

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE DIREITO
GRADUAÇÃO EM DIREITO

Lucas Gerasev Pinheiro Machado

Sociedades anônimas de capital disperso no Brasil e a insuficiência normativa para lidar com as questões internas de poder

Juiz de Fora

2019

Lucas Geraseev Pinheiro Machado

Sociedades anônimas de capital disperso no Brasil e a insuficiência normativa para lidar com as questões internas de poder

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel.

Orientador: Prof. Ms. Fabrício de Souza Oliveira

Juiz de Fora

2019

Lucas Geraseev Pinheiro Machado

Sociedades anônimas de capital disperso no Brasil e a insuficiência normativa para lidar com as questões internas de poder

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel.

Aprovada em de de 2019

BANCA EXAMINADORA

Prof. Ms. Fabrício de Souza Oliveira - Orientador
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Flavia Lovisi Procopio de Souza
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Caroline da Rosa Pinheiro
Universidade Federal de Juiz de Fora

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a capacidade da Lei n.º 6.404/76 em regular as disputas internas de poder nas sociedades de capital aberto, tanto aquelas em que o capital está estruturado de maneira concentrada, quanto as que apresentam o capital disperso. Será realizada uma análise teleológica de diversos dispositivos da lei em questão, assim como uma breve apresentação das diversas formas de controle corporativo. O trabalho também relacionará a questão de estruturação com o capital com as diversas formas de controle, demonstrando relação intrínseca entre estas questões. Será ainda questionado se a lei supracitada tem capacidade de cumprir seus objetivos independente da forma de estruturação do capital social. Desta forma, será possível observar a existência de uma insuficiência normativa da Lei n.º 6.404/76, decorrente da não previsão legal da situação de capital estruturado de maneira dispersa. Diante disso, serão citadas algumas das consequências desta situação, tal qual o não respeito a determinados objetivos da legislação em questão.

Palavras-chave: Sociedades anônimas. Estruturação do capital. Controle corporativo. Disputa pelo controle. Regulação.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the ability of Law No. 6.404/76 to regulate internal disputes of power, within business corporations, both those in which the capital is concentrated and those with dispersed capital. A teleological analysis of various provisions of the law in question will be performed, as well as a brief presentation of the various forms of corporate control. The work will also relate the question of structuring with capital with the various forms of control, demonstrating an intrinsic relationship between these issues. It will also be questioned if the aforementioned law has the capacity to fulfill its objectives regardless of the form of capital structure. Thus, it will be possible to observe the existence of a normative insufficiency of Law No. 6.404 / 76, due to the non-legal forecast of the situation of dispersed structured capital. In view of this, some of the consequences of this situation will be mentioned, such as failure to respect certain objectives of the legislation in question.

Keywords: Business corporations. Capital structuration. Corporative control. Power disputes. Regulation.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	PRINCÍPIO DA CORRELAÇÃO ENTRE INVESTIMENTO E PODER DE CONTROLE	8
3	FENÔMENO DA DISPERSÃO ACIONÁRIA	10
4	CONCLUSÃO	15
	REFERÊNCIAS	17

1 INTRODUÇÃO

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei n.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas) regula as sociedades anônimas e, para melhor analisá-la, é preciso entender o que são sociedades anônimas. Uma sociedade anônima é uma sociedade de capital, na qual este está dividido por entre ações. Estas ações podem ser classificadas em preferenciais ou ordinárias. As ações preferenciais, em regra, não ensejam direito a voto a seus detentores, enquanto a ação ordinária enseja o direito a voto, permitindo que o sócio que detenha tal tipo de ação, possa, de certa forma, tentar influir na tomada de decisão dentro de uma sociedade anônima.

A depender da quantidade de ações ordinárias que determinado investidor possui, este sócio pode ser classificado como sócio majoritário, quando detém mais de 50% (cinquenta por cento) do total de ações ordinárias, ou sócio minoritário, quando detém menos do que 50% (cinquenta por cento) deste total.

Diante destas informações, tem-se que uma sociedade anônima pode ou não apresentar algum sócio com mais de 50% (cinquenta por cento) do total de ações ordinárias. Assim, a sociedade anônima pode ser classificada como de capital concentrado, quando está presente a figura de um sócio majoritário, ou então como de capital disperso, quando está ausente a figura de um sócio majoritário.

As sociedades de capital concentrado têm este nome justamente porque a propriedade acionária, formada pelo total das ações ordinárias (enseja o direito a voto), está de tal modo concentrada nas mãos de um único sócio que este deterá mais de 50% do total de ações votantes. A partir disso, o sócio majoritário será aquele com a maioria absoluta do capital votante, e, dentro dos parâmetros presentes na Lei das Sociedades Anônimas, como pode-se observar no artigo 116 e 116-A da Lei n.º 6.404/76, o sócio majoritário será considerado, para efeitos legais, como acionista controlador.

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua

posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Por sua vez, as sociedades anônimas de capital disperso, apresenta o seu capital estruturado de uma forma diferente. O capital formado pelas ações votantes não está tão concentrado nas mãos de determinado sócio a ponto deste deter a maioria absoluta do capital votante. Portanto, nestas sociedades anônimas, a propriedade acionária está diluída por entre os sócios e, inexistindo a figura do sócio majoritário, a Lei n.º 6.404/76 entende que inexistirá a figura do acionista controlador.

Dentro de uma sociedade de capital concentrado, existirão sócio majoritário e sócios minoritários (em regra), sendo assim, havendo todos estes o direito a voto, é evidente que o sócio majoritário, detentor da maioria absoluta dos votos, será aquele a exercer a maior parte do controle desta sociedade e, a priori, seus interesses anulariam o interesse dos sócios minoritários no caso de não serem alinhados. Dito isso, pode-se extrair que existe uma tendência à disputa pelo controle de uma sociedade anônima, cujo capital está estruturado de forma concentrada, entre o sócio majoritário e os sócios minoritários.

Já uma sociedade anônima cujo capital está estruturado de maneira dispersa, a qual não apresenta sócio majoritário, a disputa pelo controle pode se dar a partir de duas formas. A primeira delas é entre os diversos sócios minoritários que compõem o capital votante. A segunda forma tende a ser observada na situação de pulverização do capital acionário, na qual nenhum sócio consegue de fato efetivar seu controle. Nesta situação, o poder de controlar a sociedade anônima tende a estar nas mãos dos administradores da sociedade anônima, havendo, no entanto, certa disputa entre os sócios minoritários e os administradores para controlá-la.

A Lei n.º 6.404/76 se atentou para regular a disputa pelo controle de uma sociedade anônima, através de diversos mecanismos. Estes mecanismos têm o condão de permitir que, em uma situação de disputa do controle entre sócio majoritário e sócios minoritários, estes tenham alguma possibilidade de influenciar as tomadas de decisões dentro da sociedade anônima. Essa regulação se dá de forma a impedir que o balanço entre capital e controle não seja perdido, ou seja, a regulação é feita para coibir a separação entre risco (investimento de capital em determinada empresa) e controle (possibilidade de participação das decisões tomadas na empresa) de maneira extrema. Isso porque essa prática permitiria que um investidor de grande parcela do capital da sociedade ficasse sujeito ao controle de alguém que investiu menos, em outras palavras, quem tem menos risco com as decisões tomadas pela sociedade seria responsável por tomá-las, afetando diretamente o sócio que tem mais risco.

Entretanto, como será melhor abordado adiante, esta regulação se atém somente à situação de concentração acionária, ou seja, disputa de controle entre sócio majoritário e minoritários. Regulação esta que permite certa proporcionalidade entre investimento e poder de controle (aqui entendido como a capacidade de influir nas decisões a serem tomadas dentro de uma sociedade anônima). Resta então descobrir como esse objetivo pode ser alcançado na situação de dispersão acionária, na qual inexistente sócio majoritário.

Ante o exposto, o presente trabalho apresenta as seguintes hipóteses: (a) da existência do princípio da correlação entre investimento e poder de controle nas sociedades anônimas; e (b) da não observância deste princípio quando a sociedade anônima apresenta estrutura de capital dispersa.

Assim sendo, o objetivo do presente trabalho é justamente, em um primeiro momento, apresentar a existência do princípio de correlação entre investimento e poder de controle; e em um segundo momento, evidenciar o risco da não observação deste princípio quando o capital está disperso em uma sociedade anônima, e que este risco é decorrente de não previsão legal, ou seja, insuficiência normativa da Lei n.º 6.404/76.

2 PRINCÍPIO DA CORRELAÇÃO ENTRE INVESTIMENTO E PODER DE CONTROLE

Para alcançar o primeiro objetivo do presente trabalho, qual seja, de apresentar a existência do princípio de correlação entre investimento e poder de controle, é necessário se fazer uma análise da conjuntura da promulgação da Lei 6.404/76 e uma análise teleológica de diversos dispositivos legais presentes nesta lei.

Ao se observar o período histórico e o contexto em que a referida lei foi concebida, observa-se que a Lei das Sociedades Anônimas foi criada com o objetivo de fomentar a criação de grandes empresas nacionais, a partir de estímulos à concentração empresarial e ao mercado de capitais (como o mercado de ações). De acordo com Guerreiro (2010), o modelo concebido para concretizar esse objetivo

(...) se fundava na segregação de ações votantes, de um lado, e de ações preferenciais não votantes, de outro, que haveriam de permitir a consolidação da dicotomia controle da empresa/capital não votante difuso. O controle seria assegurado mediante parcelas relativamente modestas do capital total em mãos do acionista controlador, individual ou plúrimo, ao passo que a capitalização em massa adviria da participação de investidores de mercado, com o que se estruturava a companhia com base, precisamente, numa engenharia de soluções equilibradas.

Pode-se observar que a Lei das Sociedades Anônimas foi redigida com o objetivo de fomentar um modelo de organização que é entendida como de capital concentrado. Isso porque tal modelo tem por base a presença de acionistas titulares de ações ordinárias (com direito a voto) e titulares de ações preferenciais (sem direito ao voto), sendo que, para se caracterizar acionista controlador, deve-se deter, conforme o artigo 116 da Lei nº 6.404/76, de modo permanente, a maioria absoluta dos votos. Ou seja, o acionista controlador seria o sócio majoritário, e somente este.

Na situação do capital estar estruturado de maneira concentrada, e o sócio majoritário ser caracterizado como acionista controlador, existe determinada insegurança para os sócios minoritários. Esta insegurança existe pois, o sócio majoritário, ao deter mais de 50% (cinquenta por cento) dos votos, faria com que seu interesse fosse sempre colocado à frente do interesse dos demais sócios, anulando qualquer poder de controle que existisse para os sócios minoritários. Frisa-se que, investir capital está sempre associado a risco, e, para que a sensação de insegurança seja diminuída, o legislador optou por permitir que mesmo os sócios minoritários, frente a um sócio majoritário, consigam fazer valer seus interesses em uma sociedade anônima. Esta opção legislativa foi tomada justamente com o intuito de atrair capital e conseqüentemente, fomentar a economia, uma vez que, se a insegurança do investidor é diminuída pela garantia de poder participar do controle da sociedade anônima, mais capital será investido.

Para concretizar este interesse do legislador, e, de certo modo, diminuir o risco para os investidores, foram previstos diversos mecanismos que permitem que os sócios minoritários participem do controle da sociedade anônima, na medida em que seus interesses poderão ser representados. Caracterizando assim, o princípio da correlação entre investimento e poder de controle.

Um dos exemplos destes mecanismos é a figura do voto múltiplo, dispositivo presente no artigo 141 da Lei 6.404/76. O voto múltiplo consiste na possibilidade de os sócios minoritários, quando da votação para os membros que irão compor o conselho de administração, possa mudar a forma que esta votação ocorrerá. Geralmente, cada ação ordinária enseja um único voto, todavia, quando a eleição é feita através do voto múltiplo, cada ação enseja o número de votos correspondente ao número de cargos a serem preenchidos pelos candidatos. Ou seja, se são sete os assentos a serem preenchidos no conselho de administração, cada ação ordinária enseja sete votos, sendo que pode-se concentrar ou distribuir tais votos por entre os candidatos. Essa forma de votação permite, portanto, que os sócios, ao possuírem ao

menos dez por cento do capital social, criem estratégias para que seus interesses tenham representatividade dentro do conselho de administração.

Além do mecanismo supracitado, a Lei nº 6.404/76 também prevê a figura do voto em separado, previsto em seu artigo 141, §4º. O voto em separado consiste na eleição para um membro do conselho de administração e seu suplente realizada separadamente do sócio majoritário. Assim, os acionistas minoritários têm a possibilidade de ter alguma representatividade pelo conselho de administração, responsável, em parte, por concretizar o poder de controle que o investimento enseja. No que diz respeito ao voto em separado, não somente os sócios minoritários (detentores de ações ordinárias) o podem requisitar, quando possuírem, pelo menos 15% (quinze por cento) do total de ações ordinárias, mas também acionistas preferenciais, se detentores de pelo menos 10% (dez por cento) do capital social exigido para a adoção do mecanismo.

Ao prever que os acionistas detentores de ações preferenciais também podem, de certo modo, ter seus interesses representados no conselho de administração, resta evidente a decisão do legislador em correlacionar o investimento com o poder de controle dentro de uma sociedade anônima.

Outro importante mecanismo para consagrar esta correlação é o previsto no artigo 15, §2º, da Lei n.º 6.404/76. Este mecanismo impõe limite para a quantidade de ações preferenciais a serem emitidas. Isto porque, justamente primando pela correlação entre investimento e poder de controle, ou seja, para coibir a separação entre risco (investimento de capital em determinada empresa) e controle (possibilidade de participação das decisões tomadas na empresa), o total de ações preferenciais (que não ensejam direito a voto, e de certa forma, estão destituídas do poder de controlar a sociedade) não pode passar de 50% (cinquenta por cento) do capital social.

O legislador prevê no artigo 15, §2º da Lei n.º 6.404/76 que “O número de ações preferenciais sem direito ao voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas”. Desta maneira, impede-se que exista uma quantidade exagerada de capital não vinculado ao poder de controle (sem direito a voto), capital esse que é formado pelas ações preferenciais. Em outras palavras, o dispositivo impede uma desproporcionalidade exacerbada da correlação entre investimento e poder de controle.

Para exemplificar outros mecanismos que também consagram o princípio de correlação entre investimento e poder de controle, podem ser citados os artigos 125 e 135 da Lei das Sociedades Anônimas. A lei mencionada foi estruturada de forma a preservar a participação

nas tomadas de decisões por parte dos sócios minoritários . Isto é observado em seus artigos 125 e 135, que permitem que a segunda convocação para a instalação de assembleia geral ordinária e extraordinária, respectivamente, seja feita com qualquer quórum. A partir disso, permite-se que mesmo sem a presença do sócio majoritário, os sócios minoritários possam fazer valer seus interesses dentro da sociedade anônima.

O artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas, em seu parágrafo único, relata que o interesse dos demais acionistas (que não sócio majoritário) devem ser respeitados e atendidos, no momento em que dispõe o seguinte:

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

Portanto, é evidente o interesse do legislador em primar pela consagração do princípio da correlação entre investimento e poder de controle, estando então concretizado o primeiro objetivo do presente trabalho, o de apresentar a existência do princípio de correlação entre investimento e poder de controle.

Diante da apresentação do princípio mencionado, resta agora evidenciar o risco da não observação deste princípio quando o capital está disperso em uma sociedade anônima, e que este risco é decorrente de não previsão legal, ou seja, insuficiência normativa da Lei n.º 6.404/76.

3 FENÔMENO DA DISPERSÃO ACIONÁRIA

Para descobrir se o objetivo do legislador em correlacionar investimento e poder de controle está sendo respeitado na situação do capital estar estruturado de maneira dispersa, precisa-se primeiramente saber do que se trata a dispersão acionária.

A dispersão acionária pode ser entendida como um fenômeno de desconcentração da propriedade acionária, ou seja, não existência de sócio com alta porcentagem das ações ordinárias.

Quando uma sociedade anônima não apresenta concentração da propriedade acionária de modo a existir um sócio majoritário, esta é considerada como sociedade anônima de capital disperso. Portanto, tem-se que o capital pode ser mais concentrado (aqui faz-se relevante entender a figura do sócio majoritário, que é aquele que detém o maior número de ações

ordinárias), no qual existe a figura de um sócio majoritário e, quanto mais concentrado, mais tende à figura de um único acionista proprietário de todas as ações ordinárias; ou mais disperso, no qual o capital formado por ações ordinárias é originário de diversos sócios que têm participação quase igual, e, quanto mais disperso, mais tende-se ao fenômeno da pulverização do capital entre os sócios.

A concentração de propriedade acionária está diretamente ligada à forma de controle dentro de uma sociedade anônima. Sendo que, de acordo com Berle e Means (1932, p. 66), existem cinco tipos empíricos que representam formas de controle de uma sociedade, formas essas que são estabelecidas de acordo com a relação entre quantidade de ações que um sócio possui e o controle efetivo da sociedade. Os tipos são (a) controle através da propriedade quase completa; (b) controle majoritário; (c) controle através de mecanismos legais sem propriedade majoritária; (d) controle minoritário; e, (e) controle gerencial.

É interessante dar atenção ao fato de que a disposição dessas formas de controle estar de acordo com a relação entre propriedade das ações e exercício do controle da sociedade, portanto, quanto mais abaixo na lista acima disposta, menos propriedade acionária (leia-se aqui o percentual de ações dentro da sociedade) terão aqueles responsáveis por controlar a companhia.

Uma das questões mais importantes para as sociedades anônimas é a forma como o controle é exercido, sendo essa a questão que surge logo após a capitalização necessária para que a atividade que a sociedade se destinou aconteça. No entanto, a pluralidade de sócios observada nas sociedades anônimas implica em um feixe de vontades muitas vezes disperso, sendo inviável que somente as decisões que entrem em consenso por todos os sócios sejam tomadas. Para isso existe a figura do voto, como resquício de uma democracia, dentro das sociedades anônimas. Todavia, o voto também não pode ser destinado a decidir a efetivação de cada decisão que uma sociedade deve tomar, sendo muito mais viável a eleição de alguém, ou em geral um conselho, que será responsável pela administração da sociedade, chamado Conselho de Administração.

À época da redação da Lei das Sociedades Anônimas, as sociedades anônimas existentes no Brasil eram praticamente todas estruturadas a partir do capital concentrado (VALADARES e LEAL, 2000), sendo muito congruente que a Lei então previsse que o controle de poder nas sociedades se faria a partir do chamado controle majoritário. O controle majoritário por sua vez, conforme colocado anteriormente, implica na figura de um sócio majoritário, detentor de mais de 50% do capital votante. Por esse motivo, a princípio, o acionista majoritário poderia impor sua vontade aos demais donos de ações ordinárias, mas a lei entende que a vontade dos sócios

minoritários (e até mesmo dos acionistas preferenciais, conforme destacado mais acima) deve também ser capaz de influir na sociedade, sendo esta capacidade de influência garantida por meio de diversos mecanismos, alguns destes exemplificados no presente trabalho.

Contudo, com o passar do tempo, interessante fenômeno ocorreu, denominado dispersão acionária. Essa dispersão foi influenciada pela mudança do perfil dos acionistas, que deixou, em boa parte, de ser de acionistas empresários (interessados em gerenciar a sociedade anônima) e passou a ser de acionista investidor (mais interessado no retorno de seu investimento). Os acionistas investidores preferem investir capital em sociedade que tenha uma administração alheia, com intuito de auferir renda.

Outra influência para a ocorrência deste fenômeno é a de que, quando um investidor, em vez de concentrar seu capital em uma única sociedade, compra ações de companhias diversas, diversificando seu capital, existe menos risco de perdê-lo. Isto é, quando existente grande quantidade de capital concentrado em uma única sociedade, aumentam-se os riscos, pois se por acaso essa incorrer em prejuízos ou até mesmo em falência, maior a parcela monetária a ser perdida., o que contribui para a diminuição da concentração de propriedade acionária dentro das sociedades anônimas.

Frente a esse fenômeno, é possível se observar algumas consequências. A primeira delas é que, em uma sociedade que tenha o capital disperso, ou seja, sem a concentração de capital nas mãos de um único sócio, a figura do sócio majoritário deixa de existir. Consequentemente, o poder de controlar a companhia não está mais na figura de um único sócio, mas diluído entre todos os sócios.

Diante da situação de dispersão acionária, na qual está descaracterizada a figura do sócio majoritário, e para os critérios legais presente no artigo 116 da Lei n.º 6.404/76, descaracterizada a figura do acionista controlador, resta dizer que os mecanismos que objetivavam a concretização do princípio da correlação entre investimento e poder de controle não são aplicáveis.

Além disso, outros mecanismos também não se aplicam. De acordo com Rosenvald e Oliveira (2019), o poder de controle, em sua caracterização jurídica, tem como condição para existência a “permanência; e o uso efetivo do seu poder de voto para eleger a maioria dos administradores”. É o que se entende do art. 116 da Lei das Sociedades Anônimas. Assim, a condição de permanência, relacionada à figura de um sócio majoritário (detentor de mais de 50% das ações com direito de voto), não é atendida quando em estruturas dispersas ou pulverizadas. Assim, conforme os autores supracitados, o não atendimento desse requisito

(...) coloca em xeque a aplicação do conceito jurídico de controlador e, em consequência, de todos os outros mecanismos que se irradiam a partir dele, inclusive a regra de responsabilidade especialmente elaborada para modular seu comportamento

Sendo assim, os investidores disputarão entre si o controle, ou formarão grupos com interesses aproximados para conseguir poder de controle suficiente para concretizar seus interesses.

Conforme os autores Berle e Means (1932, p. 67), “*certain powers of control, such as the power to amend the chart or to discontinue the enterprise, may require more than a simple majority vote and to that extent the majority exercises less control than a sole owner*”¹, motivo pelo qual o controle majoritário tem mais dificuldades em se organizar do que a propriedade de um único dono (controle através da propriedade quase completa).

Por conta do fenômeno da dispersão acionária, o número de sociedades com o capital disperso aumentou. Nessas, como já mencionado, os sócios raramente irão buscar o poder de controle, se o fizessem, essa forma de controle seria chamada, por Berle e Means, de controle minoritário. Por sua vez, quando os proprietários das ações não se manifestam, não participando ou delegando seus votos nas assembleias anuais (nas quais são eleitos os diretores), tende-se para a manutenção da administração. Assim sendo, o controle da companhia assume a forma do controle gerencial ou administrativo, conforme os autores acima mencionados trazem.

Embora no caso do controle da sociedade anônima se dar através de um sócio minoritário, que não detém grande proporção do capital votante, exista alguma correlação entre investimento e poder de controle, estará caracterizado um certo desbalanceio desta relação.

Todavia, nem sempre será possível utilizar-se de estratégias que permitem o controle da sociedade anônima através de sócios minoritários. Quando o capital está pulverizado por entre os sócios (situação na qual nenhum dos sócios detém mais do que 10% do capital votante), existe uma tendência a não existir controle definido por entre os sócios, passando o poder de controlar (possibilidade de tomar decisões a partir de seus próprios interesses) a sociedade anônima aos administradores desta, caracterizando o chamado controle gerencial.

Esse tipo de controle tem como fundamento a propriedade das ações estarem extremamente dispersa. Entretanto, o controle passa a ser estável, porque o custo de obtê-lo é elevado, já que se daria “quer pela via da compra de um montante significativo de ações

¹ Certos poderes de controle, como o poder de alterar o quadro ou interromper a empresa, podem requerer mais do que uma maioria simples de votos, e, por isso, a maioria exerce menos controle do que um único dono. Tradução livre.

votantes, quer pela disputa das procurações de outros acionistas (*proxy fight*)” (BARRIONUEVO FILHO, 1987).

Assim, os administradores da sociedade terão autonomia em relação aos proprietários e, conseqüentemente, a companhia será fortalecida como instituição social, pois o conflito entre esses sujeitos, que enfraquece a entidade, deixará de existir. A obra de Barrinuevo Filho (1987) relata que, enquanto o poder dos sócios diminuirá com a capitalização da empresa (seu crescimento), o poder da administração deve ser restringido pela regulação social e leis, para proteger os interesses dos acionistas que viraram meros investidores.

Em regra, os administradores de uma sociedade anônima não são seus investidores, e quando estes detém o poder de controlá-la, estará caracterizada uma ruptura da correlação entre o investimento e poder de controle. Isso porque os sócios, aqueles que investiram e têm o maior risco, não conseguem efetivar o poder de controle que deveriam ter, enquanto os administradores, que não investiram, o detém.

O problema da não consagração do princípio de correlação entre o investimento e o poder de controle é a insegurança decorrente da não garantia da possibilidade de influenciar efetivamente na tomada de decisões da sociedade anônima. Assim, os investidores terão menos segurança de investir e conseqüentemente, será atraído menos capital, seja interno ou externo.

4 CONCLUSÃO

Através do presente trabalho, observa-se que a capacidade da lei em regular as disputas internas de poder dentro das sociedades anônimas irá depender da forma na qual o capital está estruturado. Justamente pelo fato da Lei n.º 6.404/76 ter sido elaborada em um momento em que o modelo concebido de controle de uma sociedade anônima era o majoritário, já que o capital se encontrava quase sempre de forma concentrada, a ocorrência do fenômeno da dispersão acionária é uma hipótese não prevista no corpo da lei.

Em decorrência desta insuficiência normativa, o princípio da correlação entre investimento e poder de controle, demonstrado pelo presente trabalho, corre risco de não ser respeitado. Uma vez que os diversos mecanismos que têm o objetivo de consagrá-lo não se aplicam na hipótese de dispersão acionária, na qual inexistente sócio majoritário e, conseqüentemente, inexistente acionista controlador.

Ademais, a não observação deste princípio gera insegurança aos investidores, pois, não havendo garantia que seu investimento seja acompanhado de poder de controle, retorna-se à situação em que estes estão à mercê das decisões alheias a seus interesses.

Por fim, cabe dizer que o presente trabalho conseguiu concretizar os objetivos de apresentar a existência do princípio de correlação entre investimento e poder de controle e de evidenciar o risco da não observação deste princípio quando o capital está disperso em uma sociedade anônima, e que este risco é decorrente de não previsão legal, ou seja, insuficiência normativa da Lei n.º 6.404/76.

REFERÊNCIAS

BARRIONUEVO FILHO, Arthur. A separação entre propriedade acionária e controle administrativo: revisitando os clássicos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 27, n. 4, p. 31-37, 1987.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. The modern corporation and private property, 1932. **McMillan, New York, NY**, 1968.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades anônimas**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 15 nov. 2019.

MORAIS, Reginaldo C. **Berle & Means, de 1932 a 2002: a ordem política do capitalismo corporativo**. Universidad Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, 2003. Disponível em: https://reginaldomoraes.files.wordpress.com/2011/06/pv118_berle_means.pdf. Acesso em: 30 jul. de 2019

NETO, Alberto de Campos Cordeiro. **Dispersão acionária e controle minoritário no mercado de capitais brasileiro**. 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/BUOS-9K9SSC>. Acesso em: 20 jul. 2019

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**. 2013. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Disponível em: http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11092014-143912/publico/Tese_Erik_Oioli_versao_integral.pdf. Acesso em: 05 ago. 2019

ROSENVALD, Nelson; OLIVEIRA, Fabrício. **O ilícito na governança dos grupos de sociedades**. 1ª Edição. Editora Juspodivm. 2019.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo. **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**, 2010.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo PC. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Available at SSRN 213409**, 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409. Acesso em: 20 set. 2019.