

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 34

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

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2024

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), António 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-Bom (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 (Mestre, 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), Fernanda Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Gerson Branco (Doutor, UFRS, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Maíra Fajardo Linhares Pereira (Doutora, UFJF, Brasil), Marcelo de Andrade Féres (Doutor, UFMG, Brasil), Marcelo Luar Leite (Doutor, UFERSA, Brasil), Rafael Vieira de Andrade de Sá (Mestre, FGV-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Ricardo Villela Maíra Alves da Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Sergio Marcos Carvalho de Ávila Negri (Doutor, UFJF, Brasil), Thalita Almeida (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Uínie 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. — nº 34 (janeiro/junho 2024)
. — 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

PERMANÊNCIA DO PODER DE CONTROLE¹

PERMANENCE OF CORPORATE CONTROL

*Daniel Ochsendorf Portugal**

Resumo: Acredita-se ser possível demonstrar que os redatores do Anteprojeto da Lei das Sociedades por Ações, provavelmente, pretenderam que o controle minoritário fosse alcançado pela Lei. Certamente, é possível demonstrar que havia autores relevantes antes da edição da Lei utilizando a expressão “permanência do controle”, como Waldemar Ferreira, Georges Capitaine, João Eunápio Borges e Claude Champaud. É razoável que houvesse a intenção de se alcançar o controle minoritário, mas se deve ter em mente que instituições como a CVM não poderiam definir o controle minoritário de maneira infralegal. Apesar disso, é popular a tese de que a CVM poderia criar, modificar e extinguir o direito. Procura-se demonstrar que esta ideia está equivocada.

Palavras-chave: Direito societário. Poder de controle. Controle minoritário. Permanência do poder de controle. Execução de Normas pela CVM.

Abstract: It is possible to show that the authors of the draft of the Companies’ Act probably wished that the minority control or that the working control were encompassed by the Companies’ Act. Certainly, it is possible to show that there were important authors or commentators before the enactment of the Companies’ Act that used the expression “permanence of corporate control”, such as Waldemar

¹ Artigo recebido em: 17.03.2024 e aceito em: 19.08.2024.

* Doutor em direito pela Universidade de São Paulo na área de concentração de direito comercial. Mestre em direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul com ênfase em direito privado. Bacharel em direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. E-mail: daniel.portugal@alumni.usp.br

Ferreira, Georges Capitaine, João Eunápio Borges and Claude Champaud. It is reasonable to think that there was an intention to include the minority control in the legal definition of corporate control, but institutions such as the Securities Commission are not allowed to legislate on what corporate control is. However, the understanding that the Securities Commission would be able to create, to modify or to cancel law is well subscribed. It is shown in this paper that this view is incorrect.

Keywords: Corporate law. Corporate control. Minority control. Permanence of corporate control. Enforcement of rules by the Securities Commission.

Sumário: Introdução. 1. Controles Totalitário, Majoritário e Minoritário. 2. Execução de Normas pela CVM. 3. Decisões da CVM sobre a Permanência do Poder de Controle. 4. Controle Gerencial ou Administrativo. 5. Controle Externo. Conclusão.

Introdução.

Discorre-se, neste artigo, sobre o conceito de permanência do poder de controle. Esta é uma definição utilizada na legislação em relação à qual, na prática, ainda há debates. Inicialmente, tratar-se-á de diferentes espécies de controle interno. Depois que se cuidar, especificamente, da permanência do controle, passar-se-á a abordar diferentes decisões da CVM sobre este assunto. Será defendido que, rigorosamente, a CVM não poderia definir o controle minoritário de maneira infralegal; não é dado à CVM inventar o direito e, assim, onerar indivíduos distintos (art. 5º, II, CF). Depois disso, discorrer-se-á, brevemente, sobre os controles gerencial e externo. Ao final, concluir-se-á que o conceito legal de poder de controle deveria, idealmente, ser reformado para que ficasse claro se o controle minoritário teria sido apanhado pela legislação ou não.

O ponto alto deste artigo, a sua principal contribuição, é a discussão sobre os autores antigos que trataram da permanência do poder de controle antes da edição da Lei das Sociedades por Ações (Waldemar Ferreira, Georges Capitaine, João Eunápio Borges e Claude Champaud). Do ponto de vista do método, vale-se desses autores mais antigos, porque eles podem ter influenciado, na prática, a redação de artigos específicos da Lei das Sociedades por Ações. Além disso, dar-se-á ênfase às decisões da CVM, pois a CVM é um ente especializado que, na prática, frequentemente, serve de paradigma para discussões sofisticadas sobre direito societário no Brasil.²

1. Controles Totalitário, Majoritário e Minoritário.

Berle e Means separaram o poder de controle interno em cinco espécies distintas; o Prof. Comparato, todavia, entendeu que seria melhor dizer que haveria apenas quatro tipos diferentes de poder de controle interno.³ Neste artigo, será adotada a classificação do Prof. Comparato. Assim, o poder de controle interno divide-se em controles totalitário, majoritário, minoritário e gerencial. Para além destas alternativas, há, ainda, a possibilidade de o controle sobre a sociedade ser externo.

2 Durante o segundo semestre de 2019, o Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro, em pelo menos uma de suas aulas do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, afirmou que a CVM seria semelhante à Corte de Delaware no Brasil, porque esses dois entes especializados, na prática, serviriam de paradigma para discussões sofisticadas sobre direito societário, nos Estados Unidos e no Brasil.

3 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6ª edição, 2014. p. 54: “Muito discutível é a terceira espécie de controle na classificação de Berle e Means: aquele que se exerce mediante um expediente ou artifício legal. Dos exemplos assinalados pelos prestigiosos autores – o controle piramidal ou em cadeia num grupo societário, a existência de ações sem direito de voto, a emissão de ações com voto limitado e o *voting trust* – somente o último poderia, a rigor, ser distinguido das demais espécies de controle, pela própria peculiaridade do *trust* de dissociar direitos de vários titulares sobre uma mesma coisa.”

O controle totalitário ocorre quando há apenas um único interesse interno a ser considerado. Desse modo, pode haver controle totalitário ainda que a sociedade não seja unipessoal. Quando há controle conjunto e sócio algum se vê excluído do poder de controle, há controle totalitário.⁴

No controle majoritário, por sua vez, o controle é exercido pela maior parte do capital social votante. Esta deve ser a alternativa de poder de controle em que a intuição sobre a espécie de controle mais facilmente corresponde ao que efetivamente é o tipo de controle. Embora as decisões da assembleia geral ou da reunião de sócios, frequentemente, sejam tomadas por maioria simples, existem diferentes normas legais ou negociais que tratam de quóruns para a tomada de decisões em sociedades.⁵

Há controvérsia sobre se o controle minoritário teria sido recepcionado pela legislação brasileira ou não. No art. 116, LSA, é dito que o acionista controlador seria o titular de direitos de sócio que lhe assegurassem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral (art. 116, “a”, LSA). No art. 243, §2º, LSA, foi expressa a mesma ideia de “permanência” com a ressalva de que este dispositivo é um pouco diferente do art. 116, LSA; não se fala de “maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral”, mas de “preponderância nas deliberações sociais”, por exemplo.⁶

4 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6 Edição, 2014. p. 50: “Preferimos falar em controle totalitário, quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade, quer se trate de sociedade unipessoal, quer se esteja diante de uma companhia do tipo familiar (controle totalitário conjunto). Em tais hipóteses, a unanimidade é de rigor.”

5 Para comentários sobre o controle majoritário, pode-se consultar *Ibidem*, p. 50-54.

6 COMPARATO, Fábio Konder, *Titularidade do Poder de Controle e Responsabilidade pela Concessão Abusiva de Crédito*. In: *Direito Empresarial: estudos e pareceres*, São Paulo: Editora Saraiva, 1990. p. 66: “Deixando de lado a discrepância verbal entre “maioria de votos nas deliberações da assembléia geral” (art. 116) e “preponderância nas deliberações sociais” (art. 243, § 2.º), facilmente explicável pelo fato de o poder de controle poder existir, no segundo caso, sobre uma sociedade não-acionária [...]”.

No Código Civil, não há qualquer referência à permanência do poder de controle. O art. 1.098, CC, foi modificado no final da tramitação do Código Civil no Congresso Nacional, teoricamente, para que o Código Civil não ficasse ultrapassado relativamente a outras Leis brasileiras.⁷ O Relator-Geral do Projeto do Código Civil na Câmara dos Deputados, o Deputado Federal R. Fiúza, na Comissão Especial destinada a Apreciar e Proferir Parecer sobre as Emendas do Senado Federal ao Projeto do Código Civil, escreveu o seguinte em seu Relatório: “No tocante ao controle da sociedade, o novo Código diz ser esta controlada por outra que possua mais de 50% do capital com direito a voto, quando é extremamente notório que o controle poderá se dar por uma participação societária extremamente menor.”⁸

Em princípio, “de modo permanente” poderia vir a ser interpretado como se o poder de controle, do ponto de vista jurídico, se referisse a algo que jamais poderia vir a ser alterado, mas a própria Lei das Sociedades por Ações, *v. g.*, dispõe sobre a possibilidade de alienação e de aquisição do poder de controle; “de modo permanente”, pois, não deveria ser interpretado como se o poder de controle dissesse respeito a algo que nunca poderia vir a ser modificado.⁹

7 No Parecer nº 825, de 2000, à Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania, o Relator, o Senador José Fogaça, referiu-se a estas “readequações” como “alterações mediante emenda do Relator-Geral na Câmara” (p. 6).

8 Este mesmo Deputado Federal propôs o Projeto de Lei Federal nº 7.160/02 que trazia o seguinte dispositivo para, de acordo com a Justificação deste Projeto, aproximar o Código Civil mais da Lei das Sociedades por Ações:

“Art. 1.098-A. Entende-se por controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

I. seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade; e
II. usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos negócios sociais.”

9 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6ª edição, 2014. p. 73: “Mas preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolon-

Aliás, a noção de “permanência” também é utilizada de maneira peculiar em outras áreas do direito. No art. 111, III, CP, por exemplo, esta expressão é empregada para referir-se a crimes permanentes, *i. e.*, a crimes cuja consumação se prolongaria no tempo.¹⁰ Para fins de responsabilidade, por seu turno, são discutidas diferentes espécies de incapacidades as quais poderiam ser temporárias ou permanentes.¹¹

O Prof. Comparato manifestou ideias diferentes sobre a noção de permanência do poder de controle. Em artigo de 1976, ele relacionou a ideia de permanência a questões contábeis: o poder de controle seria um ativo permanente de acordo com a Lei das Sociedades por Ações.¹² Na última edição de seu livro tradicional, entretanto, o Prof. Comparato aludiu a ponto distinto. Ele alega que o controle minoritário teria sido reconhecido na Lei das Sociedades por Ações, porque seria possível que um único acionista com uma única ação votasse na assembleia geral e, assim, ditasse os rumos a serem seguidos pela sociedade.¹³

Embora seja verdadeiro que haja normas sobre quóruns a permitir que apenas um único acionista vote com uma única ação na assembleia geral, isto não implicaria, por si só, necessariamente, o

gada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos.”

10 TOLEDO, Francisco de Assis. *Princípios Básicos de Direito Penal*. São Paulo: Editora Saraiva, 5ª edição, 1994. p. 146-147.

11 SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Princípio da Reparação Integral*: indenização no Código Civil. São Paulo: Editora Saraiva, 2010. p. 242-243.

12 COMPARATO, Fábio Konder, Os Grupos Societários na Nova Lei de Sociedades por Ações. *RDM*, n. 23, Ano XV, 1976. p. 96: “Essa preponderância nas deliberações sociais não deve ser o produto de uma posição acionária ocasional e transitória, mas resultar de um *status* permanente. Vale dizer que as ações de controle devem ser contabilizadas como investimento, no ativo da sociedade controladora (Lei 6.404, art. 179, III).”

13 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6ª edição, 2014. p. 55-57.

reconhecimento, na Lei das Sociedades por Ações, da forma minoritária de poder de controle. Afinal de contas, está escrito na Lei que o controlador seria o titular de direitos de sócio que lhe assegurassem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral (arts. 116 e 243, §2º, LSA).

Também se argumenta que o requisito do uso efetivo do poder de controle para dirigir as atividades da sociedade e para orientar o funcionamento dos órgãos da sociedade (art. 116, *caput*, “b”, LSA) apenas faria sentido para o caso de controle minoritário,¹⁴ mas as Leis não precisam, necessariamente, de fazer sentido. Com efeito, é perfeitamente lícito que os legisladores venham a promulgar Leis ruins (art. 5º, II, CF), por exemplo.

O requisito do uso efetivo do poder de controle consta do art. 116, *caput*, “b”, LSA, mas não consta do art. 243, §2º, LSA. De acordo com os redatores do Anteprojeto da Lei das Sociedades por Ações,¹⁵ o art. 116, LSA, diferentemente do art. 243, §2º, LSA, referir-se-ia, também, a controladores pessoas físicas. Isto teria sido arranjado desse modo, porque as pessoas físicas, por ausência, ignorância, omissão ou por herança, por exemplo, poderiam não saber que seriam controladoras ou poderiam estar impedidas de exercer o poder de controle. Com as pessoas jurídicas, diversamente, haveria deveres estatu-

14 *Ibidem*, p. 74: “A exigência do uso efetivo do poder “para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” somente se compreende, como elemento integrante da definição do controlador, em se tratando de controle minoritário. Neste, com efeito, o titular de direitos de sócio que lhe assegurariam a preponderância nas deliberações sociais, em razão da dispersão acionária, pode manter-se ausente das assembleias gerais, perdendo com isto, de fato, o comando da empresa. Já no controle de tipo majoritário, porém, o desuso ou mau uso do poder não é elemento definidor do *status*, pois ainda que o controlador afete desinteressar-se dos negócios sociais, não pode arredar o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome, ou por delegação sua, o que a tanto equivale.”

15 LAMY FILHO, Alfredo, Financiamentos Bancários a Empresa Associada – Poder de Controle. *In*: Temas de S. A., Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 332-333, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo, Estrutura da Companhia. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2ª edição, 2017, p. 593.

tários a exigir que estas pessoas cumprissem com os seus fins; não seria desejável, por conseguinte, que as pessoas jurídicas pudessem desvencilhar-se dos deveres dos controladores com a alegação de alguma espécie de inaptidão. Seria por isso que o requisito do uso efetivo do poder de controle apenas constaria do art. 116, “b”, LSA.

Se, no entanto, esta interpretação acerca do art. 116, *caput*, “b”, LSA, está correta, alguns resultados extravagantes seriam produzidos. As relações entre os conceitos decorrentes dos arts. 116, *caput*, e 243, §2º, LSA, seriam, *v. g.*, simultaneamente, relações de exclusão e de reciprocidade. Mesmo que a definição derivada do art. 116, *caput*, LSA, não diga respeito à sociedade personificada controladora, o conceito de controle conjunto teria de ser alcançado em função deste dispositivo legal.¹⁶ Além disso, o direito dos grupos brasileiro seria, fundamentalmente, um direito de grupos de sociedades.¹⁷⁻¹⁸ Essa interpretação é, portanto, congruente com o sistema da Lei das Sociedades por Ações, mas ela não é de modo algum óbvia – idealmente, esta parte do texto legal deveria ter sido redigida de maneira mais clara.¹⁹

16 Para a descrição da controvérsia em torno da expressão “sociedades sob controle comum”, constante do art. 264, §4º, LSA, e a definição do que seja o controle comum, pode-se consultar PATELLA, Laura Amaral, *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*, Tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2015, p. 66-74.

17 Para apontamentos sobre exatamente quais entidades estariam abrangidas pelo direito dos grupos de sociedades brasileiro, pode-se consultar 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. 189-194 e 234-236.

18 Diante apenas do texto legal, não é de modo algum desarrazoado sugerir, *e. g.*, que também haveria alusão ao requisito do uso efetivo do poder de controle no art. 265, §1º, LSA, como o fez o Prof. Mauro Rodrigues Penteado em PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas. *RDM*, n. 76, Ano XXVIII, out./dez. 1989. p. 15.

19 Para crítica negativa à separação deste regime, baseada na distinção entre as pessoas físicas e as pessoas jurídicas, pode-se consultar VIO, Daniel de Avila, *Anotações sobre os Grupos de Sociedades de Subordinação e os Direitos de Minoria*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo

Já se defendeu, igualmente, que o controle minoritário teria sido reconhecido na Lei das Sociedades por Ações, porque, a partir dela, se regra a oferta pública para a aquisição de poder de controle (arts. 257 a 263, LSA).²⁰ A existência de normas sobre este mecanismo, contudo, não significa, por si só, que os legisladores teriam, necessariamente, imputado deveres especiais aos controladores minoritários. Eventualmente, poderia ser argumentado que, embora a possibilidade da dissolução do conflito entre maioria e minoria fosse conhecida à época da edição da Lei,²¹ os legisladores teriam escolhido não imputar deveres especiais aos controladores minoritários.

Ao aludir à *holding company*, J. X. Carvalho de Mendonça parece ter relacionado esta figura à necessária propriedade da maior parte do capital votante.²² Waldemar Ferreira, por outro lado, fez a seguinte observação:

Definindo a *holding* como sociedade que, por participação suficiente e de longa duração no capital de outras sociedades, adquire o indiscutível direito de as dirigir e controlar, GEORGES CAPITANE chegou a resumir seu conceito no havê-la como sociedade de participações e controle permanentes.

e Novaes (Cord.). *Direito Societário Contemporâneo II*. São Paulo: Malheiros Editores, 2015. p. 171-172, nota de rodapé 29.

20 OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014. p. 59: “Ademais, dando sinais de realmente estar à frente de seu tempo, a LSA ainda reconhece a existência de controle diluído (ou ao menos a ausência de controle majoritário), ao disciplinar em seu bojo a oferta pública de aquisição de controle (artigo 257 e seguintes).”

21 Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda, p. 16: “o § 2º do artigo 126 confere à Comissão de Valores Mobiliários competência para disciplinar o pedido público de procurações que, embora não usual no Brasil, poderá ocorrer - a exemplo das conhecidas *proxy fights* da prática norte-americana - quando aumentar, entre nós, o número de companhias com capital amplamente distribuído no mercado;”

22 CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, Vol. I. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 4ª edição, 1945. p. 306-307, nota de rodapé nº 1.

Desde que ela abandone a vontade de contrôlo, deixa de ser *holding* para se converter em simples sociedade de colocação de capitais.

O fim, a que ela se propõe, está no contrôlo e na direção. Não resulta da fusão de sociedades ou de empresas. Por meios jurídicos, ela cria, de maneira duradoura, regime de união e subordinação entre sociedades que exteriormente conservam sua autonomia.

O meio, acentuou o expositor suíço, que ela tem para atingir seu resultado, é a participação suficiente e duradoura no capital social, a fim de administrar as sociedades controladas. Esta participação não é mera operação de especulação, precisamente por causa do fim do contrôlo realizado e do tempo prolongado em que se efetua.²³⁻²⁴

Claude Champaud, outrossim, fez o seguinte comentário em um dos mais importantes livros sobre poder de controle: “No entanto, o controle não é um fenômeno episódico. Ele se exerce de maneira permanente e este exercício levanta questões interessantes às quais se dedicará uma segunda subseção.”²⁵⁻²⁶

23 O livro citado por Waldemar Ferreira neste excerto é CAPITAINE, Georges, *Le Statut des Sociétés Holdings en Suisse. Revue de Droit Suisse*, v. 62, 1943. p. 16a. É interessante que Georges Capitaine, em momento algum, alude à expressão “controle minoritário”. Aliás, quando ele utiliza a expressão “participação suficiente” (“*participation suffisante*”), ele parece referir-se apenas a mecanismos que poderiam garantir o denominado “controle absoluto” (ações preferenciais, voto plural *etc*). Em seguida, todavia, ao definir o “controle durável” (“*contrôle durable*”), ele se refere à hipótese que seria consistente com o que hoje é chamado, no Brasil, de controle minoritário – ele explica que, para poder exercer o poder de controle por meio da participação social, seria necessário dominar e dirigir a sociedade controlada, pelo menos, por um período de tempo relativamente longo; a expressão “de uma maneira permanente” (“*d’une façon permanente*”) é, então, empregada (p. 19a-20a). Na página 82a deste livro, ele afirma que, por ser algo bastante teórico, o controle minoritário não chega a ser explorado detalhadamente na obra.

24 Este excerto pode ser encontrado em FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, Vol. V. São Paulo: Edição Saraiva, 1961. p. 85-86.

João Eunápio Borges, por seu turno, relaciona o que hoje em dia é chamado de controle gerencial “à permanente e generalizada recusa de comparecer à assembleia geral” dos acionistas e explica, inclusive, que o conselho fiscal teria a missão de fiscalizar “permanentemente” a administração da sociedade:

PIERRE VIGREUX, em interessante análise dos direitos dos acionistas, na teoria e na realidade, aponta as causas, de ordem material umas, psicológicas outras, do sistemático abstencionismo dos acionistas.

A esse abstencionismo sistemático atribui a distância que vai da teoria à realidade, em relação aos direitos dos acionistas e à supremacia da assembleia geral sobre a diretoria.

Esta, em rigor, não usurpou os direitos e poderes daqueles. Limitou-se a apoderar-se de um poder que eles abandonaram praticamente, pela permanente e generalizada recusa de comparecer à assembleia geral. E é natural que os diretores tenham recolhido com entusiasmo e que exerçam ditatorialmente um poder a que os titulares efetivos renunciaram: jurídica e teoricamente, a diretoria depende dos acionistas de cuja assembleia geral emanam os seus poderes de administração. De fato, porém, controlando de modo absoluto a assembleia, dispõem os diretores de um poder autônomo e, praticamente, sem limites.

Verdade é que, para suprir a deficiência com que os acionistas exercem os seus direitos em relação aos diretores, a lei cuidou de dotar as sociedades

25 Trata-se de tradução livre. No original, são utilizadas as palavras “*de façon permanente*” em CHAMPAUD, Claude. *Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions*. Paris : Librairie Sirey, 1962. p. 107.

26 Aludiu-se a esta referência no âmbito da CVM também, e. g., no Proc. RJ 2009/0471, nota de rodapé nº 7 do Relatório e do Voto do Diretor O. Yazbek.

anônimas de um órgão – o conselho fiscal – que tem a alta missão de fiscalizar, permanentemente, em nome de todos os acionistas, a gestão social.²⁷⁻²⁸

Não há prova cabal de que qualquer um destes raciocínios tenha influenciado os redatores do Anteprojeto da Lei das Sociedades por Ações; Waldemar Ferreira, Claude Champaud e João Eunápio Borges, porém, relacionaram o poder de controle a alguma ideia de permanência antes da edição da Lei das Sociedades por Ações. Conforme foi explicado na nota de rodapé nº 23, não se chega, realmente, a tratar do controle minoritário no livro citado por Waldemar Ferreira embora esta possibilidade seja expressamente admitida ali. O mais importante é que Waldemar Ferreira, Claude Champaud e João Eunápio Borges trataram de determinada noção de permanência. Eles são pessoas conhecidas pelos expertos que cuidam dessa matéria ao passo que o livro de G. Capitaine é de difícil acesso. Embora Waldemar Ferreira e João Eunápio Borges não tenham discorrido sobre o controle minoritário de maneira precisa, Claude Champaud fez importantes observações sobre esta espécie de controle.²⁹ Não é improvável que o livro de Claude Champaud tenha influenciado os redatores do Anteprojeto da Lei das Sociedades por Ações – este livro foi citado pelos Professores Fábio Comparato³⁰ e Orlando Gomes³¹ antes

27 O livro citado por João Eunápio Borges neste excerto é VIGREUX, Pierre. *Les Droits des Actionnaires dans les Sociétés Anonymes: théorie et réalité*, R. Pichon et R. Durand-Auzias Editeurs, 1953. Embora haja interessantes observações sobre o controle gerencial nesta obra (p. 19-25 e 36-41, em particular), a expressão “permanência” ou alguma de suas variações não chegam a ser utilizadas neste livro.

28 Trata-se de reprodução, sem a nota de rodapé nº 5, de excerto de BORGES, João Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1971, 3ª tiragem de junho de 1976. p. 470-471.

29 CHAMPAUD, Claude. *Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions*. Paris : Librairie Sirey, 1962. p. 115-127.

30 COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*. São Paulo: Editôra Revista dos Tribunais, 1970. p. 2 (nota de rodapé nº 3) e 76 (nota de rodapé nº 21).

da edição da Lei; seria perfeitamente possível, por conseguinte, que os redatores da Lei estivessem familiarizados com esta literatura ao tempo da elaboração da Lei.^{32-33,34}

Os redatores da Lei parecem entender que o controle minoritário teria sido alcançado pela Lei nos seguintes termos:

O requisito de que os direitos de voto assegurem o poder “de modo permanente” nas Assembléias Gerais exclui do conceito de acionista controlador os titulares de direito de voto que formam eventualmente a maioria nas deliberações de uma ou algumas reuniões da Assembléia Geral: o fato de diversos acionistas votarem no mesmo sentido na Assembléia Geral não configura, por si só, acionista controlador, pois permanente significa contínuo, ininterrupto ou constante.

O controle é dito absoluto quando o acionista controlador possui a maioria absoluta (metade mais um) dos votos conferidos por todas as ações

31 GOMES, Orlando. Em Tema de Sociedade Anônima. *Revista dos Tribunais*, ano 60, v. 429, jul. 1971. p. 15-16.

32 Pontes de Miranda utiliza a expressão “contrôle efetivo”, alude ao controle externo e parece até mesmo reconhecer a possibilidade do controle minoritário ao fazer uso das expressões “grande participação” e “número suficiente de ações para o contrôle” e distinguir o “contrôle afastável” do “contrôle inafastável”, mas não chega a se referir, especificamente, a alguma noção de permanência do poder de controle em PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*, Tomo II. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 3ª edição, 1972. p. 195-205.

33 Cunha Peixoto não disse coisa alguma sobre a permanência do poder de controle. As breves observações dele sobre o poder de controle podem ser consultadas em PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedade por Ações*, 4º Volume. São Paulo: Edição Saraiva, 1973. p. 223-224.

34 Trajano de Miranda Valverde é frequentemente citado quando se deseja discutir o regime do poder de controle anterior à Lei das Sociedades por Ações, mas este autor não chegou a relacionar, especificamente, alguma noção de permanência ao poder de controle. Para os comentários dele sobre o antigo art. 135, §2º, segunda parte, Decreto-Lei Federal nº 2.627/40, pode-se consultar VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*, Vol. II, Rio de Janeiro: Editora Forense, 3ª edição, 1959. p. 421-428.

do capital social, e relativo quando o número de votos de que o acionista é titular, embora não assegure a maioria absoluta, é suficiente para garantir a maioria dos acionistas que comparecem às reuniões da Assembleia, uma vez que, em regra, nem todos participam das reuniões. Para a lei é acionista controlador tanto o titular da maioria absoluta de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembléias. A Resolução do Conselho Monetário Nacional de nº 401, de 22.12.76, que regulamentou o artigo 254, que constava no texto da LSA aprovado em 1976, sobre alienação do controle de companhia aberta, considerou como acionista controlador “a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembléias gerais da companhia”, desde que se trate de companhia na qual não exista acionista controlador que detenha a maioria absoluta dos votos do capital social.³⁵

É razoável que houvesse a intenção de se alcançar o controle minoritário, mas se deve ter em mente que instituições como a CVM não poderiam definir o controle minoritário de maneira infralegal. Apesar disso, é popular a tese de que a CVM poderia criar, modificar e extinguir o direito. Procurar-se-á demonstrar que esta ideia está equivocada agora.

35 PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo, Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2ª edição, 2017. p. 593.

2. Execução de Normas pela CVM.

Para N. Eizirik, A. B. Gaal, F. Parente e M. de F. Henriques, as autarquias especiais seriam entidades dotadas de autonomia; elas, portanto, seriam entidades independentes de todos os Poderes estatais.³⁶ Eles acrescentam que a doutrina administrativista moderna justificaria que a administração indireta poderia inovar no direito.³⁷ Ao final, eles atacam o liberalismo clássico. Para eles, o liberalismo clássico seria uma espécie de anarquismo; eles parecem considerar, ademais, que o liberalismo clássico seria como que um tipo de religião, pois eles se referem ao liberalismo clássico como uma “crença”.³⁸ J. S. M. Wellisch³⁹ e M. Waksman⁴⁰, igualmente, argumentam em favor da possibilidade de a CVM poder criar, modificar ou extinguir o direito.

36 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia *et al.* *Mercado de Capitais*: regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 4ª edição, 2019. p. 371: “O moderno direito administrativo, com efeito, desloca o tratamento das autarquias especiais do âmbito do controle exclusivo do Poder Executivo, para situá-las como entidades dotadas de autonomia e, portanto, independentes de todos os Poderes estatais, daí resultando a afirmativa de que atuam como se fossem poderes legiferantes ou como se fossem órgãos judicantes.”

37 *Ibidem*, p. 372, sem a nota de rodapé nº 16: “A moderna doutrina administrativista justifica o caráter inovador – ou, melhor dizendo, a possibilidade de inovação – dos atos normativos emanados da Administração Indireta por meio da distinção conceitual entre regulação e regulamentação.”

38 *Ibidem*, p. 373-374: “Com efeito, a superação da crença liberal clássica de que os mercados, apenas mediante sua autorregulação, seriam capazes de ordenar a iniciativa privada para produzir riquezas sem qualquer intervenção do Poder Público passa a conferir ao Direito um papel eminentemente transformador, responsável por mudanças sociais e econômicas e pelo fomento da economia.”

39 WELLISCH, Julia Sotto Mayor, Artigo 8º. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*: Lei nº 6.385/76, São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 162, sem a nota de rodapé nº 296: “Como ensina Caio Tácito, o poder regulamentar implica, necessariamente, na possibilidade de ampliação e complementação da lei, “segundo seu espírito e conteúdo, sobretudo nos aspectos que a própria lei, explícita ou implicitamente, outorga à esfera regulamentar”.

Em seguida, na página 163 deste mesmo livro, sem a nota de rodapé de nº 300, J. S. M. Wellisch apresenta os seguintes argumentos: “Impõe-se, assim, uma releitura do princípio da separação dos poderes, que passa a ser interpretado de acordo com a realidade constitucional atual, na qual o princípio da legalidade vem sofrendo evidente transformação. Como destaca Alexandre

Quando a CVM foi criada, houve uma novidade quanto à responsabilidade administrativa no Brasil. Antigamente, as responsabilidades civil e penal eram muito mais importantes em relação à responsabilidade administrativa. A instituição da CVM, efetivamente, coincide com um momento em que a responsabilidade administrativa se torna mais relevante no Brasil. Poder disciplinar era algo juridicamente bem conhecido no âmbito hierárquico interno da administração pública. A novidade, na época da criação da CVM, foi que passou a ser possível exercer poder disciplinar contra sujeitos não integrantes da administração pública.⁴¹

Sempre foi mais ou menos popular a tese de que o Poder Legislativo poderia delegar pelo menos parte de seu poder legiferante.⁴²⁻⁴³ Isto não é exatamente verdadeiro.⁴⁴ Ninguém é obrigado a fazer algo ou a deixar de fazer algo senão em virtude de Lei (art. 5º, II, CF), e o poder para legislar sobre o direito federal é reservado ao

Santos de Aragão, passa-se de uma concepção de lei geral e abstrata de tradições liberais oitocentistas a uma legislação de caráter administrativo própria do Estado interventor, delineando uma tendência à expansão das normatizações setoriais, fruto de um ordenamento jurídico pluralista e dotado de vários centros de poder.”

40 WAKSMAN, Muriel. *Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM*. São Paulo: Editora Dialética, 2021. p. 115: “A função normativa da CVM refere-se à competência para editar normas e julgar casos concretos. A competência híbrida da CVM faz com que a autarquia crie normas a fim de suprir lacunas – poder automaticamente recebido por uma autarquia, como representante do Poder Executivo em sua área de expertise.”

41 GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o Poder Disciplinar da CVM. *RDM*, n. 43, Ano XX, julho-setembro, 1981. p. 64-65.

42 ROCHA, Bolívar B. M., O Poder Normativo de Órgãos da Administração: o caso da Comissão de Valores Mobiliários. *RDM*, nº 64, Ano XXV, out./dez., 1986, pp. 47-58.

43 Infelizmente, o STF concorda com esta tese. Recomenda-se, neste sentido, a leitura da decisão sobre o BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário nº 633.782 – MG. Relator: Ministro L. Fux. *Diário de Justiça Eletrônico*, Brasília, 16 a 23 de outubro de 2020.

44 COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. In: *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro: Editora Forense, 1978. p. 13: “Mas, de qualquer forma, é mister um pronunciamento explícito do legislador, num país onde é grande a tentação do governante de não respeitar as leis que, muitas vezes, ele próprio editou.”

Congresso Nacional (reserva legal – art. 44, *caput*, CF).⁴⁵ Compete, privativamente, ao Presidente da República sancionar, promulgar e fazer publicar as Leis bem como expedir decretos e regulamentos para a sua fiel execução (art. 84, IV, CF). “Fiel” poderia dar a impressão de que o Presidente da República não poderia ser espertinho e violar a boa-fé objetiva, por exemplo, mas “fiel”, aqui, tem outro significado. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes deve obedecer ao princípio da moralidade (art. 37, *caput*, CF). “Fiel”, aqui, tem o significado de “literal”.⁴⁶⁻⁴⁷ Quando o Poder Executivo cobra tributos, ele não pode cobrar nem mais que o devido nem menos que o devido; ele deve cobrar exatamente o que for devido. Esta situação assemelha-se à literalidade dos títulos de crédito (art. 887, CC).⁴⁸ O titular do título de crédito não pode cobrar mais

45 FERRAJOLI, Luigi. *Direito e Razão*: teoria do garantismo penal. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 3ª edição, 2010 (tradução de A. P. Z. Sica, F. H. Choukr, J. Tavares e L. F. Gomes). p. 93, com os grifos do original: “No primeiro sentido (lato), o princípio da legalidade se identifica com a *reserva relativa de lei*, entendendo “lei” no sentido formal de *ato* ou mandado legislativo e se limita a prescrever a *sujeição do juiz às leis vigentes*, qualquer se seja a formulação de seu conteúdo, na qualificação jurídica dos fatos julgados. No segundo sentido (estricto), identifica-se, ao revés, com a *reserva absoluta de lei*, entendendo “lei” no sentido substancial de *norma* ou conteúdo legislativo, e prescreve, ademais, que tal conteúdo seja formado por pressupostos típicos dotados de significado unívoco e preciso, pelo que será possível seu emprego como figuras de qualificação em proposições judiciais verdadeiras ou falsas. Disso resulta, assim, garantida a *sujeição do juiz somente à lei*.”

46 Este é um tema tradicional de direito administrativo. Para relevantes observações sobre a história desta discussão no Brasil, pode-se consultar PALMA, Juliana Bonacorsi de. *Atividade Normativa da Administração Pública: estudo do processo administrativo normativo*, Tese de Doutorado defendida na Universidade de São Paulo, 2014. p. 35-97.

47 O Prof. F. Schauer explica o que é significado literal em SCHAUER, Frederick, *Formalism*. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 97, n. 4, 1988. p. 520-529.

48 Para a breve explicação sobre a ideia original de literalidade para títulos de crédito, pode-se consultar VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*, Volume III. Milano: Casa Editrice Dottor Francesco Vallardi, 5ª edição, 1935. p. 123-124.

Para observações sobre as exigências de certeza quanto aos títulos de crédito, pode-se consultar ASCARELLI, Tullio. *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*. São Paulo: Livraria Acadêmica – Saraiva & Cia Editores, 1943 (tradução do Prof. N. Nazo), p. 4-5.

Para relação entre o formalismo cambiário e a norma da legalidade, pode-se consultar DE LUCCA, Newton. *A Cambial-Extrato*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1985. p. 30.

que o devido, mas ele pode cobrar exatamente o que é devido. “O credor não é obrigado a receber prestação diversa da que lhe é devida, ainda que mais valiosa” (art. 313, CC). “Ainda que a obrigação tenha por objeto prestação divisível, não pode o credor ser obrigado a receber, nem o devedor a pagar, por partes, se assim não se ajustou” (art. 314, CC).

“Fiel”, por conseguinte, relaciona-se à determinada concepção clássica de separação de Poderes (art. 2º, CF). Enquanto, na administração particular, é lícito fazer tudo o que as Leis não proíbem ou determinam, na administração pública, só é permitido fazer o que as Leis autorizam.

Além disso, há a questão das Leis Delegadas. As Leis Delegadas são elaboradas pelo Presidente da República; é ele quem solicita a delegação ao Congresso Nacional (art. 68, *caput*, CF). Há relativamente poucas Leis Delegadas no Brasil. Teoricamente, existiriam apenas treze Leis Delegadas em vigor no Brasil. Apenas duas das treze Leis Delegadas do Brasil foram editadas após a promulgação da Constituição Federal de 1988.

Por fim, o art. 25, ADCT, causa desconforto aos defensores de que a CVM poderia criar, modificar e extinguir o direito, porque foram revogados, cento e oitenta dias após a promulgação da Constituição Federal, todos os dispositivos legais que atribuíam ou delegavam a órgão do Poder Executivo competência assinalada pela Constituição ao Congresso Nacional, especialmente no que tangeria a “ações normativas”.⁴⁹

3. Decisões da CVM sobre a Permanência do Poder de Controle.

O CMN regulou o controle minoritário já em 1976 por meio da

49 Para discussão interessante sobre este ponto, pode-se consultar ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em Juízo: limites e possibilidades. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34, Ano 9, out./dez., 2006. p. 43-44.

Resolução CMN nº 401/1976. Naquela ocasião, foi imitado o critério que existe na Lei das Sociedades por Ações para a possibilidade de redução de quóruns de deliberação pela CVM (art. 136, §2º, LSA).⁵⁰ Era levado em conta o comportamento dos acionistas nas três últimas assembleias gerais. Se não houvesse controlador majoritário, alguém seria considerado como controlador se este sujeito tivesse tido a maioria dos votos nas últimas três assembleias gerais (IV, Resolução CMN nº 401/1976).⁵¹

A Resolução CMN nº 401/1976 foi revogada quando o art. 254-A, LSA, foi criado, porque a antiga competência do CMN (art. 254, §3º, LSA) foi deslocada para a CVM (art. 254-A, §3º, LSA).

Atualmente, para fins de alienação de controle, está previsto o seguinte no Regulamento do Novo Mercado: “Para os fins desta seção, 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.”

A CVM adotou posicionamento relativamente ambíguo no Proc. RJ 2005/4069. A autarquia entendeu que sociedade dotada de ampla dispersão acionária seria, formalmente, desprovida de controladores; a CVM, todavia, não chegou, realmente, a esclarecer o que seria “ampla dispersão”. Na decisão, a CVM considerou que a transferência de controle minoritário não poderia ensejar a aplicação da norma do art. 254-A, LSA, mas deixou, talvez, aberto o caminho para esta possibilidade ao entender que o significado da expressão “alienação indireta” no art. 254-A, §1º, LSA, seria algo amplo.

50 Para crítica ao art. 136, §2º, LSA, pode-se consultar OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014. p. 81-82.

51 Este critério já foi tido por ilegal pela CVM; a autarquia entendeu que ele implicaria a imposição de deveres sem a devida base legal em PARECER/CVM/SJU nº 029 - 26.06.1985. No entanto, a CVM, em outras oportunidades, reconheceu que este critério poderia ser utilizado para fins da disciplina do antigo art. 254, LSA, em, e. g., PARECER/CVM/SJU nº 079 - 01.08.1983.

No Proc. RJ 2009/0471, por sua vez, a CVM considerou, claramente, que o controle minoritário teria sido reconhecido pela Lei das Sociedades por Ações e que a sua transferência poderia ensejar a aplicação da norma do art. 254-A, LSA; a autarquia, contudo, não chegou a definir o que seria a permanência do poder de controle – ela determinou, apenas, que a ideia da permanência envolveria “uma certa perenidade”.

No Proc. RJ 2009/1956, a CVM entendeu, por maioria, que o controle minoritário teria sido abrangido pela Lei e que a alienação desta espécie de controle poderia permitir a aplicação da norma do art. 254-A, LSA. De acordo a decisão, a definição de controle minoritário dependeria do histórico das assembleias gerais da sociedade – este critério foi denominado pela CVM de “critério da probabilidade”. Segundo este parâmetro, a ocorrência do controle minoritário poderia ser apurada a partir da observação dos votos proferidos nas assembleias gerais. A CVM, todavia, não definiu como isto poderia ser determinado objetivamente. A Presidente da CVM sugeriu que fosse fixado o patamar de 30% do capital votante para a aferição do controle minoritário. O Diretor O. Yazbek concordou com a maioria, mas manifestou ceticismo quanto aos parâmetros que poderiam ser utilizados para a caracterização formal do controle minoritário. Por fim, o Diretor E. Loria negou que o conceito de poder de controle da Lei das Sociedades por Ações abrangesse o controle minoritário e que a transferência desta espécie de controle pudesse autorizar a aplicação da norma do art. 254-A, LSA.⁵²

52 Para Modesto Carvalhosa e para Fran Martins, o controle minoritário não teria sido reconhecido na Lei das Sociedades por Ações em, respectivamente, CARVALHOSA, Modesto, O Desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*: liber amicorum Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 519-520; e MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Vol. 2. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1978. p. 93.

4. Controle Gerencial ou Administrativo.

O Prof. Comparato afirma o seguinte. Acrescentam-se grifos em negritos para que fique clara a crítica que será feita em seguida.

O último tipo de controle, na classificação de Berle e Means, é o administrativo ou gerencial (*management control*), isto é, aquele não fundado na participação acionária mas *unicamente* nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno *totalmente* desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social.

Rigorosamente, há um erro nesta ideia do Prof. Comparato, porque o controle gerencial não se encontra fundado, unicamente, nas prerrogativas diretoriais. Além disso, o controle gerencial não está totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Se o Prof. Comparato tivesse eliminado as palavras “unicamente” e “totalmente”, não haveria qualquer erro em seu arrazoado.

O controle gerencial não se encontra fundado, unicamente, nas prerrogativas diretoriais e não está totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social, porque o pedido público por procurações é direcionado aos acionistas (art. 126, §2º, LSA). A cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral (art. 110, *caput*, LSA), e é admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural (art. 110-A, LSA). Com efeito, apesar dos mecanismos criativos que existem para garantir que os administradores, efetivamente, controlem a sociedade, os direitos dos sócios continuam sendo relevantes, *v. g.*, para a tomada de decisões que competem, privativamente, à assembleia geral. Isto é especialmente verdadeiro para o poder de eleger e de destituir administradores (art. 122, II, LSA).

Nos textos do Prof. Comparato, não há alusão à *poison pill*⁵³

53 Erica Gorga demonstra que, mesmo nos casos em que não há um único acionista contro-

ou às assembleias digitais⁵⁴. Isto é compreensível, porque estes são desenvolvimentos mais recentes no direito das sociedades. Faz-se estas referências, porque se acredita que novos mecanismos e circunstâncias possam ser relevantes para a descrição do controle gerencial, atualmente, no Brasil e fora do Brasil.

O controle gerencial surge em uma situação mais aguda que o caso do controle minoritário; a separação entre propriedade e controle encontra-se ainda mais acentuada. Com a existência de mecanismos específicos (em especial, com a existência da *proxy machinery*), pode tornar-se possível que administradores da sociedade se auto-perpetuem na gestão da companhia.

O controle gerencial foi reconhecido na Lei das Sociedades por Ações apenas sob a denominação de “dependência administrativa” (art. 249, parágrafo único, “a”, LSA). Formalmente, o comando administrativo não está incluído na definição legal de poder de controle, pois os legisladores moldaram o conceito legal de controle a partir do direito de voto.⁵⁵

lador nas companhias abertas, é frequente que haja um acordo de acionistas para o exercício do poder de controle com cláusulas de vinculação da administração e *poison pill* no estatuto social em GORGA, Érica, Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *In: Northwestern Journal of International Law & Business*, V. 29, Issue 2, primavera de 2009, p. 466-467 e 471-483.

54 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do, *Assembleias Digitais e Outros Reflexos das Tecnologias nas Assembleias de S/A*, São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 139, nota de rodapé nº 286: “No caso das companhias abertas, as razões que nos fariam admitir as Assembleias Digitais são principalmente políticas de combate ao absteísmo e no sentido de facilitar o engajamento da participação e votação de acionistas. Neste sentido, a ponderação é especialmente aplicável ao caso de companhias abertas com estrutura de capital em que exista dispersão acionária e, conforme o caso, abstenismo e pouco engajamento societário da pluralidade de acionistas.”

55 COMPARATO, Fábio Konder. Os Grupos Societários na Nova Lei de Sociedades por Ações. *RDM*, n. 23, Ano XV, 1976. p. 95-97 e 103-104; e COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6ª edição, 2014. p. 71.

5. Controle Externo.

Usualmente, são citados como exemplos de possibilidade de controle externo o endividamento acentuado, a caução do bloco de controle com a negociação da maneira como o voto poderia ser exercido na assembleia ou na reunião de sócios, o Estado frente a atividades negociais fortemente reguladas e com o poder para fixar preços, celebrar, alterar ou denunciar contratos e conceder benefícios fiscais, negócios jurídicos peculiares dadas as características de determinada atividade negocial – investimento com *know-how*, concessão de uso de marca, de sinal distintivo, de privilégio de invenção, contrato de franquia (“*franchising*”) *etc* –, o poder dos debenturistas, especialmente quando se trata de sociedade em situação financeira precária, o regime equivalente à intervenção administrativa ou à liquidação extrajudicial de instituições financeiras “para as pessoas jurídicas que com elas tenham integração de atividade ou vínculo de interesse” – isto ocorreria quando estas pessoas jurídicas fossem “devedoras da sociedade sob intervenção ou submetida [à] liquidação extrajudicial” (art. 51, *caput* e parágrafo único, Lei Federal nº 6.024/74) – *etc*.⁵⁶

O controle externo foi reconhecido na Lei das Sociedades por Ações apenas sob a denominação de “dependência financeira” (art. 249, parágrafo único, “a”, LSA). Formalmente, o comando externo não está incluído na definição legal de controle, pois os legisladores moldaram o conceito legal de poder de controle a partir do direito de voto.⁵⁷⁻⁵⁸

56 Estes são os exemplos do Prof. Comparato. Eles são citados em COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6ª edição, 2014. Parte I, Capítulo III (pp. 77-88). Erik Frederico Oioli explica que credores, fornecedores e que até mesmo consumidores poderiam vir a ser controladores, mesmo sendo terceiros em relação à sociedade, em OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014. p. 63.

57 COMPARATO, Fábio Konder, Os Grupos Societários na Nova Lei de Sociedades por Ações. *RDM*, n. 23, Ano XV, 1976. p. 95-97 e 103-104, e COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 6ª edição, 2014. p. 71.

Conclusão.

Erik Frederico Oioli, no livro que é a sua tese de doutorado, apregoa a irrelevância do critério da permanência para a caracterização do controle minoritário.⁵⁹ Discorda-se desse entendimento, porque o direito é determinado a partir das suas fontes⁶⁰ (art. 5º, II, CF). Como a Lei é uma das fontes do direito, o que está escrito nas Leis deve ser levado em conta para a determinação do que seria o direito. Isto quer dizer que é perfeitamente possível que o direito seja algo ruim, que os legisladores tenham tomado uma decisão ruim. Mesmo assim, é possível identificar o direito independentemente de ele ser bom ou ruim.

No caso específico da permanência do controle, acredita-se ser possível mostrar que os redatores do Anteprojeto da Lei das Sociedades por Ações, provavelmente, pretenderam que o controle minoritário fosse alcançado pela Lei. Certamente, é possível demonstrar que havia autores relevantes antes da edição da Lei utilizando a expressão “permanência do controle”.

O ideal seria que o conceito legal de poder de controle fosse reformado. Mesmo que não se deseje que os controladores minoritá-

58 Ricardo Ferreira de Macedo inventou o termo “fatores precípuos de viabilidade da empresa” para tratar do poder de controle externo (p.123-124). Ele distingue o controle externo por dependência estrutural, associado a hipóteses negociais diversas, do controle externo por dependência circunstancial, relacionado, por este autor, basicamente, à hipótese de endividamento acentuado (p. 146-171). Segundo ele, o controle externo poderia ocorrer nas hipóteses em que *inputs* de terceiros externos à sociedade fossem muito relevantes para os fatores precípuos da atividade negocial da sociedade (p. 140-146). Para a defesa destas ideias, pode-se consultar MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle Não Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

59 OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014. p. 61.

60RAZ, Joseph, Legal Principles and the Limits of Law. *The Yale Law Journal*, New's Haven, v. 81, n. 5, p. 843-854, abr. 1972; RAZ, Joseph, Legal Positivism and the Sources of Law. *In: The Authority of Law: essays on law and morality*. Oxford University Press, 2ª edição, 2009. p. 39-52, e RAZ, Joseph. *The Concept of a Legal System: an introduction to the theory of legal system*. Oxford: Oxford University Press, 2ª edição, 1980. p. 212-216.

rios sejam alcançados pela Lei, isto deve ficar assinalado de maneira clara para que não haja qualquer dúvida sobre o conceito legal de poder de controle. Contemporaneamente, a CVM, ultrapassando por vezes os limites legais aos seus poderes, já chegou até mesmo a definir o controle minoritário, ainda que o tenha feito de maneira difusa e pouco clara.

