

# ASPECTOS E CONSEQUÊNCIAS DO PODER DE CONTROLE NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Thiago Salles Rocha<sup>1</sup>

Resumo: Historicamente, o mercado de capitais brasileiro é caracterizado por grande concentração acionária, controle das grandes empresas por grupos familiares e prevalência dos interesses do grupo controlador sobre os interesses dos minoritários. Estudos capitaneados por Berle e Means propuseram a classificação do poder de controle em “totalitário”, “majoritário”, “minoritário” e “gerencial”. Diversos doutrinadores reconhecem a ampla prevalência das formas de controle totalitária e majoritária no mercado de capitais brasileiro. Além das dificuldades características de um país em desenvolvimento, outros fatores apontados para a concentração do mercado de capitais brasileiro são expedientes permitidos pela própria legislação e a teoria da path evidence. Esta teoria defende que estruturas de poder nas sociedades, arraigadas historicamente, tendem a se perpetuar, como é o caso do Brasil, onde as grandes empresas são controladas por um grupo majoritário, que tende a se beneficiar de sua posição em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários. No Brasil, essas grandes empresas conseguem outras formas de financiamento e incentivos governamentais, não sendo o mercado de capitais tão imprescindível para seus negócios. Sólidas evidências apontam correlação entre a concentração do poder de controle e uma política de dividendos ruim e desvalorização do valor das ações da companhia e do mercado de capitais em geral. Em que pese o recente esforço da

---

<sup>1</sup> Especialista e Mestrando em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito Milton Campos, Belo Horizonte/MG, Brasil, thiagosr00@hotmail.com.

BOVESPA incentivando a governança corporativa, dentre outras medidas, com a dispersão do controle acionário, as maiores empresas brasileiras ainda se utilizam de práticas de concentração do poder de controle, fazendo com que, o mercado de capitais brasileiro permaneça extremamente concentrado.

Palavras-chave: Poder de Controle. Brasil. Mercado de Capitais. Concentrado. Dispersão.

Sumário: 1 Introdução. 2 Lei 6.404/76 – Legislação brasileira que possibilita a concentração do poder de controle dissociada da propriedade. 3 Aspectos do poder de controle. 4 A alta concentração do poder de controle no Brasil e suas consequências. 5 Conclusão. Referências.

## THE ASPECTS AND CONSEQUENCES OF CONTROL IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

Abstract: Historically, the Brazilian capital market is characterized by high ownership concentration, large corporations controlled by family groups and prevalence of the controlling group's interests on the minority shareholder's. Studies led by Berle and Means proposed the classification of the control in "one man control", "majority control", "minority control" and "management control". Many scholars recognize the wide prevalence of the majority and one man control in the Brazilian capital market. In addition to the typical developing country's difficulties, other factors pointed to the concentration of the Brazilian capital markets are expedients allowed by legislation and the theory of path evidence. This theory defends that the power structures in companies, historically fixed, tend to perpetuate themselves, as in Brazil, where large companies are controlled by a majority

shareholder's group, which tends to benefit itself using its position despite the minority's interests. In Brazil, these big companies can obtain other forms of investments and count with government incentives, not being the capital market so essential to their business. Strong evidence suggests a correlation between the concentration control and a bad dividend policy and decrease of the value of the stocks and the capital market in general. Despite the recent effort from BOVESPA encouraging corporate governance, among other measures, with incentives to ownership dispersion, the largest Brazilian companies still use concentration practices, causing the Brazilian capital market remains extremely concentrated.

Keywords: Control. Brazil. Capital Market. Concentrated. Dispersion.

Summary: 1 Introduction. 2 The rule 6.404/76 – Brazilian law that enables the concentration of control disassociated of property. 3 Aspects of control. 4 The high concentration of control in Brazil and its consequences. 5 Conclusion. Bibliography.



## 1 INTRODUÇÃO

Ao longo da história, a relação de poder de controle no contexto da Sociedade Anônima experimentou evolução democrática semelhante à evolução histórica dos sistemas de governo dos Estados, que passaram do poder absoluto de uma única pessoa (absolutismo) à democracia (estado democrático de direito).

No Brasil, como não podia deixar de ser, a evolução da Sociedade Anônima e do mercado de capitais foi tardia, já que, por muito tempo, nosso País foi colônia de Portugal, sem atividade industrial relevante que fizesse desenvolver seu mercado acionário.

Trubek<sup>2</sup> (citado por Lima, 1989, pág. 28), em estudo sobre a evolução do mercado de capitais do Brasil, publicado em Abril de 1971, constatou que após o término da 2ª Guerra Mundial, o Brasil adotou a técnica do auto-financiamento, que consistiu em uma série de mecanismos, sendo os principais, o controle de preços e da inflação. De 1947 a 1961, o Brasil experimentou impressionante crescimento, sendo que o produto nacional bruto brasileiro cresceu a uma média de 5,8% e a renda *per capita* aumentou a uma média de 3% ao ano. O produto real cresceu 128% e o produto industrial 262%.

Lima (1989, pág. 28) observa que o modelo de desenvolvimento brasileiro se baseou em crescentes aumentos de índices inflacionários, em um modelo denominado de “poupança forçada”.

Neste modelo, a renda dos cidadãos mais pobres – que não possuem recursos para poupar – é transferida para os mais ricos que, por sua vez, não tem como gastar a sua renda. Essa poupança propicia aumento do excedente econômico e este, conseqüentemente, é utilizado na industrialização do País.

Em 1964, entre as medidas adotadas para o desenvolvimento do país, procurou-se fortalecer a empresa privada nacional (principalmente as sociedades anônimas, que são aquelas que possibilitam maior capacidade de circulação de riquezas), mediante a absorção de recursos pelas pequenas e médias empresas (Leis 4.595/65 e 4.728/67).

Segundo Lima (1989, pág. 29), *a ausência de um estudo sociológico prévio e a ausência de preparo psicológico dos*

---

<sup>2</sup> TRUBEK, David M. *Law planing and the development of the brazilian capital market – a study of Law in economic change*. Nova Iorque: The Bolletín, 1971.

*empresários e dos pequenos e médios poupadores, além da mentalidade paternalista que o empresário brasileiro herdou de Portugal, com receio de dividir o poder decisório com outros sócios, dificultou a empreitada.*

Prossegue o professor mineiro afirmando que o Banco Central do Brasil promulgou a Resolução 60, de 24 de Julho de 1967, que liberou a aplicação de metade dos fundos fiscais 157<sup>3</sup>, na compra de quaisquer ações transacionadas em bolsas de valores, pelo prazo de quatro meses.

Isso gerou um grande interesse no mercado de ações, a despeito da realidade econômica nacional não estar preparada para tamanha euforia.

Como decorrência deste descompasso, em 1971 ocorre o “Encilhamento”, com quebra generalizada de empresas, semelhante à do *Crack* da Bolsa de Nova Iorque, em 1929.

O Encilhamento de 1971 trouxe reflexão quanto à fraca regulação do mercado de ações, no país. Tanto é assim, que a Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976) foi promulgada cinco anos depois deste fato.

Em que pesem algumas alterações, a Lei 6.404/76 é até hoje a lei que regula as Sociedades Anônimas. É sobre este diploma legal que passaremos a discorrer no tópico seguinte.

## 2 LEI 6.404/76 – LEGISLAÇÃO BRASILEIRA QUE POSSIBILITA A CONCENTRAÇÃO DO PODER DE CONTROLE DISSOCIADA DA PROPRIEDADE

---

<sup>3</sup> “Através do mecanismo adotado por esse decreto (Decreto nº 157/1967), o contribuinte do imposto de renda passou a ter duas opções: pagar integralmente o tributo ao Fisco ou pagá-lo com um desconto, aplicando a diferença em fundos fiscais, utilizados na compra de valores mobiliários.

(...)

Com o intuito de “matar dois coelhos com uma só cajadada”, o legislador do Decreto-Lei 157/1967 restringiu a aplicação dos fundos fiscais 157 a empresas com problemas de capital de giro, com o que visava a salvá-las da insolvência, injetando-lhes recursos financeiros.” (LIMA, 1989, pág. 31)

Com a Lei 6.404/76 o legislador objetivou fortalecer definitivamente o mercado de capitais no Brasil, visando regras claras, especialmente quanto aos direitos dos acionistas minoritários. Com isso, se pretendia direcionar os investimentos dos brasileiros, tradicionalmente conservadores em suas aplicações, ao mercado de ações.

Isso fica claro da exposição de motivos da referida Lei (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976):

O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

Entretanto, o que se observou logo após a promulgação da referida Lei, foi um tímido incremento do mercado de capitais brasileiro.

Segundo quadro estatístico exposto por Lima (2003, pág. 02) e obtido em pesquisa junto às Juntas Comerciais brasileiras, no ano de 2001, das 490.911 empresas registradas, apenas 1.243, se constituíam sob a forma de Sociedades Anônimas. Em comparação, 241.487 se revestiam da forma de Firma Individual e 245.389, da forma de Sociedade Limitada. Verifica-se que as Sociedades Anônimas, mesmo possuindo maior capacidade de circulação de capitais, respondiam, àquela época a 0,25% das empresas registradas no país.

O próprio jurista mineiro expõe algumas das razões para o baixo número de sociedades anônimas no país:

O alto percentual de registro de firmas individuais parece apontar, a um tempo: (...) para as dificuldades de nossa Economia e, principalmente, para a falta de emprego ou o desemprego, que levam as pessoas a tentarem constituir um negócio próprio;

(...)

Prefere-se a sociedade por cotas, de responsabilidade limitada, à sociedade anônima, porque aquela constitui estrutura jurídica menos burocratizada e, conseqüentemente, menos onerosa.

O número de sociedades anônimas constituídas no período apresenta-se maior em Estados mais industrializados, como os da Região Sul, e menos em outros, como os da Região Nordeste.

A Lei 6.404/76 apesar de seus objetivos iniciais, não logrou o êxito esperado. Nota-se que o mercado de capitais não se desenvolveu nas décadas seguintes à promulgação da Lei a contento, como demonstraram os dados coletados por Lima. Os empresários continuaram relutantes em abrir o capital de suas empresas, com grande concentração acionária.

Recentemente, diversos estudiosos do mercado de capitais brasileiro<sup>4</sup> defendem que a concentração do poder de controle nas empresas brasileiras gera diminuição do valor dos seus papéis, uma vez que os controladores das empresas tendem a maximizar seus benefícios próprios a despeito dos interesses dos acionistas minoritários. Isso gera desconfiança e desestímulo aos investidores, gerando conseqüentemente, desvalorização desses papéis.

Apesar de seu objetivo de promover maiores defesas aos acionistas minoritários, a Lei 6.404/76 parece ter pecado ao viabilizar meios diretos e indiretos de exercício do poder de

---

<sup>4</sup> Gorga (2008), Aldrighi e Oliveira (2007) e Carvalhal-da-Silva e Leal (2003)

controle, mediante a propriedade de pequena parcela do capital social.

O artigo 15 da referida Lei, por exemplo, permite a emissão de ações sem direito de voto (preferenciais) até o limite de 50% do capital total da empresa, nos seguintes termos:

Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

(...)

§ 2o O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

Ressalte-se que o parágrafo segundo é fruto de uma alteração promovida pela Lei 10.303 de 2001, que veio trazer maiores direitos aos acionistas minoritários. Anteriormente a esta Lei, a emissão de ações, sem direito a voto, poderia ser feita em até 2/3 do capital social.

Entretanto, a própria norma previu que empresas abertas constituídas anteriormente à data de eficácia da Lei, que contivessem aquela proporção em seus estatutos sociais (2/3), poderiam manter a sua composição acionária e continuar emitindo ações naquela proporção<sup>5</sup>.

Assim, em determinadas Sociedades Anônimas brasileiras, é possível exercer o poder de controle da empresa, detendo apenas 12,5% do capital social, mais uma ação.

---

<sup>5</sup> Art. 8o A alteração de direitos conferidos às ações existentes em decorrência de adequação a esta Lei não confere o direito de recesso de que trata o art. 137 da Lei no 6.404, de 1976, se efetivada até o término do ano de 2002.

§ 1o A proporção prevista no § 2o do art. 15 da Lei no 6.404, de 1976, será aplicada de acordo com o seguinte critério:

(...)

III - as companhias abertas existentes poderão manter proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões de ações. (BRASIL, 2001)

A Lei também prevê outros meios indiretos para a obtenção do controle como o Acordo de Acionistas para exercício de voto, que vincula os acionistas e inclusive os administradores da companhia<sup>6</sup>.

A seguir, analisaremos os aspectos do poder de controle, expostos brilhantemente pelos professores americanos Adolf Berle Jr. e Gardiner Means, na década de 1930.

### 3 ASPECTOS DO PODER DE CONTROLE

Os professores Estadunidenses Adolf Berle Jr. e Gardiner Means publicaram, na década de 1930, impactante estudo sobre a possibilidade de dissociação acionária e poder de controle empresarial. Na obra denominada *The modern corporation and private property*<sup>7</sup>, esses autores, com base em dados estatísticos colhidos em 1929, propuseram uma classificação do controle interno da empresa, de acordo com a concentração e dissociação do capital social.

Segundo Comparato e Salomão Filho (2008, pág. 52),

---

6 Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

(...)

§ 3º Nas condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas.

(...)

§ 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

§ 9º O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

<sup>7</sup> BERLE JR., Adolf e MEANS, Gardiner. *The modern corporation and private property*. Nova Iorque: Ed. Revista. 1967.

esses autores dividem o controle da empresa em cinco espécies: o controle com quase completa propriedade acionária, o controle majoritário, o controle obtido mediante expedientes legais, o controle minoritário e o controle administrativo ou gerencial.

No mesmo estudo, Comparato e Salomão Filho<sup>8</sup> criticam o terceiro tipo de controle (controle obtido mediante expedientes legais), uma vez que suas hipóteses se confundem com os demais tipos de controle apresentados.

Tendo em vista que a exemplificação dos professores brasileiros nos parece mais simples e didática, preferimos utilizá-la, adotando apenas quatro tipos de controle, expostos a seguir.

O controle totalitário é aquele em que o acionista majoritário tem a quase completa titularidade acionária, vale dizer, o controlador da companhia detém uma soma praticamente absoluta do capital da empresa. No Brasil, país onde até bem pouco tempo era vedada a sociedade unipessoal, é muito comum esse tipo de controle, sendo que o sócio majoritário figura na sociedade detendo, muitas vezes, 99% das quotas da sociedade, enquanto um sócio (normalmente pessoa de sua confiança, um familiar) figura detendo ínfimos 1%, muitas vezes, apenas servindo para atender a obrigação legal da

---

<sup>8</sup> “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 *trustee* não pode ser assimilado a um proprietário (*owner*) e nesse sentido exerce o controle sem propriedade, mas fundado, de qualquer modo, em direito próprio. A originalidade do instituto não permite a generalização dessa espécie particular de controle aos demais sistemas jurídicos. Aliás, na própria doutrina norte-americana, a posição de Berle e Means nesse passo não ficou isenta de críticas.” (COMPARATO E SALOMÃO FILHO, 2008, pág. 64)

existência de 2 pessoas para a constituição da sociedade<sup>9</sup>.

Comparato e Salomão Filho (2008, pág. 60) conceituam o controle totalitário da seguinte forma:

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).

Nessa hipótese, segundo os mesmos autores, as deliberações da companhia são decididas pela unanimidade.

A segunda hipótese é o controle majoritário. Nesta espécie, a maioria representativa de capital é efetivamente controladora da empresa. Essa maioria pode se manifestar mediante só uma pessoa, um grupo de pessoas que possuem laços entre si (por exemplo, uma família) ou acionistas que se unem em grupos de controle. Comparato e Salomão Filho ainda dividem o poder de controle majoritário em “simples” e “absoluto”, tratando-se de minoria qualificada a exercer seus direitos legais, na primeira hipótese, e minoria não-qualificada, na segunda.

Já o controle minoritário é aquele exercido por acionistas que, apesar de controladores, não possuem ações correspondentes a mais da metade do capital social da empresa.

Por fim, a última hipótese de controle apresentada por Berle e Means é o gerencial. Mais uma vez cabe citar os professores Comparato e Salomão Filho (2008, pág. 71), a respeito desta hipótese:

Aquele não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se

---

<sup>9</sup> Art. 80, Lei 6.404/76. A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares:

I - subscrição, pelo menos por 2 (duas) pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto;

divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial de fato, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação.

A constatação da existência deste tipo de poder de controle surgiu da observação de que empresas com capital extremamente pulverizado contavam com acionistas que eram, em sua maior parte, apenas investidores, buscando aumentar o seu capital. Essa ausência de participação efetiva nas deliberações sociais propiciou grande poder aos órgãos de administração e assim, os administradores passaram a criar meios de se perpetuar no poder, aprovando deliberações beneficiárias de suas posições.

O mercado de capitais dos Estados Unidos da América contém empresas que são o típico exemplo do controle gerencial. Levantamento realizado por Berle e Means, no início da década de 30, verificou que nas duzentas maiores companhias não financeiras dos EUA, o tipo de controle exercido era o gerencial. Um levantamento posterior, realizado em 1963, constatou que essa estatística havia aumentado consideravelmente (COMPARATO E SALOMÃO FILHO, 2008, pág. 72).

Wald (2002, pág. 315), citando Anthony Sampson<sup>10</sup>, afirma que após a Segunda Guerra Mundial, as dimensões das empresas americanas aumentaram muito e algumas, inclusive, passaram a possuir orçamentos maiores que muitos países.

A já apontada grande dispersão acionária e a ausência de interesse nos atos das empresas pelos acionistas fizeram com que surgissem diversas distorções, com choques entre os interesses dos administradores e os das companhias<sup>11</sup>, o que

---

<sup>10</sup> SAMSON, Anthony. *The sovereign state of ITT*. Greenwich:Fawcett Publication, 1973.

<sup>11</sup> “Nas décadas seguintes, multiplicaram-se os escândalos de *insiders*, abrangendo inclusive algumas das grandes instituições financeiras e ensejando a aplicação de graves penalidades e de multas importantes, que acabaram acarretando uma

motivou maior preocupação das cortes estadunidenses e da SEC – *Securities and Exchange Commission*.

Entretanto, apesar da caracterização do poder de controle permanecer o mesmo naquele país, Wald (2002, pág. 316) apresentou um recente fenômeno que vem mudando a realidade de total independência dos administradores na condução da companhia. Trata-se do ingresso de fundos de pensão nas sociedades americanas:

Finalmente, houve uma modificação relevante na posição dos acionistas minoritários. Estes deixaram de ser as pessoas físicas, que aplicavam seus próprios recursos na Bolsa, e foram substituídos pelos Fundos de Pensão e pelos Fundos de Ações, com força de atuação e dimensões muito maiores.

(...)

Na realidade, reagindo contra o excesso de poder dos administradores, os fundos se organizaram, passando a fazer o monitoramento institucional das empresas, requerendo amplas informações e acompanhando a gestão de perto, com os meios técnicos e jurídicos adequados, dos quais não dispunham anteriormente os pequenos acionistas.

(...)

Os acionistas minoritários começaram a intervir nas empresas, liderando os movimentos para a modificação da política ou da gestão empresarial de forma consensual e até forçada, se necessário. Essa intervenção dos investidores institucionais chegou a abranger a demissão de

---

verdadeira revolução cultural no mercado de capitais. As especulações realizadas na Bolsa preocuparam a doutrina, que nelas deixou de ver um meio adequado de desenvolver a economia, chegando a temer que *Wall Street* se transformasse em Las Vegas.” (WALD, 2002, pág. 316)

diretores e presidentes de algumas das maiores empresas americanas, como IBM, American Express, General Motors e Westinghouse.

A maior interação dos acionistas minoritários, exigindo a incorporação de preceitos de governança corporativa nas empresas estadunidenses, trouxe maior transparência e segurança ao mercado, mas não fez com que o controle gerencial deixasse de ser predominante naquele país.

Passaremos agora à análise do mercado societário brasileiro, sob o ponto de vista do poder de controle, bastante diferente do mercado estadunidense<sup>12</sup>.

#### 4 A ALTA CONCENTRAÇÃO DO PODER DE CONTROLE NO BRASIL E SUAS CONSEQUÊNCIAS

Como vimos nos tópicos anteriores, a Lei societária brasileira permite a utilização de expedientes que viabilizam a concentração do poder de controle, dissociado da propriedade do capital.

Em decorrência dessa permissão e de outros fatores estruturais, a concentração do mercado societário brasileiro é muito grande. Predominam por aqui, as formas de poder de controle totalitária e majoritária.

Gorga (2008, pág. 51) aponta como uma das justificativas para a concentração do poder de controle no Brasil a teoria denominada *path dependence*:

*Scholars argue that initial patterns of stock ownership tend to create structures and set rules*

---

<sup>12</sup> “Seja como for, toda essa problemática da macrocompanhia de capital aberto apontada por Berle e Means é por ora ainda estranha à realidade brasileira. Não obstante a proverbial carência de dados estatísticos em nosso país, ninguém ainda assinalou, no Brasil, a existência de companhias controladas, exclusivamente, pelos seus próprios administradores, como órgão autoperpetuante, segundo a expressão daqueles autores, em razão de extrema dispersão acionária.” (COMPARATO E SALOMÃO FILHO, 2008, pág. 75)

*that contribute to the maintenance of this very pattern of ownership structure. According to this thesis, path dependence would prevent changes from occurring. There could be a critical moment where the costs of adhering to the same structure would surpass the benefits of adopting a new structure. At this point, the path could be broken, and dispersed ownership would then develop. Ownership structure is then dependent on prevailing institutions existing in an environment. As we have seen, the persistence of traditional Brazilian firms in segments of poor corporate governance supports the path dependence hypotheses. On the other hand, the significant change towards more significant levels of ownership dispersion begs the question what the reasons are that prompted this evolution.*

A aludida teoria defende que padrões iniciais de um determinado mercado societário tendem a se manter. Gorga afirma que as grandes e bem-sucedidas empresas brasileiras sempre tiveram um poder de controle totalitário ou majoritário. Esta concentração de poder com diminuição dos poderes minoritários faz com que o acionista controlador tenda a retirar mais vantagens para si, em detrimento dos interesses da empresa e, conseqüentemente, dos minoritários.

Ainda segundo a aludida professora, no Brasil, essas empresas já são consolidadas e demasiadamente influentes no mercado, geralmente regidas pelas famílias brasileiras mais influentes. Devido a esses fatores, elas conseguem diversas outras formas de capitalização, perante instituições financeiras privadas e públicas e amplos acessos a incentivos governamentais, fazendo com que o mercado de ações não seja tão imprescindível para seus negócios.

O resultado é que o poder de controle empresarial no

Brasil se tornou extremamente concentrado. Comparato e Salomão Filho (2008, pág. 75) comentam essa realidade:

No Brasil, é extrema a concentração acionária. De acordo com dados constatados no *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, emitido pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 2003, mais da metade (51%) das ações das 459 sociedades abertas pesquisadas estão em mãos de um único acionista, sendo que 65% das ações estão detidas pelos três maiores acionistas. Como indicado no estudo, esses números provavelmente subestimam a real concentração acionária existente no Brasil. Primeiro porque as empresas da amostra tendem a ser menos concentradas que as empresas menores e segundo porque muitas vezes os três maiores acionistas pertencem ao mesmo grupo econômico.

No pé de página da mesma obra, Comparato e Salomão Filho (2008, págs. 75 e 76) apresentam outra pesquisa feita, esta por *Mckinsen & Company* e *Korn/Ferry International*, que, indo de encontro às conclusões de Gorga, constatou a presença do controle familiar, sobrepujamento dos direitos dos acionistas minoritários pelos controladores e ausência de transparência e níveis satisfatórios de governança corporativa:

Entre 174 empresas brasileiras (públicas ou privadas, receita mínima de US\$ 250 milhões e conselho de administração) indicou que 61% das ações ordinárias pertence em média, a um único acionista. Se forem considerados os três maiores acionistas, esse número alcança o percentual de 85% das ações ordinárias. A pesquisa realizada concluiu que além da alta concentração do controle acionário, a estrutura de propriedade do controle

nas empresas brasileiras: i) é caracterizada pelo controle familiar, compartilhado ou exercido por multinacionais; ii) os acionistas minoritários são pouco ativos e os seus interesses não são completamente reconhecidos; e iii) há alta sobreposição entre propriedade acionária e gestão executiva. Além disso, os conselhos de administração das empresas são compostos por conselheiros internos, representantes de acionistas majoritários, e têm estruturas informais, com processos não definidos, e há pouca clareza na divisão dos papéis de conselho e executivo nas empresas familiares. Ressalta-se ainda que, apesar das empresas considerarem satisfatórios os níveis de transparência e comunicação com investidores do mercado financeiro e minoritários, tais níveis, segundo este últimos, são ainda insuficientes.

Carvalho-da-Silva e Leal (2003, pág. 09), constataram que em um universo de 225 empresas da BOVESPA (correspondente a 70% do volume negociado naquela Bolsa de Valores e a 45% do número total de empresas) 108 ou 48% daquelas empresas são controladas por grupos familiares, quase metade do total pesquisado.

Carvalho-da-Silva e Leal (2003, pág. 02) fazem um paralelo entre a concentração de poder da empresa, sua política de distribuição de dividendos e o valor de mercado de seus títulos. Os professores citam diversos estudos que concluíram que a concentração do poder de controle leva à diminuição do valor da empresa:

*Recent research suggests that higher cash flow rights are associated with higher valuation. In contrast, the concentration of control rights and the separation of voting from cash flow rights have a negative effect on firm value. Shleifer and Vishny*

*(1997), La Porta et al (1998,1999), Morck et al (1988) and Claesens et al (2000a, 2000b) studied the conflicts of interest between large and small shareholders. When large investors control a corporation, their policies may result in the expropriation of minority shareholders. Such companies are unattractive to small shareholders and their shares have lower valuation.*

Em seu artigo, esses pesquisadores provaram matematicamente e diante de evidências sólidas que a concentração do controle da companhia leva a uma política ruim de distribuição de dividendos e à diminuição do valor de mercado dos títulos da companhia.

Se a concentração do poder de controle é boa para os grandes controladores das empresas no Brasil, ela é extremamente prejudicial para o mercado de capitais do país, pois, como visto, o valor geral das companhias diminuiu em razão da desconfiança e desinteresse dos investidores.

Entretanto, esse quadro de intensa concentração de poder de controle vem se alterando nos últimos anos. Recentemente, o Brasil experimentou um desenvolvimento econômico que há muito tempo não era visto. A crise econômica que assolou os países considerados ricos gerou um maior número de investimentos no país, em busca de seu crescente mercado consumidor e sua momentânea estabilidade econômica, comparada à realidade daqueles países.

Esse fenômeno gerou crescentes investimentos no mercado de capitais brasileiro e uma realidade inédita: a crescente dispersão do capital das empresas brasileiras.

Em junho de 2005, a Lojas Renner se tornou a primeira empresa brasileira com capital pulverizado, realizando uma oferta pública de ações que fez com que quase 100% de seu capital social ficasse sujeito à negociação em bolsa.

Segundo Gorga (2008, pág. 59), o recente fenômeno de

dispersão do poder de controle teve influência decisiva das iniciativas da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Em seu trabalho, a professora afirma que após uma severa crise no mercado de capitais brasileiros em 1990, com grande queda no volume de negociações (47%), a BOVESPA, preocupada com a sua perpetuação, passou a tomar medidas para reduzir a percepção de risco dos investidores.

Assim, em Dezembro de 2000, a BOVESPA criou três segmentos de listagem do mercado de ações, (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). Estes possuem rígidas regras de governança corporativa, mais restritas que a Lei 6.404/76<sup>13</sup>.

Para que uma empresa figure nesses níveis, deve se sujeitar às normas previstas pela BOVESPA. A vantagem é que a classificação nesses parâmetros gera presunção de existência de altos padrões de governança corporativa nessas companhias e prováveis direitos e dividendos maiores a serem distribuídos aos seus investidores, trazendo maior confiança ao mercado de capitais.

No nível mais severo, o “Novo Mercado”, todas as ações devem possuir direito a voto e o direito de *tag-along* dos minoritários é exercido obrigatoriamente pelo valor de 100% do valor pago às ações negociadas pelo controlador.

O direito de voto a ser exercido por todos os acionistas é chamado pela doutrina de “*one-man-one-vote*” e, conforme ensina Gorga (2008, pág. 14) propicia maior participação dos investidores e, conseqüentemente, dispersão do capital:

*All three segments require that public share offerings use mechanisms favoring capital dispersion and broader retail access. While this rule can be interpreted in very different ways, it is clear that the one-share-one-vote rule best enables ownership to become dispersed. This rule is only*

---

<sup>13</sup> Veja: <[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_segmentos-de-listagem.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp)>, acesso em 29/10/2011.

*required by Novo Mercado. Therefore, Novo Mercado is the most stringent listing segment, followed by Level 2 and Level 1, the least stringent segment.*

Porém, a recente tendência à dispersão do controle acionário é um fenômeno ainda muito restrito. O que fica claro no estudo de Gorga (2008, pág. 70) é que, em que pese a recente dispersão de controle ocorrida no Brasil, existem dois mundos bastante diversos. Enquanto no Novo Mercado, novas empresas ingressantes praticam níveis satisfatórios de governança corporativa, sendo observada gradativa dispersão do poder de controle, as tradicionais grandes empresas ainda resistem em abrir mão de seus instrumentos de exercício de controle, situando-se ou no mercado conservador ou no novo segmento de nível 1, o menos restrito da BOVESPA:

*Nonetheless, this paper cautions that the majority of traditional companies have not yet migrated to Bovespa's new listing segments the way players of the market were expecting them to do. This shows that path dependence still applies: firms tend to persist with their patterns of initial ownership and changes in corporate governance practices that depend on changes in ownership structures may remain hard to achieve.*

*Brazilian capital markets are going through an important change. The "new entrants" have caused the level of ownership concentration to significantly diminish in Novo Mercado. However this change is accompanied by persistence of the traditional concentration of ownership in Level 2, Level 1 and the standard market. Therefore, we find that new practices of corporate governance coexisting with old practices. We find institutional adaptation towards better governance patters,*

*however family ownership is still dominant and stable.*

Assim, mesmo diante de um grande esforço promovido pela Bolsa de Valores, ainda persistem graves problemas de concentração de poder nas companhias brasileiras, causadas preponderantemente por estruturas consolidadas historicamente, mantidas pelos grandes empresários (grandes grupos familiares), o que gera pequenos dividendos pagos aos minoritários, baixos níveis de governança corporativa e desvalorização das ações negociadas no mercado de capitais brasileiro de maneira geral.

## 5 CONCLUSÃO

Através do presente artigo, verificamos que a estrutura de poder das Sociedades Anônimas no mundo evoluiu de forma semelhante ao sistema de governo dos Estados. Ao longo do tempo, o poder absoluto do “dono da empresa”, foi sendo substituído pela maior participação dos acionistas não-controladores, sobressaindo a importância das Assembleias-Gerais e dos órgãos da Administração.

Nos países com mercado societário mais desenvolvido, como os Estados Unidos da América, este desenvolvimento chegou ao ponto de total dissociação do capital social ante ao poder de controle, sendo que a extrema dispersão acionária e a ausência de interesse dos acionistas não-controladores na condução da empresa (apenas voltados à valorização de seus títulos e à distribuição de dividendos), fez com que os administradores conseguissem aprovar sucessivos meios de perpetuação no poder das empresas, além de excelentes salários e benefícios.

A doutrina dividiu o poder de controle em totalitário, majoritário, minoritário e gerencial. No Brasil, conforme a ampla maioria de dados coletados nos estudos do tema, o

controle gerencial (predominante em países como os Estados Unidos da América e Inglaterra) ainda inexistente, sendo predominantes as formas totalitária e majoritária.

A teoria da *path dependence*, associada com as dificuldades econômicas sofridas pelo país na década de 80 e 90 explicam o baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e a alta concentração do poder de controle na composição societária das empresas nacionais.

As grandes empresas brasileiras são controladas, em sua maioria por famílias influentes que exerceram por longo tempo um poder de controle totalitário ou majoritário. Esta estrutura histórica de poder tende a se manter, uma vez que esses empreendimentos extremamente bem-sucedidos possuem acesso facilitado a outras formas de financiamento de suas atividades e a incentivos governamentais. Os controladores conseguem tirar cada vez mais benefícios pessoais dessa situação, em detrimento dos interesses da sociedade e dos minoritários.

Diversos estudos conseguem demonstrar através de evidências sólidas, uma relação direta entre o poder de controle concentrado (totalitário ou majoritário) e uma política ruim de distribuição de dividendos e diminuição do valor dos papéis das companhias.

Apesar de uma recente tendência à dispersão do poder de controle em empresas brasileiras, estudo realizado por Gorga (2008) constatou que as grandes empresas brasileiras ainda são controladas por grupos familiares e que mantém as mesmas práticas antigas de concentração de poder.

Por outro lado, é forçoso concluir que iniciativas realizadas pela BOVESPA como a criação de segmentos de listagem no mercado de ações com regras mais rígidas que as previstas na legislação (inclusive o *one-man-one-vote*) foram capazes de propiciar um aumento de confiança no mercado de ações e um aumento significativo na negociação de títulos no

Brasil<sup>14</sup>.

Para que o mercado de ações brasileiro atinja o nível de excelência desejado para um país que pleiteia ser um ator relevante no cenário mundial, é necessário que cada vez mais a governança corporativa seja incentivada e um dos meios para tanto, é o gradativo incentivo à dispersão do poder de controle.

Medidas privadas como as empreendidas pela BOVESPA são válidas, porém, a situação estrutural das maiores empresas brasileiras só será revertida com alteração na legislação, extirpando-se ou diminuindo-se os expedientes legais viabilizadores da concentração de controle e encarecendo os custos para o exercício dessa posição.

O Estado também tem sua parcela de culpa e deve incentivar a captação de recursos pelas empresas através do mercado de capitais, encarecendo a opção por outros meios. É notório que o mercado de capitais, por propiciar a capitalização e o investimento direto sem intermediários, é o meio mais sofisticado e bem sucedido de circulação de riquezas consolidado mundialmente.

Os grupos controladores totalitários e majoritários só abandonarão instrumentos de concentração de poder e adotarão práticas de governança corporativa quando os custos da concentração não compensarem os seus benefícios.

Por conseguinte, um mercado de capitais que efetivamente proteja os minoritários, atrairá confiança e maiores investimentos, aumentando o valor dos títulos negociados e possibilitando maior circulação de riquezas e desenvolvimento ao país.

---

<sup>14</sup> O estudo de Gorga (2008, pág. 74) demonstra que o volume de ofertas primárias de ações saltou de R\$ 2.749.450,00 em 1999 (um ano antes da criação dos segmentos de listagem) para R\$ 33.135.840,00 em 2007 e que o volume de ofertas secundárias saltou, no mesmo período de R\$ 1.866.600,00 para R\$ 34.121.300,00, corroborando o sucesso do estímulo das medidas no mercado.



## REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, Dante Mendes e OLIVEIRA, Alessandro Vinícius Marques de. *The influence of ownership and control structures on the firm performance: evidence from brazil. Second Singapore International Conference on Finance 2008*. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=972615>>. Acesso em 29 out. 2011.
- BRASIL. *Lei 10.303 de 15 de Outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, 31 out. 2001.
- BRASIL. *Lei 6.404 de 15 de Dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, 17 dez. 1976.
- CARVALHAL-DA-SILVA, André e LEAL, Ricardo. *Corporate governance, market valuation and dividend policy in brazil. Coppead Working Paper Series, Paper No. 390*. Nova Iorque. Nov. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em: 29 out. 2011.
- COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5ª. Ed. Rio de Janeiro: Forense. 2008.
- GORGA, Érica. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? evidence from brazil and consequences for emerging countries. Cornell Law Faculty Working Papers*. Nova Iorque. Paper 42. Disponível em:

[http://scholarship.law.cornell.edu/clsoops\\_papers/42](http://scholarship.law.cornell.edu/clsoops_papers/42).

Acesso em 29 out. 2011.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

---

\_\_\_\_\_. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos nº 196, de 24 de Junho de 1976*. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.as](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.as) p. Acesso em: 29 out. 2011.

WALD, Arnoldo. O Governo das Empresas. *Revista de Direito Bancário*, São Paulo, v. 15. Pág. 285 – 336, jan./mar. 2002.