionista de referência.
MEMO/SRE/GER-1/Nº 33/2013, de 28/06/2013	<p>“1.2. Como se verifica, a alienação indireta do controle da Companhia deu-se em função da alteração societária ocorrida em Partícipes, na Espanha, em que Obrascón Huarte Lain, S.A. (“OHL”) deixou de ser sua controladora indireta (de Partícipes), para que Abertis (com 51%) e Brookfield (com 49%) se tornassem suas novas controladoras diretas (de Partícipes), assumindo por consequência o controle indireto da Companhia, enquanto OHL assumiu a condição de acionista de referência em Abertis, aumentando sua participação acionária de 5%, anteriormente detida, para os atuais 15% demonstrados acima.</p> <p>1.3. Quanto à descrição das operações supramencionadas, em 24/04/2012, a Companhia divulgou fato relevante, informando que Abertis e OHL, sociedade constituída e existente de acordo com as leis da Espanha, controladora indireta da Companhia à época, celebraram um acordo de intenções, que previa a integração da Companhia na Abertis, indiretamente, por meio de reestruturação de sociedades integrantes do grupo econômico da Companhia sediadas na Espanha, após o que a OHL, que à época já detinha 5% do capital social de Abertis, receberia ações de emissão desta última (que estavam em tesouraria), vindo a tornar-se uma acionista de referência na mesma, com 15% de seu capital social”.</p>
Proposta da administração para a AGE da Americanas S.A. de 10/12/2021	<p>“Para tornar esta reorganização possível, o atual controlador da Lojas Americanas passará a ser um acionista de referência com 29,2% do capital da Americanas, abrindo mão do controle sem cobrar prêmio por isso. Este grupo, presente na Companhia desde os anos 80, sempre teve como elemento norteador a estratégia de criação de valor de longo prazo, que garantiu o crescimento com rentabilidade da operação. Mais uma vez, o a acionista de referência reforça o seu compromisso com a visão de longo prazo como norteadora da geração de valor futura. [...]</p> <p>Para tornar esta reorganização possível, o atual controlador da Lojas Americanas passará a ser um acionista de referência com 29,2% do capital da Americanas, abrindo mão do controle sem cobrar prêmio por isso”.</p>

<p>Fato relevante da Americanas S.A. de 03/11/2021</p>	<p>“Para tornar esta reorganização possível, o atual controlador da Lojas Americanas passará a ser um acionista de referência com 29,2% do capital da Americanas, abrindo mão do controle sem cobrar prêmio por isso. Este grupo, presente na Companhia desde os anos 80, sempre teve como elemento norteador a estratégia de criação de valor de longo prazo, que garantiu o crescimento com rentabilidade da operação. Mais uma vez, o acionista de referência reforça o seu compromisso com a visão de longo prazo como norteadora da geração de valor futura”.</p>
<p>Parecer do Comitê de Termo de Compromisso no Processo Administrativo Sancionador CVM SEI 19957.005425/2021-77</p>	<p>“De acordo com a SEP: [...] “em relação à votação, os acionistas da KLABIN que fossem, direta ou indiretamente, sócios da Sogemar, abster-se-iam de votar na AGE e cada ação preferencial de emissão da KLABIN teria direito a 1 (um) voto nas deliberações da AGE referentes à Incorporação, e esta estaria sujeita à aprovação pela maioria de votos das ações ordinárias e preferenciais dos acionistas da Companhia presentes à AGE que não detivessem participação societária direta ou indireta em Sogemar, o que também contribui para a relevância da informação de que havia uma negociação em andamento, liderada por um acionista de referência (BNDESPAR), e que poderia alterar as condições do negócio”.</p>
<p>Apresentação de reestruturação societária da Forja Taurus S.A., de maio de 2011</p>	<p>“Manutenção do personagem do acionista de referência (principal acionista votante)”.</p>
<p>Prospecto preliminar da You Inc Incorporadora e Participações S.A.</p>	<p>“Acionista de referência com segunda geração engajada no dia-a-dia da Companhia A Companhia beneficia-se do total comprometimento de seus acionistas, os quais encontram-se ativamente envolvidos no dia a dia da gestão, participando das tomadas de decisões estratégicas. Exemplo disso é o envolvimento direto do fundador e acionista controlador, Abrão Muszkat, com mais de 40 anos de experiência e histórico de sucesso no setor imobiliário, em diversas atividades fundamentais para o crescimento da Companhia, tais como a prospecção e aquisição de terrenos, a contratação de construtoras, definição de produtos, entre outras, criando um diferencial importante frente aos principais concorrentes. Adicionalmente, o Conselho de Administração é composto por cinco membros, sendo dois acionistas, um membro da família de segunda geração e dois membros independentes, todos com grande experiência profissional no setor imobiliário, um histórico extenso em empresas conceituadas no Brasil e comprometidos com a implementação da estratégia da Companhia no longo prazo”.</p>

<p>Ata de Reunião Extraordinária do Conselho de Administração realizada em 30 de junho de 2022</p>	<p>“Acionista de Referência’ a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que detenha, na Data de Emissão, ações da Companhia que representem mais do que 30% (trinta por cento) do capital social da Companhia”</p>
<p>Minuta de Prospecto preliminar da oferta pública de distribuição de debêntures da Companhia de Gás de Minas Gerais</p>	<p>“Acionista de Referência’: acionista da Emissora que, individualmente ou em conjunto, vinculado ou não por acordo de acionista ou de voto, tenha mais do que 15% (quinze por cento) do total das ações representativas do capital votante da Emissora”.</p>

