

# CONTROLE MINORITÁRIO NO BRASIL

---

Paula Andrade  
Ribeiro Chaves





## *Controle minoritário no Brasil*



# ***Controle minoritário no Brasil***

*Paula Andrade Ribeiro Chaves*



Copyright © 2018, D'Plácido Editora.  
Copyright © 2018, Paula Andrade Ribeiro Chaves.

**Editor Chefe**  
*Plácido Arraes*

**Produtor Editorial**  
*Tales Leon de Marco*

**Capa, projeto gráfico**  
*Leticia Robini*  
*(Imagem por Joel Filipe, via Unsplash)*

**Diagramação**  
*Leticia Robini*

**Editora D'Plácido**  
Av. Brasil, 1843, Savassi  
Belo Horizonte – MG  
Tel.: 31 3261 2801  
CEP 30140-007



WWW.EDITORADPLACIDO.COM.BR

Todos os direitos reservados.  
Nenhuma parte desta obra pode ser reproduzida,  
por quaisquer meios, sem a autorização prévia  
do Grupo D'Plácido.

Catálogo na Publicação (CIP)  
Ficha catalográfica

CHAVES, Paula Andrade Ribeiro

Controle minoritário no Brasil -- Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2018.

Bibliografia.

ISBN: 978-85-8425-964-9

1. Direito. 2. Direito Empresarial. I. Título.

CDU347.7

CDD342.2

GRUPO  
D'PLÁCIDO



\*  
Rodapé



“You’ve got to find what you love. And that is as true for your work as it is for your lovers. (...) the only way to do great work is to love what you do. If you haven’t found it yet, keep looking. Don’t settle.”

*Steve Jobs*





*Dedico esse trabalho às quatro mulheres da minha vida –  
minha mãe, meu maior exemplo de mulher e luta, minha  
querida vó Lourdes, significado de eterna doçura e ternura em  
minha vida, e minhas filhas Gabriela e Maria Eduarda, que  
ainda tão novinhas já me ensinam tanto, em especial o quanto  
tudo se torna irrelevante frente ao amor que sinto por elas.*



## *Agradecimentos*

À Deus, minha fé maior, por me dar a vida e muitas bênçãos.

Aos meus pais, Joel e Vânia, por tudo, hoje e sempre.

Ao Leo, meu marido, companheiro e melhor amigo, que aguentou bravamente minha ausência, ansiedade e nervosismo durante o período de redação desse trabalho.

Aos meus irmãos e amigos, por sempre estarem comigo, vibrando em cada conquista.

À equipe do Coimbra & Chaves Advogados, em especial à Eugênia, forte guerreira, que se desdobrou para permitir minha ausência do escritório para realização desse estudo, e ao Paulo Coimbra, meu sócio, e maior incentivador para a publicação deste trabalho.

Ao Prof. Vinícius Gontijo, o qual possui um talento nato para transmitir conhecimento e motivar seus alunos e que me deu o prazer de me aceitar como sua orientanda.

Por fim, a todo o pessoal da secretaria do mestrado da Milton Campos, sempre gentis e muito solícitos.



# Sumário

<i>Lista de abreviaturas e siglas</i> .....	15
<i>Prefácio</i> .....	17
<i>Introdução</i> .....	21
<b>1. Evolução do mercado de capitais brasileiro</b> .....	<b>25</b>
1.1. Anos 40 e 50 - Decreto-Lei n. 2.627/1940.....	26
1.2. Anos 60 e início dos anos 70 - Lei n. 4.595/1964 e Lei n. 4.728/1965.....	28
1.3. Anos 70 - Lei n. 6.404/76 e Lei n. 6.385/76.....	30
1.4. Anos 80 até o início dos anos 2000 – Reforma da Lei das S.A. por meio da Lei n. 9.357/97.....	36
1.5. Anos 2000 – Reforma da Lei das S.A. por meio da Lei n. 10.303/2001 e criação do Novo Mercado.....	38
<b>2. Do poder de controle</b> .....	<b>43</b>
2.1. Do sentido da palavra controle.....	43

2.2. Da estrutura de poder na sociedade anônima.....	44
2.3. Das classificações de controle interno propostas por Berle & Means.....	47
2.3.1. Do Controle com quase completude da titularidade acionária.....	51
2.3.2. Do Controle Majoritário.....	51
2.3.3. Do Controle obtido mediante expedientes legais.....	52
2.3.4. Do Controle Minoritário.....	53
2.3.5. Do Controle Gerencial.....	54
2.4. Da propriedade acionária das companhias abertas brasileiras e seu enquadramento de acordo com a classificação de controle de Berle & Means.....	55
<b>3. Da regulação jurídica do poder de controle no Brasil.....</b>	<b>61</b>
3.1. Caracterização do poder de controle segundo a Lei n. 6.404/76.....	61
3.1.1. Da pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum.....	67
3.1.2. Do titular de direito de sócio.....	69
3.1.3. Do modo permanente e da maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral.....	70
3.1.4. Do poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.....	75
3.1.5. Do uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.....	76

3.2. Caracterização do poder de controle segundo os principais segmentos de listagem da BM&FBOVESPA.....	78
3.2.1. Da criação dos níveis diferenciados de listagem e suas principais características.....	78
3.2.2. Da caracterização do poder de controle nos níveis diferenciados do BMF&BOVESPA.....	81
3.3. Caracterização do poder de controle segundo o Comitê de Aquisições e Fusões – CAF.....	84
3.3.1. Do contexto de criação do CAF e suas características.....	84
3.3.2. Do poder de controle segundo o CAF.....	90
<b>4. Do controle minoritário no Brasil.....</b>	<b>91</b>
4.1. Do conceito de controle minoritário e da delimitação do presente estudo.....	91
4.2. Do controle minoritário a luz do artigo 116 da Lei n. 6.404/76 e a posição da doutrina brasileira.....	94
4.2.1. Da doutrina a favor da existência do controle minoritário no regime legal brasileiro.....	94
4.2.2. Da doutrina contra a existência do controle minoritário no regime legal brasileiro.....	103
4.3. Da Jurisprudência da CVM a respeito do controle minoritário.....	108
4.3.1. Do Processo CVM RJ 2005/4069 – Caso CBD.....	108
4.3.2. Do Processo CVM n. RJ 2009/0471 – Caso COELCE.....	111
4.3.3. Do Processo CVM n. RJ 2009/1956 - Leading case TIM.....	114

4.3.3.1. Breve histórico do caso e estrutura societária do grupo TIM antes da alienação de controle da Olimpia para a Telco.....	114
4.3.3.2. Do voto do Diretor Relator Eliseu Martins.....	121
4.3.3.3. Do voto do Diretor Otavio Yazbek.....	124
4.3.3.4. Do voto da Diretora-Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana.....	126
4.3.3.5. Do voto do Diretor Eli Loria.....	128
4.3.4. Do entendimento majoritário da CVM pela existência do controle minoritário em nosso regime legal.....	129
4.4. Do Controle Minoritário segundo o Comitê de Fusões e Aquisições e os segmentos de listagem diferenciados da BMF&BOVESPA.....	130
<b>5. Do controle minoritário nos Estados Unidos.....</b>	<b>133</b>
5.1. Breves esclarecimentos a respeito do Direito Societário Norte-Americano.....	133
5.2. Caso Puma versus Marriot.....	136
5.3. Caso Kahn versus Lynch.....	137
5.4. Caso Citron versus Steego.....	141
5.5. Análise do controle minoritário nos Estados Unidos e comparação com o controle minoritário no Brasil.....	143
<b>Conclusão.....</b>	<b>145</b>
<b>Referências.....</b>	<b>149</b>



## Lista de abreviaturas e siglas

BMF&BOVESPA	
BM&F Bovespa S.A.....	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BCB.....	Banco Central do Brasil
CAF.....	Comitê de Aquisições e Fusões
CMN.....	Conselho Monetário Nacional
CVM.....	Comissão de Valores Mobiliários
IPO.....	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial)
LEI DAS S.A.....	Lei das Sociedades por Ações, que conforme o contexto: (a) não refere a uma Lei das Sociedades por Ações específica; (b) se refere ao Decreto Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de Setembro de 1950 ou (c) se refere a Lei n. 6.406, de 15 de dezembro de 1976.
PIB.....	Produto Interno Bruto
OCDE.....	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OPA.....	Oferta Pública de Aquisições de Ações
STF.....	Supremo Tribunal Federal
Art.....	artigo

Arts.....artigos  
n.....número  
p.....página  
REsp.....Recurso Especial

## Prefácio

Conheci a autora Paula Andrade Ribeiro Chaves por meio do amigo e colega Professor Paulo Roberto Coimbra Silva, pois ambos são sócios no Escritório Coimbra & Chaves Advogados, renomada banca de advocacia das Minas Gerais.

Para minha surpresa, a escritora convidou-me para prefaciá-lo este livro, resultante de sua dissertação de Mestrado, apresentada no Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade Milton Campos.

A tarefa, além de muito honrosa, revelou-se de extremas alegrias e satisfação. Tanto a vida acadêmica e profissional da autora, quanto a obra ora prefaciada mostram-se de raras e elevadas qualidades.

A estudiosa advogada Paula Chaves graduou-se na Faculdade de Direito Milton Campos em 2003, tendo, na sequência, ingressado na Pós-Graduação em Direito da Economia e da Empresa, da Fundação Getúlio Vargas em Belo Horizonte, na qual completou estudos em 2006.

Alçou voo para os Estados Unidos, onde aprimorou amplamente sua formação. Estudou na prestigiosa *University of California, Davis School of Law*, e, após, obteve o título de *Masters of Laws (LLM)*, *cum laudae*, na *Northwestern University School of Law* em Chicago, em 2008. Não fosse o bastante, alcançou o *Certificate in Business Administration* na *Kellogg School of Management* no mesmo ano.

Depois do retorno para o Brasil, Paula Andrade Chaves concluiu MBA Executivo Empresarial na Fundação Dom Cabral em 2012, bem como Mestrado em Direito Empresarial na Faculdade Milton Campos em 2014.

Paralelamente à trajetória acadêmica, a Mestre adquiriu rica experiência na seara advocatícia, seja no Brasil, seja nos Estados Unidos. Nessa caminhada, merece destaque a sua atuação, desde 2011, na sociedade Coimbra & Chaves Advogados, em que é a responsável pela área de Fusões e Aquisições, Direito Societário e Contratos.

Toda a sofisticação do *know-how* de Paula Chaves foi vertida em sua dissertação, seja na sensibilidade da escolha do objeto da pesquisa, seja no desenvolvimento dela, que resultaram no relatório final, intitulado “O Controle Minoritário no Brasil”, e transformado, mediante pequenos ajustes, neste livro.

O trabalho original foi defendido e aprovado com distinção na Pós-Graduação em Direito da Faculdade Milton Campos. A banca examinadora foi composta pelos Professores Dr. Vinícius Marques Gontijo, rigoroso orientador da então candidata ao título de Mestre, Dr. Jason Soares de Albergaria Neto e Dr. Sérgio Mendes Botrel Coutinho.

De fato, trata-se de texto objetivo, claro e muito bem escrito, fundamentado em doutrinas nacionais e estrangeiras, bem assim na apreciação analítica dos entendimentos exarados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM sobre a temática do controle (societário) minoritário no Brasil.

Esquadrinha-se a evolução das estruturas de poder nas sociedades anônimas brasileiras, chegando aos dias correntes, caracterizados pela necessidade de revisitação de conceitos clássicos da Lei n. 6.404/76.

Não se pretende fazer aqui uma ponte para o livro de Paula Andrade Chaves, limitando-se o autor deste prefácio a afirmar que a leitura do texto suscitou à memória um estudo produzido pelo querido Professor da Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Dr. João Baptista Villela, sob o título “Controle Acionário: *Corpus et Anima*”, no qual defende posição diametralmente oposta à da autora<sup>1</sup>.

A divergência entre os dois pensadores só fez aumentar a admiração por Paula Chaves, que, com desenvoltura e senso crítico, soube dar sólido e atualizado lastro às suas posições.

---

<sup>1</sup> VILLELA, João Baptista. *Controle Acionário: Corpus et Anima*. São Paulo: Malheiros, 2011 (Separata publicada em homenagem ao Professor Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França), p. 24.

Diante desses inquestionáveis atributos do presente compêndio, ora dado à luz geral, cabe a recomendação de sua leitura a todos os profissionais dedicados à melhor compreensão do direito societário, e o registro de congratulações e votos de sucesso à doutrinadora Paula Chaves e à criteriosa Editora D'Plácido.

Belo Horizonte, junho de 2018.

*Marcelo Andrade Féres*

Professor Adjunto de Direito Comercial da Faculdade  
de Direito da UFMG. Procurador Federal.



## Introdução

Este trabalho tem por objeto o estudo do controle minoritário sob a ótica da legislação brasileira. Esse tema se torna relevante em decorrência das modificações, ocorridas a partir do ano 2000, no mercado de capitais brasileiro, que fizeram com que o fenômeno da dispersão acionária ou da ausência de acionista majoritário nas companhias seja cada vez mais comum.

A partir de 2005, com o *boom* do segmento do Novo Mercado BM&FBOVESPA, que se baseia no princípio de cada ação corresponde a um voto, observou-se um fenômeno de alteração da estrutura do controle acionário das companhias, antes caracterizada por um controle majoritário, onde a maioria das companhias contava com um acionista controlador que detinha 50% +1 das ações com direito a voto.

Atualmente, verifica-se que as companhias, em especial aquelas listadas no Novo Mercado, apresentam a propriedade das ações mais desconcentrada. Em levantamento feito pela revista Capital Aberto em outubro de 2013<sup>2</sup>, no qual foram avaliadas as práticas adotadas pelas 100 emissoras das ações mais líquidas da BM&FBOVESPA, verificou-se que 47% das companhias contam com controle minoritário ou compartilhado, 42% contam com controle majoritário e 11% com capital pulverizado, sendo: (i) companhias com controle majoritário – aquelas que contam

---

<sup>2</sup> REVISTA CAPITAL ABERTO. Anuário de Governança Corporativa das Companhias Aberta. p. 14.

com acionista detentor de 50% +1 das ações com direito a voto; (ii) companhias com controle minoritário – aquelas nas quais o maior acionista detém entre 10% e 50% do capital votante e (iii) companhias com capital pulverizado – aquelas em que não há nenhum acionista que detém mais de 10% do capital votante.

A mudança da estrutura da propriedade acionária gera diversas consequências para a administração das companhias abertas, que passam a lidar com o fenômeno, antes raro no Brasil, da separação da propriedade e do controle.

A separação da propriedade e do controle é tema antigo, que deu e ainda dá origem a muitas discussões jurídicas e econômicas, e tem a obra clássica de Berle e Means<sup>3</sup> como sua principal precursora. Nessa obra, publicada em 1932, os referidos autores verificaram a existência do fenômeno da dispersão acionária no mercado de capitais americano e, conseqüentemente, da separação do poder e do controle.

Ao se considerar a mudança no padrão de propriedade em muitas companhias brasileiras, em que não há um acionista que tenha o controle majoritário, passa-se a discutir qual seria a influência desses acionistas nos negócios da companhia, surgindo, assim, a seguinte indagação, que é o tema central objeto desse estudo: o acionista, que não detém as ações majoritárias votantes, pode ser considerado controlador nos termos do artigo 116 da Lei n. 6.404/76?

A resposta a referida indagação tem entendimentos diversos, tanto na doutrina e na jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que traz insegurança jurídica, em especial para aqueles que pretendem investir em companhias abertas brasileiras.

Assim, faz-se necessário um estudo do tema com o objetivo de melhor compreendê-lo e verificar se o ordenamento jurídico brasileiro recebeu o controle minoritário. Por certo, referida controvérsia não pode permanecer, se justificando, assim, o presente estudo para contribuir com o entendimento doutrinário e o sistema jurídico brasileiro.

A metodologia usada para elaboração do trabalho é baseada na dogmática, através de estudo da doutrina e jurisprudência da CVM sobre o assunto. Dentre as fontes de pesquisa, faremos re-

---

<sup>3</sup> BERLE; MEANS. *The modern corporation & private property*. 2009.



ferência aos principais doutrinadores brasileiros, sendo realizada uma pesquisa teórica e bibliográfica. Ainda, visando um maior aprofundamento das problematizações, será feita uma pesquisa no direito norte-americano, com o objetivo de entender como é caracterizado o controle minoritário no âmbito de referida legislação, através do estudo de doutrinas e artigos.

Esse trabalho está estruturado em cinco capítulos, conforme abaixo exposto.

O Capítulo 1 descreverá, brevemente, e sem a intenção de esgotar o assunto, a evolução do mercado de capitais a partir da publicação do Decreto-lei n. 2.627/1940, de 26.09.1940, que regulava as sociedades por ações e foi publicado pelo governo Getúlio Vargas durante o Estado Novo.

No Capítulo 2, tratar-se-á do poder de controle, incluindo o sentido empregado da palavra controle, da estrutura do poder de controle, da proposta feita por Berle e Means<sup>4</sup> para a classificação dos diferentes graus de controle, bem como o enquadramento das companhias abertas brasileiras de acordo com a classificação de controle feita por esses autores.

No Capítulo 3, será abordada a regulação jurídica do poder de controle no Brasil sob a ótica da análise da lei societária, dos segmentos diferenciados de listagem do BMF&BOVESPA e do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF)

Em seguida, no Capítulo 4, será tratado do assunto principal desse trabalho, qual seja, o controle minoritário, sendo feita uma análise a seu respeito à luz do artigo 116 da Lei n. 6.404//76, bem como da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do controle minoritário segundo os segmentos diferenciados de listagem da BMF&BOVESPA e o CAF.

No Capítulo 5, será estudado o conceito de controle minoritário segundo a legislação americana. A escolha da análise comparada deste direito se justifica em decorrência do mercado de capitais dos Estados Unidos ter como característica histórica a dispersão acionária, bem como por representar um dos maiores mercados de capitais do mundo. Ademais, muito de nossa legislação de mercado de capitais se baseou na legislação americana.

---

<sup>4</sup> BERLE; MEANS. *The modern corporation & private property*. 2009.

Por fim, se apresentará a conclusão sobre o presente estudo, oportunidade em que a autora firma sua posição, que ora já se adianta, no sentido de que a Lei n. 6.404/76, nos termos do artigo 116, reconheceu o controle minoritário para imputação de deveres e responsabilidades específicas e responsabilização do controlador pelos atos abusivos praticados quando do exercício de seu poder. Os motivos que justificam a posição da autora serão expostos ao longo desse trabalho.



---

“Toda a sofisticação do know-how de Paula Chaves foi vertida em sua dissertação, seja na sensibilidade da escolha do objeto da pesquisa, seja no desenvolvimento dela, que resultaram no relatório final, intitulado “O Controle Minoritário no Brasil”, e transformado, mediante pequenos ajustes, neste livro.”

MARCELO ANDRADE FÉRES

